

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل -



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية
العنوان

متطلبات إرساء مبادئ الحوكمة في صناديق الثروة السيادية
- دراسة تجارب دولية مع التطبيق على حالة الجزائر -

مذكرة مقدمة استكمالاً لمتطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية

تخصص: نقود ومالية دولية

إشراف الأستاذ:

محي الدين سمير

إعداد الطالبتين:

بودلاعة مريم

بلهريمي نجوى

لجنة المناقشة

رئيسا	جامعة جيجل	الأستاذ: بودخدخ مسعود
مشرفا	جامعة جيجل	الأستاذ: محي الدين سمير
مناقشا	جامعة جيجل	الأستاذ: يونس مراد

السنة الجامعية: 2015 / 2016

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل -



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية
العنوان

متطلبات إرساء مبادئ الحوكمة في صناديق الثروة السيادية
- دراسة تجارب دولية مع التطبيق على حالة الجزائر -

مذكرة مقدمة استكمالاً لمتطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية

تخصص: نقود ومالية دولية

إشراف الأستاذ:

محي الدين سمير

إعداد الطالبتين:

بودلاعة مريم

بلهريمي نجوى

لجنة المناقشة

رئيسا	جامعة جيجل	الأستاذ: بودخدخ مسعود
مشرفا	جامعة جيجل	الأستاذ: محي الدين سمير
مناقشا	جامعة جيجل	الأستاذ: يونس مراد

السنة الجامعية: 2015 / 2016

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



شكر وتقدير

مصداقاً لقوله تعالى : " ولئن شكرتم لأزيدنكم "

فالحمد لله حمداً كثيراً مباركاً يوافي نعمه ويشكر مزيده

اللهم إنا نشكرك شكراً يليق بجلال وجهك وعظيم سلطانك رب لك الحمد حتى ترضى

ولك الحمد إذا رضيت ولك الحمد بعد الرضا.

ولقوله صلى الله عليه وسلم : " من لم يشكر الناس لم يشكر الله، ومن أسدى معروفنا

فكافنوه، فإن لم تستطيعوا فادعوا له".

وعملاً بهذا الحديث واعترافاً منا بالجميل، نتقدم بجزيل الشكر والتقدير إلى الأستاذ

الفاضل "محيي الدين سمير" لتفضله بالإشراف على هذا البحث ولما قدمه لنا من

توجيهات قيّمة، كما نتقدم بالشكر الجزيل إلى كل من قدم لنا يد المساعدة ونخص

بالذكر الصديقتين

"حاجي هدى" و "خلالفة أميرة"

وأخيراً نتقدم بأسمى عبارات الشكر والعرفان للأساتذة الأفاضل أعضاء لجنة المناقشة

الذين تفضلوا بقبول مناقشة هذا العمل.



فهرس المحتويات

الصفحة	المحتويات
I	شكر وتقدير
III	فهرس المحتويات
V	قائمة الجداول
VI	قائمة الأشكال
أ-خ	مقدمة
الفصل الأول: مدخل حول صناديق الثروة السيادية	
09	تمهيد
10	المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لصناديق الثروة السيادية
10	المطلب الأول: ظهور مفهوم صناديق الثروة السيادية وتطورها
13	المطلب الثاني: مفهوم صناديق الثروة السيادية
17	المطلب الثالث: أهمية وأهداف صناديق الثروة السيادية وأسباب إنشائها
21	المطلب الرابع: تصنيفات صناديق الثروة السيادية
24	المبحث الثاني: تطور صناديق الثروة السيادية ومصادر تمويلها وتوزيعها الجغرافي
24	المطلب الأول: أهم صناديق الثروة السيادية وتقدير حجم أصولها
28	المطلب الثاني: مصادر أموال صناديق الثروة السيادية
29	المطلب الثالث: التوزيع الجغرافي لصناديق الثروة السيادية
32	المبحث الثالث: مكانة صناديق الثروة السيادية في النظام المالي العالمي
32	المطلب الأول: وزن صناديق الثروة السيادية في النظام المالي العالمي
33	المطلب الثاني: دور صناديق الثروة السيادية في الاقتصاد المحلي و العالمي
35	المطلب الثالث: صناديق الثروة السيادية خلال الأزمة المالية العالمية
41	خلاصة الفصل
الفصل الثاني: حوكمة صناديق الثروة السيادية	
43	تمهيد
44	المبحث الأول: مدخل إلى الحوكمة
44	المطلب الأول: مفهوم الحوكمة
46	المطلب الثاني: أهمية وأهداف الحوكمة
49	المطلب الثالث: أسباب ظهور الحوكمة والأطراف الرئيسية فيها
51	المطلب الرابع: محددات ومبادئ الحوكمة
55	المبحث الثاني: دور مبادئ سنتياغو في تعزيز حوكمة صناديق الثروة السيادية

فهرس المحتويات

55	المطلب الأول: مواقف الدول المتقدمة والجدل القائم بخصوص صناديق الثروة السيادية
58	المطلب الثاني: مبادئ سننباغو، طبيعتها وأهدافها
59	المطلب الثالث: هيكل ومكونات مبادئ سننباغو
63	المبحث الثالث: مؤشرات قياس أداء حوكمة صناديق الثروة السيادية
63	المطلب الأول: موقع صناديق الثروة السيادية من مؤشر الإمتثال
67	المطلب الثاني: مؤشر ترومان
69	المطلب الثالث: مؤشر لينبرغ_مادول
72	خلاصة الفصل
الفصل الثالث: تجارب دولية في حوكمة صناديق الثروة السيادية مع التطبيق على حالة الجزائر	
74	تمهيد
75	المبحث الأول: حوكمة صناديق الثروة السيادية في الدول المتقدمة "دراسة تجريبية صندوق التقاعد الحكومي النرويجي"
75	المطلب الأول: لمحة عن صندوق التقاعد الحكومي النرويجي
78	المطلب الثاني: حوكمة صندوق التقاعد الحكومي النرويجي
83	المبحث الثاني: حوكمة صناديق الثروة السيادية في الدول النامية "دراسة تجريبية الصين والإمارات العربية المتحدة"
84	المطلب الأول: موقع حوكمة صناديق الثروة السيادية الصينية
88	المطلب الثاني: موقع حوكمة صندوق هيئة الاستثمار لأبوظبي
94	المبحث الثالث: تقييم صندوق ضبط الموارد الجزائري ومدى ارتباطه بالحوكمة ومتطلبات رفعها
94	المطلب الأول: عموميات حول صندوق ضبط الموارد الجزائري
99	المطلب الثاني: موقع صندوق ضبط الموارد من الحوكمة
104	المطلب الثالث: تقييم حوكمة صندوق ضبط الموارد الجزائري ومتطلبات الرفع منها
111	خلاصة الفصل
113	الخاتمة
120	قائمة المراجع
129	الملخص



قائمة الجداول

قائمة الجداول

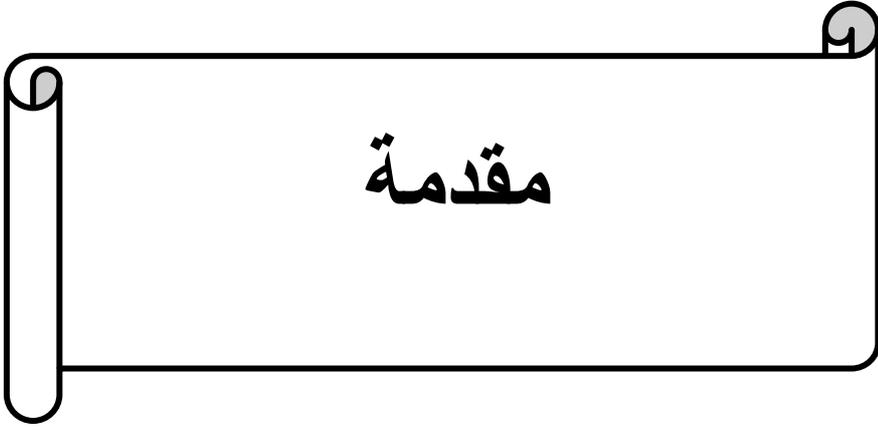
الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
01	أهم صناديق الثروة السيادية حسب تاريخ التأسيس	11
02	تطور عدد صناديق الثروة السيادية خلال الفترة (1950-2015)	12
03	الفرق بين صناديق الثروة السيادية وبعض المؤسسات الحكومية	16
04	ترتيب أهم 20 صندوق ثروة سيادي من حيث حجم الأصول لسنة 2013-2014	25
05	ترتيب أهم 20 صندوق ثروة سيادي من حيث حجم الأصول لسنة 2014 - 2015	27
06	توزيع صناديق الثروة السيادية حسب المناطق الجغرافية	30
07	الدول متعددة الصناديق	31
08	تدخلات صناديق الثروة السيادية في الأسواق المالية الأمريكية والأوروبية	36
09	قيمة أصول صناديق الثروة السيادية في الفترة الممتدة من سبتمبر 2007 إلى جوان 2010	38
10	خسائر بعض صناديق الثروة السيادية بسبب الأزمة المالية العالمية	39
11	مؤشرات الامتثال لسنة 2014 حسب " Geo Economica "	64
12	مكونات معايير مؤشر ترومان	68
13	مكونات مؤشر لينبرغ-مادول	70
14	مراحل تطور صندوق الثروة السيادي النرويجي خلال الفترة (1990-2010)	77
15	معايير أداء صندوق التقاعد والمعاشات الحكومي النرويجي حسب مؤشر ترومان	82
16	القائمة الرئيسية لصناديق الثروة السيادية الصينية	84
17	مدى امتثال صناديق الثروة السيادية الصينية لمبادئ سندياغو	85
18	تقييم مؤشر لينبرغ-مادول لصناديق الثروة السيادية الصينية	87
19	أهم تطورات هيئة أبوظبي للاستثمار خلال الفترة (1976-2010)	89



قائمة الأشكال

قائمة الأشكال

الرقم	عنوان الشكل	الصفحة
01	توزيع صناديق الثروة السيادية حسب المناطق الجغرافية	31
02	الأطراف الرئيسية في الحوكمة	50
03	المحددات الداخلية والخارجية للحوكمة	52
04	مؤشر امتثال الصناديق السيادية لمبادئ سندياغو لسنة 2013	63
05	حوكمة صندوق المعاشات الحكومي الإجمالي	79
06	الهيكل التنظيمي لبنك إدارة الاستثمارات النرويجي	81
07	تقييم مؤشر لينبرغ-مادول للصناديق السيادية للربع الرابع من 2014	86
08	علاقة هيئة الاستثمار بحكومة أبوظبي	90
09	الهيكل التنظيمي لهيئة الاستثمار لأبوظبي	92
10	أهم مصادر مداخل صندوق ضبط الموارد الجزائري	96
11	تطور موجودات صندوق ضبط الإيرادات الجزائري والمبالغ المسحوبة منه	100



مقدمة

شهد العالم تغيرات وتطورات عديدة في شتى المجالات وبالأخص في المجال الاقتصادي، حيث تبنت العديد من الدول سياسات وإجراءات تصب كلها في وعاء الرفع من معدل النمو الاقتصادي، فالدول المتقدمة تسعى للمحافظة على الريادة والتنافسية العالية والدول الصاعدة تجتهد بأن تصنف ضمن المجموعة المتقدمة أما الدول المتخلفة فهي تصارع من أجل تحقيق تنمية تغنيها عن الاعتماد على الدول المتقدمة والصاعدة، لكل دولة من هذه الدول لها من المقومات الاقتصادية والظروف المحيطة ما مكن من تحقيق الأهداف المرجوة من ضمنها تحقيق الاستقرار في النظام المالي العالمي، وعلى هذا الأساس برزت قوة فاعلة جديدة تمثلت في صناديق الثروة السيادية والتي تركز في الدول النامية وهي صناديق عمومية أنشأت لاستقبال جزء من الفوائض المالية المتأتية من عملية التصدير وخاصة المواد الأولية المتمثلة في البترول والغاز أو عبر تصدير سلع وخدمات تمتع الدول بميزة تنافسية في إنتاجها، مما سمح بانتقال رؤوس الأموال من الدول المالكة إلى الدول المتلقية.

وقد كان الهدف في البداية هو قيام هذه الصناديق باستثمار عوائد بيع الثروات الناضبة بغرض توفير دخل سنوي مستقر لأطول مدة ممكنة، وتحقيق التذبذب الحاصل في عوائد بيع هذه الثروات نتيجة لعوامل السوق، إلا أن المفهوم تطور وأصبحت هذه الصناديق تستخدم لإدارة الرصيد الفائض من العملات الأجنبية وهي ظاهرة ليست بالجديدة على الساحة المالية العالمية، ظهرت في منتصف القرن العشرين وبرزت مع طفرة البترول في نهاية التسعينات وبداية الألفية الثالثة، فعدم قدرة اقتصاديات بعض الدول على امتصاص واستيعاب الفوائض المالية المحققة داخلها يعد سببا مهما في لجوء هذه الدول إلى إنشاء صناديق الثروة السيادية من أجل استثمار هذه الفوائض خارج الوطن والتخفيف من الانعكاسات السلبية للتدفقات المالية الناتجة عن الثروة الطبيعية.

وقد أحدثت صناديق الثروة السيادية الكثير من الجدل والنقاش والارتباك للعديد من الدول المتقدمة منها حيث ظهرت كقوى مالية كبيرة تمتلكها في الأغلب اقتصاديات الدول النامية، والتخوفات من خلفيات سياسية ودوافع استثمارية غير مفهومة، وهو الأمر الذي زاد من الشكوك والمخاوف لدى الدول المتقدمة حول هذه الصناديق من حيث أهدافها وسياستها الاستثمارية المتبعة ونواياها السياسية الخفية، لهذا تم العمل على وضع مبادئ ومعايير للشفافية والحوكمة تحكم نشاط وعمل هذه الصناديق تتمثل في مبادئ سنتياغو والتي انبثق منها مؤشري ترومان ولينبرغ مادول للشفافية والحوكمة.

إشكالية الدراسة:

من خلال ما سبق ذكره تبرز مشكلة الدراسة في محاولة الإجابة على تساؤل رئيسي هو:



كيف تؤثر وتساهم مبادئ سننباغو في إرساء هيكل شفاف وسليم لحوكمة صناديق الثروة السيادية؟ وما هو موقع صندوق ضبط الموارد الجزائري من ذلك؟

وفي محاولة الإجابة على هذا التساؤل الرئيسي، ولإعطاء الإشكالية أبعاد أخرى، فإن هذه الدراسة تحاول الإجابة على مجموعة من الأسئلة الفرعية والتي تدرج ضمن هذه الإشكالية وهي:

- ما هي أسباب إنشاء صناديق الثروة السيادية؟ وما هو وزنها في النظام المالي العالمي؟
- كيف كانت مواقف وردود أفعال الدول المتقدمة من النشاطات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية؟
- ما هو موقع صناديق الثروة السيادية من مبادئ سننباغو؟ وما هي أهم الشروط التي يجب توفرها؟
- كيف يمكن تقييم تجربة صندوق ضبط الموارد الجزائري؟ وما هو مستوى حوكمته وموقعه من مبادئ سننباغو؟ وما هي المتطلبات التي يجب اعتمادها في تسيير الصندوق للتحسين من حوكمته؟

فرضيات الدراسة:

كمنطلق لهذه الدراسة، وكمحاولة لإعطاء إجابات أولية على التساؤلات المطروحة تم افتراض مايلي:

- تقوم العديد من الدول النفطية بإنشاء صناديق الثروة السيادية لحماية اقتصادياتها من خطر الصدمات الخارجية، وتحسبا لنضوب الثروة النفطية مستقبلا؛ كما تلعب صناديق الثروة السيادية دورا هاما وإيجابيا في تحقيق استقرار النظام المالي العالمي من خلال تأثيرها على تدفق رؤوس الأموال العالمية، كونها تشكل أداة هامة لنقل الأموال من دول الفائض إلى دول العجز المالي؛
- قامت صناديق الثروة السيادية باستثماراتها من أجل تحقيق أرباح هائلة، مما زاد من مخاوف الدول الغربية من الهيمنة على اقتصادياتها؛
- تعد تجربة صندوق الثروة السيادية النرويجية من أنجح التجارب في تطبيق الحوكمة والنموذج الأمثل للدول يمكن الاستفادة من تجاربها في هذا المجال وذلك من خلال الخضوع للمسائلة والشفافية والحوكمة والإفصاح بالنسبة لصناديق ثروتها السيادية؛

- يعتبر إنشاء صندوق ضبط الموارد في الجزائر خطوة إيجابية يمكن الاستفادة منها لدعم استقرار الاقتصاد الوطني، إلا أنها تعد تجربة متواضعة الفعالية من حيث تطبيق مبادئ الحوكمة والشفافية على صندوقها.

وفي سياق البحث ومن خلال الإجابة عن التساؤلات المطروحة سابقا، سيتم إثبات أو نفي الفرضيات

السابقة.



أهمية الدراسة:

تتبع أهمية الدراسة في كونها تنطرق إلى موضوع جديد على الساحة الاقتصادية العالمية لا يزال يثير الكثير من الجدل بين مختلف المفكرين والباحثين الاقتصاديين حول مدى جدوى مثل هذه الصناديق وتداعياتها المحتملة على اقتصاديات البلدان المالكة والبلدان المستقبلية لاستثماراتها، إذ زاد الاهتمام مؤخرا بصناديق الثروة السيادية ففي بادئ الأمر كان جل الاهتمام منصبا على ازدياد حجمها الذي كان ينمو بسرعة عام بعد عام وبعد الأزمة خصوصا بدا البحث عن السبل والطرق التي تحدد الإطار القانوني المنظم له، وضبط توجهاتها الاستثمارية وانعكاساتها على الدول المتلقية بعيدا عن الاستثمارات ذات التوجه السياسي.

أهداف الدراسة:

نسعى من خلال هذه الدراسة إلى توضيح دور صناديق الثروة السيادية ومدى مساهمتها في الاقتصاد في مرحلة أولى، ثم التعرف على أهم صناديق الثروة السيادية بصفة عامة وصندوق الثروة السيادي الجزائري بصفة خاصة وإبراز أهم الجوانب المتعلقة بحوكمة صناديق الثروة السيادية سواء من حيث الإدارة أو الإشراف والرقابة على سيرها، كما نهدف من خلال دراستنا لتجارب بعض البلدان بالإضافة لتجربة الجزائر إلى تحديد مدى التزام وتطبيق الدول لمبادئ سننباغو ومعايير والحوكمة والشفافية وإبراز مدى فعالية صندوق ضبط الموارد الجزائري وتقييم أدائه ومدى تطبيقه لمبادئ الحوكمة في هذا المجال.

مبررات اختيار الموضوع:

هناك عدة أسباب أدت لاختيار هذا البحث منها:

- حداثة الموضوع: إذ يندرج موضوع بحثنا في إطار المواضيع المتجددة، فصناديق الثروة السيادية تعتبر من المواضيع القديمة المتجددة إذ بدأ تأسيسها منذ 1953 في العديد من الدول، وقد ظهر الموضوع بشكل جلي مع بداية الألفية الثالثة خصوصا في ظل الطفرة البترولية التي زادت من حجم وعدد صناديق الثروة السيادية وزيادة استثماراتها الدولية، كما برزت أكثر أهمية في ظل أزمة 2008 حيث أصبحت أداة هامة لنقل الأموال من دول الفائض إلى دول العجز، وخاصة بعد وضع مبادئ سننباغو ومعايير الحوكمة والشفافية لهذه الصناديق؛

- أهمية الموضوع بالنسبة للاقتصاد الجزائري الذي يندرج ضمن المواضيع الحساسة والأساسية التي تتعلق بإدارة أهم ثروة وطنية حاليا تساهم بإنتاج أكثر من ثلث الإيرادات الوطنية وتزود الدولة بثلاثي موارد الموازنة العامة، وهي أساسا ثروة مؤقتة نظرا لنضوب الأصل المتأتية منه، فموارد صندوق ضبط الموارد الجزائري

مرتبطة أساسا بالفوائض البترولية المحققة والتي تتميز بتقلبات دائمة وبالتالي تجد الجزائر نفسها تحت معضلة ترشيد أمثل لهذه الموارد النفطية؛

- قلة الدراسات المتخصصة حول حوكمة صناديق الثروة السيادية.

منهج الدراسة:

حتى نعطي الموضوع محل الدراسة حقه من التحليل وتبسيط الضوء على مكوناته، والإجابة على التساؤلات وبغية اختبار صحة الفرضيات اشتملت منهجية الدراسة على عدة مناهج منها التاريخي، الوصفي والتحليلي، من خلالها سنحاول الوصول إلى الأهداف المسطرة في الدراسة، حيث تم الاعتماد على المنهج التاريخي لسرد مراحل تطور صناديق الثروة السيادية، وعلى المنهج الوصفي في الجانب النظري من خلال المسح المكتبي لجميع الجوانب النظرية المتعلقة بصناديق الثروة السيادية وحوكمتها، كما اعتمدت الدراسة على المنهج التحليلي فهو يثري البحث أكثر ويزيد من تبسيط وتحليل الدراسة من خلال بيانات وأرقام يتم صياغتها في شكل جداول وأشكال والتي تعطي الدراسة مزيدا من الفهم والإثراء.

حدود الدراسة:

يقتصر بحثنا على دراسة مجموعة من البلدان التي تصنف ضمن البلدان الرائدة في هذا المجال في مقدمتها النرويج باعتبارها دولة ناجحة في مجال تطبيق مبادئ سندياغو وحوكمة وشفافية صندوقها المسمى بصندوق التقاعد الحكومي النرويجي، بالإضافة إلى الصين التي تحاول أن تطبق مبادئ وقواعد الشفافية والحوكمة في صناديق ثروتها السيادية، والإمارات العربية المتحدة التي تمتلك أكبر صناديق الثروة السيادية في العالم كما سنقوم بدراسة وتقييم تجربة ، وفيما يخص الفترة الزمنية محل الدراسة فهي مرتبطة بظروف ومعطيات كل بلد.

صعوبات الدراسة:

كل دراسة جامعية أو عمل بحثي لا يخلو من العراقيل، ومما لا شك فيه أنه يتعرض لجملة من الصعوبات والمعوقات التي تنعكس سلبا على الموضوع محل البحث وتجعله دائما بحاجة للدراسة والتطوير، ومن بين الصعوبات التي واجهتنا نذكر:

- ندرة المراجع والبحوث الخاصة بصناديق الثروة السيادية وحوكمتها التي تتعلق بوضع مبادئ سندياغو ومؤشر الشفافية والحوكمة كون هذا الموضوع لم يلقى اهتمام إلا خلال العشرة الأخيرة؛

- اختلاف التقديرات الخاصة بتقييم معظم أصول صناديق الثروة السيادية، نظرا لاعتماد هذه الأخيرة سياسات استثمارية غير واضحة وابتعادها عن الشفافية والإفصاح؛
- تضارب المعطيات حول صندوق ضبط الموارد في الجزائر لغياب الشفافية.

الدراسات السابقة:

سجلنا في إطار البحوث والكتب لمجال صناديق الثروة السيادية وبعض المؤلفات والدراسات التي لها صلة بالموضوع العديد من الدراسات ومن بينها:

- دراسة بوفليح نبيل بعنوان: دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية_الواقع والآفاق مع الإشارة إلى حالة الجزائر_ جامعة الجزائر 03، 2011 وتناولت هذه الدراسة ماهية صناديق الثروة السيادية وواقعها في النظام المالي العالمي وكذا دورها في تمويل اقتصاديات الدول النفطية، بالإضافة إلى دور مبادئ سندياغو في تعزيز حوكمة صناديق الثروة السيادية ومؤشرات قياس أدائها المتمثلة في مؤشر ترومان ومؤشر لينبرغ_ مادل، كما حاولت استعراض تجارب دولية تتمثل في تجربة النرويج، وتجربة الكويت والإمارات واستشراف آفاق صناديق الثروة السيادية، وفي الأخير تقييم تجربة صندوق ضبط الموارد في الجزائر.

تميزت دراستنا بالإشارة إلى دراسة تجربة الصين في هذا المجال وتقييمها كونها تحاول تطبيق الحوكمة في صناديق ثروتها السيادية والتي تعد من أكبر الصناديق للثروة السيادية في العالم.

- دراسة عبد السلام بريزة بعنوان: دور صناديق الثروة السيادية في إدارة الفوائض البترولية، جامعة سطيف، الجزائر، 2013، وخلصت الدراسة إلى مقارنة بين صندوق ضبط الموارد الجزائري وصندوق التقاعد الحكومي النرويجي.

وقد تميزت دراستنا عن هذه الدراسة بالتطرق إلى مبادئ سندياغو ومعايير الشفافية والحوكمة في صناديق الثروة السيادية واختيار تجارب دولية في هذا المجال وتقييمها فبالإضافة إلى النرويج أضفنا الصين والإمارات العربية السعودية وأخيرا تجربة الجزائر وتقييمها.

هيكل الدراسة:

للإلمام بمختلف جوانب إشكالية الدراسة، قمنا بتقسيم الدراسة إلى ثلاث فصول:

- الفصل الأول: "مدخل حول صناديق الثروة السيادية"

وينقسم إلى ثلاث مباحث، حيث يتطرق المبحث الأول إلى الإطار المفاهيمي لصناديق الثروة السيادية من خلال ظهور مفهوم صناديق الثروة السيادية وتطورها، تعريفها وخصائصها، الفرق بينهما وبين الهيئات المالية

الأخرى، ثم التطرق إلى أهمية صناديق الثروة السيادية، أهدافها وأسباب إنشائها بالإضافة إلى تصنيفها وفقا لمعايير مختلفة، بينما يناقش المبحث الثاني تطور صناديق الثروة السيادية ومصادر تمويلها وتوزيعها الجغرافي، أما المبحث الثالث فتطرق إلى معرفة مكانة صناديق الثروة السيادية في النظام المالي العالمي من خلال وزن صناديق الثروة السيادية في النظام المالي العالمي، ودورها في الاقتصاد العالمي والمحلي بالإضافة إلى دور صناديق الثروة السيادية في معالجة الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، في حين خصص جزء منه للآثار التي خلفتها هذه الأزمة على صناديق الثروة السيادية.

- الفصل الثاني: " حوكمة صناديق الثروة السيادية "

وينقسم بدوره إلى ثلاث مباحث، حيث جاء المبحث الأول منه كمدخل للحوكمة بصفة عامة تضمن نشأتها تعريفها وخصائصها التي تتميز بها عن باقي المفاهيم، وكذا معرفة أهميتها وأهدافها، بالإضافة إلى العوامل التي أدت إلى ظهورها والأطراف الرئيسية الفاعلة فيها كون تطبيقها وعملها يعتمد على وجودهم، وكذا محدداتها ومبادئها، أما المبحث الثاني فتضمن دور مبادئ سندياغو في تعزيز حوكمة صناديق الثروة السيادية من خلال مواقف الدول المتقدمة بخصوص هذه الأخيرة والجدل القائم بها، ومن تم التعرف على مبادئ سندياغو، طبيعتها وأهدافها من خلال تقديم لمحة تاريخية عن هذه المبادئ أولا ومن ثم هيكلها ومكوناتها التي صيغت بـ 24 مبدأ، في حين خصص المبحث الثالث لدراسة مؤشرات قياس أداء حوكمة صناديق الثروة السيادية وذلك من خلال التطرق إلى موقع صناديق الثروة السيادية من مؤشر الامتثال، ومن ثم مؤشرات ترومان ولينبرغ مادول.

- الفصل الثالث: " تجارب دولية في حوكمة صناديق الثروة السيادية مع التطبيق على حالة الجزائر "

ويتعلق بالجانب التطبيقي، حيث تطرق المبحث الأول إلى حوكمة صناديق الثروة السيادية في الدول المتقدمة الذي يتناول صندوق التقاعد الحكومي الذي يتضمن تعريفه، نشأته وتطوره، ومن ثم حوكمة صندوق التقاعد الحكومي من خلال تطبيق الحوكمة في هذا الأخير والرقابة عليه وإدارته، ومن ثم الشفافية والمسائلة بالنسبة لصندوق التقاعد الحكومي النرويجي وتقييمه، أما المبحث الثاني فقد خصص إلى حوكمة صناديق الثروة السيادية في الدول النامية، بينما يناقش المبحث الثالث تقييم صندوق ضبط الموارد الجزائري و مدى ارتباطه بالحوكمة و متطلبات رفعها، حيث نحاول التعرف على صندوق الثروة السيادي الجزائري كمدخل لننتقل إلى موقع صندوق ضبط الموارد من الحوكمة من خلال تقييمه وتحليل أدائه، ومن ثم التطرق إلى واقعه، آفاقه وأثره على الاقتصاد الجزائري، ومن ثم نتناول صندوق ضبط الموارد ومبادئ سندياغو لصناديق الثروة السيادية من خلال معرفة مدى تطبيق صندوق ضبط الموارد لمبادئ سندياغو، وكذا تقييم تطبيق الحوكمة في

هذا الصندوق، بالإضافة إلى إبراز متطلبات الرفع من حوكمة صندوق ضبط الموارد، لنختتم في الأخير هذه الدراسة بعرض أهم النتائج المتوصل إليها وعلى أثرها يتم وضع مجموعة من الاقتراحات التي نراها مناسبة.

الفصل الأول: مدخل حول

صناديق الثروة السيادية

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لصناديق الثروة السيادية

المبحث الثاني: تطور أحجام صناديق الثروة السيادية، مصادر

تمويلها وتوزيعها الجغرافي؛

المبحث الثالث: مكانة صناديق الثروة السيادية في النظام المالي

العالمي.

تمهيد

من بين التطورات والتغيرات الحديثة في النظام المالي العالمي بروز قوة جديدة وفعالة تمثلت في صناديق الثروة السيادية التي سمحت بانتقال رؤوس الأموال من الدول المالكة لها إلى الدول المتلقية، حيث تصاعد الاهتمام العالمي بها مؤخرًا، فقد أدى تحقيق بعض الدول لفوائض مالية نتيجة ارتفاع أسعار المنتجات والمواد الأولية في الأسواق الدولية بحكومات هذه الدول إلى تشكيل مؤسسات تقوم بامتصاص هذه الفوائض واستثمارها في مجالات أكثر ربحًا، وقد سجلت هذه الصناديق تزايدًا في أعدادها وتطورًا مهمًا في أصولها ونوعية تدخلها في الأسواق المالية العالمية، مما أدى إلى جذب انتباه الرأي العام العالمي نحوها وإطلاق نقاش واسع حولها كونها ظهرت كاستجابة طبيعية للتراكمات المتواجدة في الأصول الأجنبية للقطاع الحكومي على المستوى العالمي، مما جعلها تكتسب أهمية متزايدة في النظام النقدي والمالي الدولي وأصبحت تشكل محور نقاشات متعددة بعد أن شهدت نمواً مزدهراً على المستوى العالمي وهذا ما سنحاول معرفته من خلال هذا الفصل الذي قمنا بتقسيمه إلى المباحث الثلاثة التالية:

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لصناديق الثروة السيادية؛

المبحث الثاني: تطور أحجام صناديق الثروة السيادية، مصادر تمويلها وتوزيعها الجغرافي؛

المبحث الثالث: مكانة صناديق الثروة السيادية في النظام المالي العالمي.

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لصناديق الثروة السيادية

يعتبر مفهوم صناديق الثروة السيادية من المفاهيم القديمة، إلا أن بروز هذا المصطلح تحقق مؤخرا نتيجة العديد من الظروف الاقتصادية التي شهدتها الاقتصاد الدولي، وسنحاول من خلال هذا المبحث تسليط الضوء حول هذا المفهوم وأسباب إنشائها وكذا أنواعها وأهم أهدافها.

المطلب الأول: ظهور مفهوم صناديق الثروة السيادية وتطورها

سنتناول من خلال هذا المطلب مفهوم السيادة أولا، ثم ظهور صناديق الثروة السيادية كمفهوم ومن ثم تطورهما.

أولا: تعريف السيادة

لقد ظهر مصطلح السيادة (La souveraineté) مع ظهور مصطلح الدولة الحديثة وذلك بين القرن الثالث عشر والقرن السادس عشر بفضل جون بودان (Jean Bodin) في مجال العلوم السياسية، لكن التعريف الشائع لمصطلح السيادة هو تعريف لويس لوفير (Louis le fur) في نهاية القرن الرابع عشر حيث عرفها على أنها: " صفة الدولة بأنها لا تكون خاضعة لأي طرف إلا لإرادتها وسلطتها ضمن الحدود العليا للقانون، هذه الحدود التي تخدم الهدف الجماعي الذي تسعى الدولة لتحقيقه"، وقد انتقل هذا المصطلح فيما بعد إلى قواميس المالية أين ارتبط تاريخيا بمصطلح آخر هو مصطلح الديون ليشكل الديون السيادية خاصة خلال السبعينات ومعانات العديد من الدول النامية جراء أزمة المديونية أين أصبح المصطلح أكثر تداولاً.¹

ثانيا: المفهوم التقليدي والحديث لصناديق الثروة السيادية

يعتبر مفهوم صناديق الثروة السيادية مفهوم قديم ضمينا، إذ كان متداولاً ومعروفا منذ القدم، إلا انه ظهر متأخرا كمصطلح، وهذا ما سنراه من خلال العناصر التالية:²

1. ظهور المفهوم القديم لصناديق الثروة السيادية: لقد قام القيصر الروسي سنة 1847 عند تسجيل بلاده عائدات مالية هامة عن طريق تصدير القمح إلى فرنسا أنداك والتي عرفت تراجعاً في محاصيلها باستثمار مبلغ مقداره 50 مليون فرنك ذهبي على التراب الفرنسي، وفي ذلك الوقت لم يعرف هذا الاستثمار

¹ عبد السلام بريزة، دور صناديق الثروة السيادية في إدارة الفوائض البترولية، دراسة مقارنة بين صندوق ضبط الموارد الجزائري وصندوق التقاعد الحكومي النرويجي، تخصص اقتصاديات الأعمال والتجارة الدولية، جامعة سطيف، الجزائر، 2013، ص 103، 104.

² موقع الصندوق السيادي للكويت، مقال شوهد بتاريخ 2016/02/09 على الساعة 19:00 على الرابط:
<http://www.kia.gov.kw/en/Pages/default.aspx>

بأنه استثمار صندوق ثروة سيادية بالرغم من انه استثمار يمثل السيادة مثل صناديق الثروة السيادية الحديثة التي أسستها الدول المصدرة للبتزول بفضل فوائضها المالية، كما لم تكن عمليات منح القروض بين الدول المتقدمة فيما بينها وقروض الدول المتقدمة للدول النامية تحسب على أنها استثمارات صناديق ثروة سيادية وبالتالي يبدو مفهوم صناديق الثروة السيادية راسخا في القدم.

2. ظهور المفهوم الحديث لصناديق الثروة السيادية: لقد ظهرت صناديق الثروة السيادية بالمفهوم الحديث منذ تأسيس هيئة الاستثمار الكويتية سنة 1953 ثم صندوق أرخبيل كيريباتي (Kiribati) سنة 1956 ليتوالى فيما بعد تأسيس العديد من صناديق الثروة السيادية بالاعتماد على الفوائض البترولية ثم على الفوائض التجارية الناتجة عن الميزة التنافسية للدول الناشئة خاصة الآسيوية بسبب انخفاض تكلفة الإنتاج. وفي مايلي ترتيب أهم صناديق الثروة السيادية حسب تاريخ تأسيسها:

الجدول رقم (01): أهم صناديق الثروة السيادية حسب تاريخ التأسيس

الوحدة: مليار دولار

البلد	اسم الصندوق	تاريخ التأسيس	الأصول المدارة
الكويت	هيئة الاستثمار الكويتية KIA	1953	205-213
كيريباتي Kiribati	صندوق تعديل العائدات RERF	1956	0.6
سنغافورة	تماسك القابضة Temasek holding	1974	160
الإمارات العربية المتحدة	هيئة أبو ظبي ADIA	1976	500-100
سنغافورة	الاستثمار المشترك الحكومي لسنغافورة	1987	230-200
النرويج	صندوق التقاعد الحكومي العالمي	1990	373
روسيا	صندوق الاستقرار الروسي	2004	157
قطر	هيئة قطر للاستثمار	2005	60-40
الصين	هيئة الصين للاستثمار CIC	2007	200

Source: Jean Matouk, **De la souveraineté financière**, Revue d'économie financière, Les fonds souveains, Association d'économie financière, Numéros hors-serie, Paris, 2009, p:67.

ثالثاً: تطور أعداد صناديق الثروة السيادية

تعتبر صناديق الثروة السيادية ظاهرة ليست بالجديدة على الساحة المالية العالمية، حتى وإن عرفت نمواً سريعاً في بداية القرن العشرين وبدايات الألفية الثالثة، ويعود تاريخ إنشاء صناديق الثروة السيادية إلى خمسينيات القرن العشرين عندما أنشأت دولة الكويت هيئة الاستثمار الكويتية (KIA) وهو أقدم صندوق الثروة السيادية في العالم والذي تأسس في عام 1953، وفي عام 1982 تم تعديلها إلى الهيئة العامة للاستثمار بموجب القانون رقم 47 باعتباره هيئة حكومية كويتية مستقلة مسؤولة عن إدارة أصول البلاد نيابة عن دولة الكويت،¹ وفي عام 1969 كان عددها ثلاثة صناديق فقط لتتوالى إثر ذلك في السبعينات وما بعدها ظهور صناديق أخرى في سنغافورة والإمارات العربية المتحدة و (Abu Dhabi investment authority) سنة 1976، ثم بلغت 21 صندوق سنة 1999 حتى وصلت في منتصف سنة 2008 إلى 53 صندوق، وهي تبلغ 78 صندوق حسب آخر إحصائيات معهد صناديق الثروة السيادية لشهر مارس 2015.²

الجدول رقم (02): تطور عدد صناديق الثروة السيادية خلال الفترة (1950-2015)

السنوات	-1950	-1960	-1970	-1980	-1990	-2000	-2007	-2013
	1959	1969	1979	1989	1999	2007	2013	2015
الصناديق	03	03	09	13	21	41	68	78

Source: Philippe Bouyoux, **Les Conditions d'une Contribution Positive des fouds souverains à l'économie mondiale**, document élaboré sous la responsabilité de la direction générale du trésor de la politique économique, n°28, Janvier, 2008, p:01.

لقد عرفت صناديق الثروة السيادية نمواً مزدهراً خلال السنوات الأخيرة وهذا ما يوضحه الجدول أعلاه حيث نلاحظ أن الفترة 1950-1960 شهدت بطء في إنشاء صناديق الثروة السيادية حيث كان عددها يقدر بثلاثة صناديق وهذا راجع إلى بداية ظهور هذه الصناديق، كذلك تميزت هذه الفترة بتدني أسعار النفط واحتكار شركات النفط الكبرى للنفط، أما الفترة 1970-1979 تضاعفت عدد صناديق الثروة السيادية إلى ثلاثة أضعاف مقارنة بالفترة السابقة ويرجع ذلك إلى ارتفاع عائدات النفط وحدث الطفرة

¹ موقع الصندوق السيادي للكويت، مقال شوهد بتاريخ 2016/02/11 على الساعة 19:14 على الرابط: <http://www.kia.gov.kw>.
² جمال الدين سحنون، ساعد غنية، التوزيع الجغرافي لصناديق الثروة السيادية، مداخلة ضمن المؤتمر الدولي الثالث حول موقع صناديق الثروة السيادية ضمن النظام المالي العالمي ودورها في تحقيق الاستقرار، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجبالي بونعامة، خميس مليانة، يومي 29-30 أفريل، الجزائر، 2015، ص 11، 12.

النفطية الأولى وسيطرة الدول المنتجة للنفط على حقولها، واستمر تزايد عدد الصناديق في العالم في عقدي الثمانينات والتسعينات ليبلغ 21 صندوق، أما السنوات من 2000 إلى 2007 فقد تضاعفت بحوالي 13.5 بعد الفترة 1950 إلى 1969، وإلى حوالي الضعفين إذا ما قارناها بالفترة الممتدة من 1980 إلى 1999 وقد بلغ عدد صناديق الثروة السيادية خلال الفترة 2007-2013 بـ 68 صندوق وهذا على الرغم من حدوث الأزمة المالية العالمية، ويعود سبب هذا الارتفاع إلى الطفرة النفطية الثالثة حيث شهدت ارتفاعات كبيرة جدا لأسعار برميل النفط مما أدى إلى زيادة الإيرادات من النقد الأجنبي لدى الدول المصدرة للنفط وضرورة استثمارها للحفاظ على التوازن الاقتصادي لهذه الدول، وكذلك حدوث عجز في الميزانية العامة للدول الصناعية الكبرى مما سمح للدول الناشئة من أن تغطي هذا العجز بفوائض لصالحها وتحقيقها فوائض في النقد الأجنبي للميزان التجاري وقد بلغ عددها في شهر مارس 2015 حوالي 78 صندوق بحجم أصول يقدر بـ 7106.73 مليار دولار، ويفسر هذا النمو في عدد الصناديق وأحجامها إلى ارتفاع أسعار البترول ابتداء من تسعينات القرن العشرين بوتيرة غير مسبوقه وكذا تباطؤ النمو العالمي وانعكاساته على الحساب الجاري للولايات المتحدة الأمريكية وشركائها التجاريين الرئيسيين الآسيويين، وتزايد تخصيصات الاحتياطات وتحويلات الفوائض الميزانية لصالح هذه الصناديق.¹

المطلب الثاني: مفهوم صناديق الثروة السيادية

تتضح لنا ماهية صناديق الثروة السيادية من خلال تعريف هذا المصطلح والتعرف على خصائصه ومميزاته وكذا معرفة الأسباب التي أدت إلى إنشائها.

أولاً: تعريف صناديق الثروة السيادية

إن دراسة ظاهرة صناديق الثروة السيادية تتطلب وضع حدود لها عن طريق إعداد تعريف شامل ودقيق يسمح بالتفريق بينها وبين مختلف الآليات المتداولة في النظام المالي والاقتصادي العالمي، علماً أن صياغة هذا التعريف يتم بالاعتماد على تعاريف منظمات اقتصادية دولية وباحثين مهتمين بهذه الظاهرة ويمكن إبرازها في مايلي:

1. تعريف صندوق النقد الدولي: "هي عبارة عن صناديق أو ترتيبات استثمار عامة ذات غرض محدد مملوكة من الحكومة ومراقبة من قبلها، مهمتها الاحتفاظ بالأصول وإدارتها، تتولى توظيفها لتحقيق أهداف اقتصادية كلية متوسطة أو طويلة الأجل، وتلك الصناديق يتم بناءها من عمليات الصرف الأجنبي، أو عوائد

¹ جمال الدين سحنون، ساعد غنية، نفس المرجع السابق، ص12، 13.

عمليات الخوصصة، أو فوائض المالية العامة أو كل هذه الموارد مجتمعة ، مستخدمة في ذلك استراتيجيات استثمارية تتضمن الاستثمار في الأصول المالية الأجنبية، أو عوائد الصادرات السلعية".¹

حسب هذا التعريف فإن الأصول المستبعدة من صناديق الثروة السيادية تتضمن احتياطات النقد الأجنبي التي تحتفظ بها السلطات النقدية لأغراض تقليدية متعلقة بميزان المدفوعات والسياسة النقدية، أو أموال المؤسسات المملوكة للدولة بمفهومها التقليدي، أو صناديق تقاعد موظفي الحكومة أو الأصول التي تدار لصالح الأفراد.

2. تعريف منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية OCDE: "صناديق الثروة السيادية عبارة عن مجموعة من الأصول المالية المملوكة والمدارة بطريقة مباشرة أو غير مباشرة من طرف الحكومة لتحقيق أهداف وطنية والممولة إما باحتياطات الصرف الأجنبي أو صادرات الموارد الطبيعية أو الإيرادات العامة للدولة أو أية مداخيل أخرى".²

3. تعريف معهد صناديق الثروة السيادية: "الصندوق السيادي عبارة عن صندوق استثمار حكومي مكون من أصول مالية على غرار الأسهم والسندات وغيرها من الأدوات المالية علما أن موارد الصندوق تتشكل من فائض ميزان المدفوعات أو الموازنة العامة أو نواتج عمليات الخوصصة أو إيرادات الصادرات السلعية" ووفقا لهذا التعريف فإن صندوق الثروة السيادية لا يتضمن صناديق التقاعد الحكومية والشركات الاقتصادية المملوكة للدولة بالإضافة إلى احتياطات الصرف المدارة من قبل السلطات النقدية والمستعملة لتحقيق أهداف السياسة النقدية".³

4. تعريف وزارة الخزانة الأمريكية: "صناديق الثروة السيادية هي صناديق حكومية تمول من احتياطات العملات الأجنبية، وتهدف إلى الربح من خلال الاستحواذ على حصص في أسهم الشركات الأجنبية".⁴

يتبين لنا من التعاريف السابقة أنه لا يوجد اتفاق عالمي على ما يمكن أن يعتبر صندوقا سياديا مما يؤدي إلى اختلاف تقديرات أصول تلك الصناديق مجتمعة آنيا أو مستقبلا مع العلم أن معظمها يركز على اعتبار صندوق الثروة السيادي صندوق استثمار حكومي يستثمر أصوله في الأسواق الخارجية وهو تعريف

¹ International monetary fund, **Sovereign wealth funds: A work agenda**, working paper, Washington.

² A. Blundell Wignall, Yu-Wei Hu Juan Yermo, **Sovereign Wealth and Pension Fund Issues**. OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions Wo:14. "2008". OECD Publishing France,P:04.

³ Sovereign Wealth Fund Institute , **what is a Sovereign Wealth Fund** ,10/03/2016,On time 11:46: www.SWF Institute Orgeresearch.php..

⁴ بن إسماعيل حياة، صناديق الثروة السيادية من ...إلى...أين؟، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 29، جامعة محمد خيضر، بسكرة،

يفتقر للدقة باعتبار أن بعض الصناديق تنشأ لأهداف ادخارية وغير استثمارية كما أن مجال نشاطها قد يكون داخلي وغير خارجي، ومن هذا المنطلق فإن التعريف الشامل والمناسب لوصف ظاهرة صناديق الثروة السيادية يكون على النحو الآتي: "صناديق الثروة السيادية عبارة عن مجموعة من الأصول المالية المملوكة من طرف الحكومة والمدارة بطريقة مباشرة أو غير مباشرة تتشابه سواء لأغراض استثمارية وادخارية أو استقرار من ضبط الموارد، ويتم تمويلها عن طريق الفوائض المالية المحققة في ميزان المدفوعات ونتائج الخصخصة أو الموازنة العامة للدولة كما أن مجال نشاطها قد يكون داخلي أو خارجي".

ثانيا: خصائص صناديق الثروة السيادية

تتفرد صناديق الثروة السيادية عن باقي المفاهيم الأخرى بمجموعة من الخصائص والمتمثلة في:¹

- أفق استثماري طويل الأمد؛
- التعامل بقدر أكبر مع العملات الأجنبية؛²
- عدم وجود ديون وقدرة أكبر على تحمل المخاطر؛
- السيادة حيث أنها تكون مستحوذة ومراقبة من قبل الدولة؛
- تعتمد سياستها الاستثمارية على أهداف محددة مثل ادخار الفوائض النقدية، تنويع الناتج المحلي الإجمالي وتحقيق الاستقرار الاقتصادي.³

ثالثا: الفرق بين صناديق الثروة السيادية والهيئات المالية الأخرى

تتميز صناديق الثروة السيادية عن غيرها من الهيئات المالية الأخرى بمجموعة من الخصائص التي يمكن ذكرها في مايلي:⁴

¹ سعدية قصاب وآخرون، صناديق الثروة السيادية العربية المخاوف والتحديات، مداخلة ضمن المؤتمر الدولي حول موقع صناديق الثروة السيادية ضمن النظام المالي العالمي ودورها في تحقيق الاستقرار، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجبلية بونعامة، خميس مليانة، يومي 29-30 أفريل، الجزائر، 2015، ص 5.

² مروة أحمد وآخرون، الأزمة المالية العالمية الآفاق المستقبلية، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2011، ص 138.

³ كواش خالد، بن قجة زهرة، الإستراتيجية الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية لدول مجلس التعاون الخليجي في ظل أزمة الرهن العقاري، مداخلة ضمن المؤتمر الدولي حول موقع صناديق الثروة السيادية ضمن النظام المالي العالمي ودورها في تحقيق الاستقرار، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجبلية بونعامة، خميس مليانة، يومي 29-30 أفريل، الجزائر، 2015، ص 4.

⁴ بوفليح نبيل، دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية-الواقع والآفاق مع الإشارة إلى الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2011، ص 147.

- تتميز الصناديق السيادية عن البنوك المركزية من حيث أهدافها، فهي تسعى إلى الاستثمار وليس إلى إدارة السياسة النقدية وسياسة الصرف، ويغلب على محفظة أصولها الاستثمار في الأسهم، في حين أن البنوك المركزية ولكونها ملزمة بالاحتفاظ بمستوى معين من السيولة لمواجهة التغيرات في أسعار الصرف فإنها تستثمر أساسا في السندات وهذا بالرغم من أن بعض الدول مثل الصين والنرويج توكل مهمة إدارة صناديق السيادية إلى أقسام في البنوك المركزية لصالح وزارة المالية؛
- تتميز عن صناديق المعاشات الحكومية لكون موارد هذه الأخيرة تأتي أساسا من الاشتراكات من جهة وهي تهدف إلى تمويل معاشات الأجيال القادمة من جهة أخرى؛
- تتميز عن المؤسسات من حيث أن هذه المؤسسات تأخذ شكل شركات تجارية وتخضع بموجب ذلك للقانون التجاري والأمر ليس كذلك بالنسبة للصناديق السيادية التي هي عبارة عن صناديق استثمار بالإضافة إلى أن وظيفة الشركات الأساسية هي إنتاج السلع والخدمات في حين أن الوظيفة الأساسية لصناديق الثروة السيادية هي استثمار الأصول المالية، وعموما يمكن توضيح الفرق بين صناديق الثروة السيادية وبعض المؤسسات الحكومية من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (03): الفرق بين صناديق الثروة السيادية وبعض المؤسسات الحكومية

المؤشرات	صندوق الثروة السيادية	الشركات الاقتصادية العمومية	صناديق التقاعد العمومية
الملكية	للحكومة	مبدئيا للحكومة	للمتقاعدين المشتركين في الصندوق
الهدف الرئيسي	متنوع	متنوع	العمل على تحقيق الأرباح
الموارد	صادرات السلع والمواد الأولية	حكومية/أرباح الشركات	مساهمة المتقاعدين
الرقابة الحكومية	قوية	مهمة	ضعيفة
درجة الإفصاح	متفاوتة	متفاوتة	مرتفعة"وود شفافية"
درجة تنوع الاستثمارات	مرتفعة	مستقرة	مستقرة

Source :Sovereign Investment Vehicle Characteristics, Sovereign Wealth fund Institute, 10/05/2016, On time 11:44: www.SWF Institute Orgresearch.php.

المطلب الثالث: أهمية وأهداف صناديق الثروة السيادية وأسباب إنشائها

أولاً: أهمية صناديق الثروة السيادية

بلغت صناديق الثروة السيادية أوجها وأهميتها بعد عزوف مصارف كبرى عديدة عن الإقراض ورفع معدلات الفائدة، مما جعل تلك الصناديق تزداد وتتجه نحو الاستثمار في العقارات والطاقة والمؤسسات الصناعية الكبرى وفي المصارف، بعد أن كانت فقط تركز استثمارها في مجالات أسواق المال والسندات ويمكن إبراز أهمية هذه الصناديق في النقاط التالية:¹

- دعم السياسة النقدية والمالية وإدارة السيولة والعمل على تحقيق الاستقرار في الأسواق المالية الدولية؛
- نقل المعرفة من خلال الاستثمارات، تعزيز الشركات الحكومية، التخفيف من حدة الأزمات الاقتصادية وتعزيز التعاون الإقليمي والدولي، تنفيذ الإصلاح الهيكلي وكسب الثقة وضمان عمليات كفاءة إدارة المخاطر المالية والتشغيلية، الحوكمة والإفصاح والشفافية بالنسبة للاقتصاد الحلي والاستثمار طويل الأجل الذي يمنع التقلبات في الأسواق المالية الدولية وزيادة التكامل الاقتصادي العالمي.

ثانياً: أهداف صناديق الثروة السيادية

لصناديق الثروة السيادية عدة أهداف تختلف من صندوق لآخر، لكن جميعها لديها هدف مشترك متمثل في نقل الثروة إلى المستقبل، وغالبا ما تجتمع هذه الأهداف في:²

- دخل لتحقيق الاستقرار؛

- تراكم المدخرات لصالح الأجيال المقبلة؛

- تمويل المعاشات التقاعدية؛

- العائد الأمثل؛

- التنوع الاقتصادي مع بعضها البعض في صندوق واحد، أو تتغير بمرور الوقت، حيث هناك صناديق أنشئت في الأصل لتحقيق الاستقرار لكن مع مرور الوقت توسعت أهدافه إلى صندوق ادخار أو صندوق تقاعد، وتتمثل هذه الأهداف في:

¹ صفاء عبد الجبار الموسوي، واثق علي الدين محيي المنصوري، اقتصاديات صناديق الثروة السيادية، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، 2014، ص 4، 5.

² Caroline Bertin Delacour, Les fonds souverains Ces nouveaux de l'économie mondiale, Les Echos Editions, Paris, 2009, p33-38.

• **تحقيق الاستقرار في الدخل:** صندوق الاستقرار (صندوق لتحقيق الاستقرار) هي صناديق منشئة أساسا للتصدي ضد تقلبات أسعار السلع الأساسية وبالتالي على استقرار إيراداتها من صادرات هذه السلع، وفي الواقع فإن سوق السلع الأساسية ولاسيما النفط يتسم بتقلبات حادة في أسعاره، والدول التي تعتمد اقتصادياتها على صادرات هذه المنتجات تتحمل وطأة هذه التغيرات، ومما يجعل ميزانيات هذه الدول غير متوازنة بين نفقات ثابتة على مدى عدة سنوات وبين دخول غير منتظمة (تتحكم فيها ظروف خارجية)، وعليه سيكون لصناديق الاستقرار دورها في حماية الاقتصاد و تمويل الدول المالكة لها ضد هذه التقلبات، وتكون مسؤولة عن توفير عائدات مستقرة ومتكررة لتفادي التقلبات في أسعار الموارد الطبيعية، وتتمو هذه الإيرادات عندما تكون الأسعار مرتفعة وتوظف هذه الإيرادات في استثمارات بمختلف أشكالها وينتج عنها عوائد من جراء هذه الاستثمارات، بحيث يكون لهذه الصناديق القدرة على استيعاب ما انخفض في سعر برميل النفط وتغطية الاحتياجات التمويلية للدولة في أوقات انخفاضها وعلى سبيل المثال الهيئة العامة للاستثمار الكويتية (KIA)، صندوق الاحتياطي الروسي، وصندوق ضبط الموارد الجزائري، وهيئة الاستثمار الليبية، وصندوق الدولة لتحقيق الاستقرار العام في سلطنة عمان، وصندوق النفط لتحقيق الاستقرار للدخل في المكسيك وصندوق الاستقرار الاجتماعي والاقتصادي في الشيلي (سلبيات تقلب أسعار النحاس).

إن تمويل صناديق الاستقرار في العادة ما يأتي من تلك العائدات التي تتجاوز السعر المرجعي ضمن الميزانية للمواد الخام، فالصندوق الكويتي يحصل على جزء محدد سلفا من عائدات النفط، وكذا صندوق الشيلي الممول من عائدات النحاس حيث يحدد أعلى سعر مرجعي له من قبل السلطات، وهدف تحقيق الاستقرار ينطبق أيضا على البلدان الآسيوية التي تعتمد إيراداتها على التجارة الخارجية فالاستقرار في العوائد يسمح لهم بحماية أنفسهم من الانخفاض في الصادرات أو التغير في سعر شروط التبادل، كما يسمح بعزل إيرادات الميزانية والضرائب عن الدورات الاقتصادية في البلد، ومن هذه الصناديق نجد صندوق شركة الاستثمار الحكومية لسنغافورة (GIC).

• **مدخرات الأجيال:** يتم إنشاء صناديق المدخرات (saving funds) للحفاظ على العائدات من الموارد الطبيعية غير المتجددة وبالتالي تكوين مدخرات لأجيال المستقبل، ففي واقع الأمر المواد الخام وكذا الموارد ذات الصلة بها (موارد تتميز بالنضوب) والتي تعتمد عليها بعض الدول في اقتصاديتها جعلت هذه الدول توجها في سبيل تحقيق العدالة والمناصفة بين الأجيال لتلبية احتياجات أجيال المستقبل وذلك عندما تستنفذ هذه الموارد الناضبة، تستخدم أيضا لتخصيص إيرادات الموارد مناصفة عبر الأجيال بتحويل أصول غير

قابلة للتجديد إلى أصول مالية دائمة، كما أن هذه الصناديق تساعد أيضا في مكافحة الآثار الناجمة عن الاستغلال المفرط للموارد الطبيعية، والمعروف باسم "المرض الهولندي" فصندوق الثروة السيادي يسمح بتفادي الإنفاق وحماية القطاعات الاقتصادية من ارتفاع في الأسعار وأسعار الصرف التي تترتب على الإنفاق.

• **تمويل المعاشات التقاعدية:** تهدف بعض صناديق الثروة السيادية لتمويل التزامات المعاشات التقاعدية أنشئت هذه الصناديق من أجل مواجهة العجز في المستقبل لدفع المعاشات التقاعدية لشيخوخة الأشخاص بحلول عام 2030، نتيجة لتزايد النمو الديموغرافي والقدرة على تغطية متطلبات التمويل في المستقبل، فعند تراكم الاحتياطات المالية وكذا البيئة الديموغرافية يمكن استغلال هذه الظروف واستثمار هذه الفوائض للاستفادة منها عندما تكون هناك احتياجات متزايدة نتيجة لتأثير الشيخوخة، كما يمكن أن يستخدم لضمان التوازن المالي لأنظمة تقاعد المعاشات من مدة الاشتراك، ومعدلات الاشتراكات ومعدلات الإحلال، وتوزيع أفضل للموارد بين الأجيال لضمان الاستدامة المالية، ومن بين هذه الصناديق نذكر منها على سبيل المثال صندوق الثروة الوطنية الروسي، وصندوق المستقبل الأسترالي، وصندوق التقاعد الجديد لنيوزيلندا، والصندوق الوطني للمعاشات الإيرلندي، وصندوق تقاعد الاحتياطات العامة لشيلي (مختلف عن صندوق الاستقرار المذكور سابقا)، وصندوق احتياطي المعاشات الفرنسي (FRR).

خلافا لصناديق المعاشات التقاعدية، صناديق الثروة السيادية ليس لديها التزامات معاشات لتقاعدية واضحة ولا تمول من مساهمات الموظفين أو الشركات، حيث تهدف قواعد تمويلها لتمكينها من تغطية احتياجات في المستقبل إلا في الظروف الاستثنائية ويمنع عمليات السحب إلا بإذن من السلطات العليا في الدولة.

• **العائد الأمثل:** تهدف بعض صناديق الثروة السيادية لتعظيم عائد احتياطات الصرف الأجنبية، كما هو الحال في الشركات الاستثمارية للاحتياط، ووفقا لتعريف صندوق النقد الدولي يتم إنشاؤها لزيادة الأداء من الاحتياطات الأجنبية، وهي تحتوي على جزء ضروري للسياسة النقدية وإدارة أسعار الصرف، حيث يتحكم البنك المركزي في الاحتياطات الرسمية وتتم إدارتها بعناية فائقة على المدى القصير لتحقيق الهدف المزدوج المتمثل في السلامة والسيولة، وينبغي أن تغطي عادة ما لا يقل عن ثلاثة أشهر من واردات أو مقدار الديون الخارجية القصيرة الأجل للبلاد، أما الجزء المتبقي من احتياطات النقد الأجنبي يمكن أن تدار بأكثر رشادة من الإطار الكلاسيكي المتمثل في الاحتياطات الرسمية، وتحقيقا لهذه الغاية يتم وضعها في صناديق الثروة

السيادية لاستثمارها في أصول ذات مخاطر عالية ومتنوعة، مثل شركة الاستثمار الصينية (CIC)، وصندوق شركة الاستثمار الحكومية (GIC) لسنغافورة و صندوق شركة الاستثمار الكورية (KIC).

• **تنوع الاقتصاد:** هناك صناديق ثروة سيادية أخرى تهدف لأن يكون لديها مشاركة إستراتيجية وقد عرفها صندوق النقد الدولي على أنها صناديق لتمويل المشاريع الاجتماعية والاقتصادية أو تعزيز السياسات الصناعية لتحفيز نمو الناتج المحتمل بالبلد، ويمكن أن تتخذ في شكل حيازات لأسهم عقارات مملوكة للدولة الأصلية التي تعزز سيطرتها وتعتبر من الحيازات ذراع قوي لها داخليا، ويمكن لهذه الصناديق تمويل البنية التحتية، والشركات الاستثمارية والاستثمار في القطاعات الإستراتيجية لتنمية بلدها، وعلى سبيل المثال ينطبق هذا الهدف على صندوق تماسك (Temasek) في سنغافورة وصندوق خزانة ماليزيا (KNB)، وصندوق الاستثمارات العامة في المملكة العربية السعودية، وشركة المبادلة للتنمية في أبو ظبي، ومؤسسة دبي للاستثمار (ICD)، وهيئة الاستثمار القطرية (QIA).

ثالثا: أسباب إنشاء صناديق الثروة السيادية

أصبحت الكثير من دول العالم وخاصة ذات الفوائض المالية الكبيرة تقوم بإنشاء هذا النوع من الصناديق للأسباب التالية:¹

- إنشاء سياسة تأمين ضد المخاطر مع تراكم احتياطات النقد الأجنبي لمحاربة الآثار المترتبة عن الأزمة الاقتصادية، فإن البلد الذي يملك صندوق ثروة سيادي يعتبر على أنه درع ضد أي محاولة لإعادة الهيكلة الخارجية للديون من الدائنين الدوليين؛
- الحاجة لبناء أصول أخرى تدر دخلا للأجيال تعوض نضوب الأصل الحالي واستغلال إيراداته من قبل الجيل الحالي وهو ما اصطلح عليه بالعدالة بين الأجيال "صناديق الادخار للأجيال المقبلة"؛
- تكوين أداة مالية تساعد على تحقيق الاستقرار الاقتصادي وحماية القطاعات الاقتصادية الرئيسية من تداعيات التأثير بالأزمات الاقتصادية "صناديق الاستقرار" فهي الدرع الواقي بوجه الصدمات والأزمات المالية؛
- مخافة من تعرض البلد الذي يملك احتياطات كبيرة من العملة الأجنبية من التعرض لمخاطر تقلبات أسعار الصرف وأسعار الفائدة يفرض عليه هذا تنوع مجالات توظيف هذه الاحتياطات عبر إنشاء صناديق ثروة سيادية تقوم باستثمار جزء من هذه الإحتياطيات في أصول مالية متنوعة.

¹ بزارية محمد، صناديق الثروة السيادية و دورها في تنوع الاستثمار خارج الاقتصاديات الوطنية، مداخلة ضمن المؤتمر الدولي الثالث حول موقع صناديق الثروة السيادية ضمن النظام المالي العالمي ودورها في تحقيق الاستقرار، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير بجامعة الجليلي بونعامة، خميس مليانة، يومي 29-30 أبريل، الجزائر، 2015، ص 5.

المطلب الرابع: تصنيفات صناديق الثروة السيادية

يمكن تصنيف صناديق الثروة السيادية إلى عدة أنواع وفقا لمعايير مختلفة يمكن ذكرها فيما يلي:

أولاً: حسب مصدر دخلها

وتقسم حسب هذا المعيار إلى:¹

1. الصناديق الممولة عن طريق عوائد المواد الأولية (صناديق السيادة النفطية): صناديق تكونها الدول المصدرة للمواد الأولية وأساسا النفطية، ذلك أنه تطرح أمام هذه الدول إشكالية وتيرة استغلال هذه المواد التي يتسم معظمها بقابلية النضوب، وما إذا كان من الواجب إبقاء جزء منها في مكانها كحق للأجيال اللاحقة ولقد وجدت هذه الدول في فكرة الصناديق حلا للمحافظة على نصيب الأجيال في هذه الثروات بحيث يتم إحلال الموارد الطبيعية بشكل آخر من الأصول.

2. الصناديق الممولة بفوائض المدفوعات الجارية: تتمثل مواردها أساسا في فائض الميزان التجاري واحتياطي الصرف، ذلك أن الحجم الإجمالي العالمي من احتياطات العملات الأجنبية للبنوك المركزية في تعاطم مستمر بحيث تجاوز 07 تريليون دولار في سنة 2008 ولقد تزايد حجمها في سنة 2007 لوحدها بـ 1 تريليون دولار، وقد استطاعت العديد من الدول غير النفطية تحقيق فوائض مالية هامة خاصة في أمريكا اللاتينية، بفضل تنافسيتها التصديرية على مستوى الأسواق العالمية بما يفيض عن احتياجات الاستثمار المحلي، مما دفعها إلى تحويل جزء من هذه الفوائض إلى صناديق ثروة سيادية، بعد أن وازنت بين الاحتفاظ بها كاحتياطيات نقدية أو استثمارها بما يحقق لها عوائد.

3. الصناديق الممولة بعوائد الخوصصة: دخلت الكثير من الدول في برامج واسعة لخوصصة القطاع العمومي أدت إل حصولها على عوائد مالية ضخمة، ففي فرنسا بلغت عوائد برنامج الخوصصة 24 مليار دولار وفي الجزائر بلغت عوائد الخوصصة خلال أربع سنوات إلى غاية 2008 حجم 16 مليار دولار.

4. الصناديق الممولة بفائض الميزانية: تلجأ بعض الحكومات مباشرة عندما تحقق فائضا في الميزانية العامة للدولة إلى تحويل هذا الفائض لاستثماره في الأصول المالية، قصد تحقيق عوائد من جهة ولتوجيه بعض المعطيات الاقتصادية من جهة أخرى وعند توالي هذه الفوائض وارتفاع حصيلتها يتم اللجوء إلى تكوين صناديق ثروة سيادية قصد استثمارها وتنميتها بشكل أفضل.

¹ عبد المجيد قدي، الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد السادس، جامعة الجزائر، الجزائر، 2009، ص 3، 4.

ثانيا: تبعا لهدفها الأساسي

ويمكن تقسيمها حسب هذا المعيار إلى:¹

1. **صناديق الاستقرار:** التي يتمثل هدفها الأساسي في حماية الميزانية والاقتصاد ككل من تذبذبات أسعار السلع (النفط في العادة).
2. **صناديق الادخار للأجيال القادمة:** التي تهدف إلى تحويل الأصول غير المتجددة إلى حافظة أصول أكثر تنوعا، وهناك عدة اعتبارات لإنشاء صناديق للأجيال القادمة منها اعتبارات النضوب الطبيعي للموارد والحاجة إلى بناء أصول أخرى تدر دخلا للأجيال تعوض نضوب الأصل الحالي واستغلال إيراداته من قبل الجيل الحالي.
3. **شركات استثمار الاحتياطات:** التي لا تزال أصولها تدرج في الغالب ضمن فئة الأصول الاحتياطية ويتم إنشاؤها لزيادة العائد على الاحتياطات.
4. **صناديق التنمية:** التي تساعد في العادة على تمويل المشاريع الاجتماعية والاقتصادية أو تشجيع السياسات المتبعة في قطاعات النشاط والتي يمكن أن تعزز نمو الناتج المحتمل في البلد المعني.
5. **صناديق احتياطات طوارئ التقاعد:** التي تغطي التزامات التقاعد الطارئة غير المحددة في الميزانية العمومية للحكومة، وينبغي في واقع الأمر توخي المرونة في استخدام هذا التصنيف نظرا إلى أهداف صناديق الثروة السيادية التي قد تكون متعددة أو متداخلة أو قد تتغير بمرور الوقت ومثال على ذلك أن بعض صناديق استقرار المالية العامة قد تطورت وأصبحت صناديق ذات أهداف ادخارية.²

ثالثا: وفقا لمجال عمل الصندوق

تتقسم صناديق الثروة السيادية وفقا لمجال عملها إلى صناديق محلية وصناديق دولية كالآتي:³

1. **صناديق ثروة سيادية محلية:** وهي الصناديق التي توظف الفوائض المالية في مختلف المجالات والفرص المتاحة للاستثمار في الداخل، وتعود هذه الاستثمارات بفوائد كبيرة على الاقتصاد الوطني من حيث

¹ إياد احمد، إدارة الصناديق السيادية وصناديق التحوط، رسالة ماجستير، تخصص إدارة أعمال، جامعة دمشق، سورية، 2009، ص 6.

² لسلوس مبارك، بن عبد العزيز فطيمة، قراءة في الصناديق السيادية مع الإسقاط على حالة الجزائر، مجلة الأبحاث الاقتصادية لجامعة سعد البلدة، العدد السادس، الجزائر، 2012، ص 12.

³ عبد المجيد قدي، الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة، مداخلة ضمن مؤتمر الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجنان، يومي 13-14 مارس، لبنان، 2009، ص 1.

تسريع وتيرة التنمية الاقتصادية وزيادة الناتج المحلي الإجمالي، إذ توجد هناك صناديق تنشط في الداخل مهمتها الحفاظ على الاستقرار المالي على غرار صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر وصندوق الاستقرار في روسيا.

2. صناديق ثروة سيادية دولية: وتستثمر بعض الدول صناديق ثروتها السيادية في الخارج كي لا يزاحم الاستثمار الحكومي الاستثمار الخاص.

رابعا: وفقا لوظيفة الصندوق

تنقسم صناديق الثروة السيادية وفقا لهذا المعيار إلى صناديق ادخار وصناديق استثمارية كالاتي:¹

1. صناديق ادخار: وهي تلك الصناديق التي تقوم بادخار أصولها لدى البنك المركزي أو في المنظمات والمؤسسات المالية الدولية، والهدف من هذه الصناديق هو ضمان حصة من الثروة للأجيال القادمة بحيث يكون بمقدورهم التمتع بمستويات معيشية لا تقل عما تتمتع به الأجيال الحالية وخاصة مع نفاذ المورد الطبيعي.

2. صناديق استثمارية: تقوم بتوظيف أصولها بطريقة مباشرة في الأسواق المالية العالمية في شكل قيم منقولة أو بطريقة غير مباشرة من خلال شراء عقارات.

خامسا: وفق لدرجة استقلالية الصندوق

يمكن تقسيمها حسب هذا المعيار إلى:²

1. صناديق ثروة سيادية غير مستقلة: هي صناديق مدارة بصفة مباشرة من قبل الحكومة ولا تتمتع باستقلالية القرار، تتميز معظم هذه الصناديق بعدم خضوعها للرقابة المستقلة والمساءلة والإفصاح.

2. صناديق ثروة سيادية مستقلة نسبيا: هي صناديق مدارة بطريقة غير مباشرة من قبل الحكومة حيث يتم إشراك جهات أخرى على غرار البنك المركزي والهيئات المستقلة في إدارتها، أهم ما يميزها أنها تتمتع بالاستقلالية النسبية في اتخاذ القرار، كما أنها تخضع للرقابة المستقلة والمساءلة والإفصاح.

¹ بوفليخ نبيل، مرجع سبق ذكره، ص 105.

² بوفليخ نبيل، نفس المرجع السابق، نفس الصفحة.

سادسا: تصنيف صناديق الثروة السيادية إلى صناديق المواد الأولية وصناديق خارج المواد الأولية وهي كالتالي:¹

1. **صناديق المواد الأولية:** وتسمى كذلك بصناديق الثروة السلعية، وهي تتكون بالدرجة الأولى من صادرات البترول والغاز والمواد المعدنية، وتهدف هذه الصناديق أساسا إلى الحفاظ على الاستقرار الاقتصادي وتفاذي تذبذبات أسعار السلع أو المواد الأولية المصدرة إلى الأسواق الخارجية بالإضافة إلى تحقيق العدالة بين الأجيال وتوزيع الدخل الوطني، وتستحوذ الدول المصدرة للبترول كدول الشرق الأوسط وبلدان شمال إفريقيا بالإضافة إلى النرويج وروسيا ونيجيريا وفنزويلا ثم إندونيسيا على معظم الصناديق السلعية.
2. **صناديق خارج المواد الأولية:** وتسمى كذلك بصناديق الثروة السيادية غير السلعية التي تسيّر فوائض الميزان التجاري الجاري للدولة أو فائض الموازنة لدى بعض الدول أو عائدات الخوصصة.

المبحث الثاني: تطور صناديق الثروة السيادية، مصادر تمويلها وتوزيعها الجغرافي

من خلال هذا المبحث سنتطرق إلى تطور عدد صناديق الثروة السيادية وترتيبها ومن ثم معرفة مصادر تمويلها بالإضافة إلى التعرف والإطلاع على توزيعها الجغرافي على مستوى أنحاء بلدان العالم.

المطلب الأول: أهم صناديق الثروة السيادية وتقدير حجم أصولها

أولا: أهم صناديق الثروة السيادية من حيث حجم الأصول لسنة 2013-2014

يمكننا الاستدلال بذلك من خلال الجدول الذي يوضح ترتيب عشرين صندوق ثروة سيادي من حيث حجم الأصول لسنة 2013-2014 كما يلي:

¹ عبد السلام بريزة، مرجع سبق ذكره، ص 116، 117.

الجدول رقم (04): ترتيب أهم 20 صندوق ثروة سيادي من حيث حجم الأصول لسنة 2013-2014
الوحدة: مليار دولار

الرقم	اسم الصندوق	البلد	مصدر التمويل	2013	2014	التغير %
01	صندوق التقاعد الحكومي	النرويج	النفط	818	893	9.2
02	جهاز أبو ظبي للاستثمار	الإمارات العربية	النفط	773	773	0
03	المؤسسة النقد العربي	المملكة العربية	النفط	675.9	757.2	12.03
04	شركة الصين للاستثمار	الصين	احتياطي	575.2	652.7	13.5
05	شركة سيف للاستثمار	الصين	احتياطي	567.9	567.9	0
06	الهيئة العامة للاستثمار	الكويت	النفط	410.0	548	33.65
07	محفظة الاستثمار لمؤسسة	بهنونغ كونغ	احتياطي	326.7	400.2	22.5
08	شركة حكومة سنغافورة	سنغافورة	احتياطي	285.0	320	10.94
09	جهاز قطر للاستثمار	قطر	النفط	170.0	256	50.59
10	لصندوق الضمان الاجتماعي	الصين	احتياطي	160.6	201.6	25.52
11	تيماسيك القابضة	سنغافورة	احتياطي	173.3	177	2.14
12	صندوق المستقبل الأسترالي	أستراليا	احتياطي	88.7	95	7.10
13	مجلس أبو ظبي للاستثمار	الإمارات العربية	النفط	70.0	90	28.57
14	الصندوق الاحتياطي الروسي	روسيا	النفط	86.4	88.9	2.89
15	صندوق كوريا للاستثمار	كوريا	احتياطي	65.0	84.7	30.31
16	الصندوق الوطني للرعاية	روسيا	النفط	88.0	79.9	- 9.20
17	هيئة استثمار الأوراق المالية	كازاخستان	النفط	77.5	77.5	0
18	صندوق ضبط الموارد	الجزائر	النفط	77.2	77.2	0
19	صندوق كازاخستان الوطني	كازاخستان	النفط	68.9	77	11.76
20	الشركة الدولية للاستثمارات	الإمارات العربية	النفط	65.3	68.4	4.75

المصدر: معهد صناديق الثروة السيادية، مقال شوهده يوم 2016/03/10 على الساعة 18:10 على الرابط:

<http://www.swfinstitute.org>

يلاحظ من الجدول رقم 04 أن هناك نمو هائل لموارد صناديق الثروة السيادية، حيث أن أموالها تنمو بشكل أسرع من الأنواع الأخرى من الاستثمارات، يمكن أن تصل بسرعة إلى حجم صناديق التقاعد أو شركات التأمين، حيث ومن الجدول نلاحظ أنه وفي ظرف سنة ارتفعت موجودات الصناديق العشر الأولى بـ 607 مليار دولار ويلاحظ أن الدول المصدرة للبترول والغاز ومنها النرويج، السعودية، الإمارات، الكويت

وقطر تسيطر على نحو 60% من إجمالي أصول الصناديق العشر، كما أنها تسيطر على نحو 68% من العدد الكلي للصناديق أما الدول الآسيوية المصدرة للموارد الغير نفطية مثل الصين فهي تستحوذ على ما يقارب 34% من إجمالي أصول الصناديق العشر الأولى، ويرجع هذا التطور في موجودات صناديق الثروة السيادية وكذا أعدادها إلى عدة عوامل أهمها:¹

- النمو السريع لإيرادات النفط الناتج عن الارتفاع الكبير لأسعار النفط والغاز بداية من منتصف سنة 2008؛

- النمو السريع للاقتصاديات المتحولة من اقتصاديات اشتراكية إلى اقتصاديات السوق وبشكل خاص روسيا والصين وكذلك النمو الاقتصادي الكبير الذي شهدته بعض الاقتصاديات الأوروبية بعد فترة الركود التي هيمنت عليه منذ عام 2001؛

- شيوع العولمة المالية واستمرار الإختلالات في النظام المالي العالمي مما أسفر عن تراكم سريع في الأصول الأجنبية لدى بعض البلدان.

ثانياً: أهم صناديق الثروة السيادية وتقدير حجم أصولها لسنة 2014-2015

صنفت مؤسسة (SWF Institute) المتخصصة في دراسة استثمار صناديق الثروة السيادية للحكومات في آخر تقرير لها والصادر في 2015 (الثلاثي الأول فقط) صندوق النرويج كأكبر صندوق ثروة سيادي وقدرت موجوداته بـ 863 مليار دولار، وجهاز أبو ظبي للاستثمار في المرتبة الثانية بـ 773 مليار دولار، ثم صندوق الأصول الأجنبية لمؤسسة النقد العربي السعودي بـ 757.2 مليار دولار، وحلت الهيئة العامة للاستثمار الكويتية سادسا بـ 584 مليار دولار وجهاز قطر للاستثمار في المرتبة التاسعة بموجودات قدرها 256 مليار دولار وحسب تقرير المؤسسة فإن أكبر عشر صناديق سيادية في العالم لم تسجل أي تغيير في قيمة موجوداتها خلال عام 2015 مقارنة بسنة 2014 باستثناء صندوق التقاعد النرويجي الذي انخفضت موجوداته بـ 30 مليار دولار، والصندوق الوطني للضمان الاجتماعي الصيني الذي ارتفعت موجوداته بحوالي 38 مليار دولار، ويشير الجدول أدناه إلى أكبر وأهم عشرين صندوق ثروة سيادي من حيث حجم الأصول لسنة 2014-2015:

¹ بزارية محمد، مرجع سبق ذكره، ص 4، 5.

الجدول رقم (05): ترتيب أهم 20 صندوق ثروة سيادي من حيث حجم الأصول لسنة 2014-2015

الوحدة: مليار دولار

اسم الصندوق	البلد	مصدر التمويل	2014	2015	التغير %
01 صندوق التقاعد الحكومي	النرويج	النفط	893	863	-3.36
02 جهاز أبو ظبي للاستثمار	الإمارات العربية	النفط	773	773	0
03 المؤسسة النقد العربي السعودي	المملكة العربية	النفط	757.2	757.2	0
04 شركة الصين للاستثمار	الصين	احتياطي الصرف	652.7	652.7	0
05 شركة سيف للاستثمار	الصين	احتياطي الصرف	567.9	567.9	0
06 الهيئة العامة للاستثمار	الكويت	النفط	548	548	0
07 محافظة الاستثمار لمؤسسة النقد	الصين	احتياطي الصرف	400.2	400.2	0
08 شركة حكومة سنغافورة للاستثمار	سنغافورة	احتياطي الصرف	320	320	0
09 جهاز قطر للاستثمار	قطر	النفط	256	256	0
10 الصندوق الوطني الضمان	الصين	احتياطي الصرف	201.6	240	19
11 تيماسيك القابضة	سنغافورة	احتياطي الصرف	177	177	0
12 صندوق المستقبل الأسترالي	أستراليا	احتياطي الصرف	95	95	0
13 مجلس أبو ظبي للاستثمار	الإمارات العربية	النفط	90	90	0
14 الصندوق الاحتياطي الروسي	روسيا	النفط	88.9	88.9	0
15 صندوق كوريا للاستثمار	كوريا	احتياطي الصرف	84.7	84.7	0
16 الصندوق الوطني للرعاية	روسيا	النفط	79.9	79.9	0
17 هيئة استثمار الأوراق المالية	كازاخستان	النفط	77.5	77.5	0
18 صندوق ضبط الموارد	الجزائر	النفط	77.2	77.2	0
19 صندوق كازاخستان الوطني	كازاخستان	النفط	77	77	0
20 الشركة الدولية للاستثمارات	الإمارات العربية	النفط	68.4	70	203

Source: //WWW.SWF Institute.org/fund-rankings, consulte le 31 Mars 2015.

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن عدد صناديق الثروة السيادية في تزايد مستمر وكذا حجم أصولها حيث يبلغ عددها 78 صندوق حسب آخر إحصائيات معهد صناديق الثروة السيادية لشهر مارس 2015 بحجم أصول يقدر بـ 7106,73 مليار دولار، حيث كان من المقدر لها أن يبلغ حجم هذه الصناديق حوالي 12 ترليون دولار بحلول عام 2015 وهذا استنادا إلى تقدير الاستشاري "مورغان ستانلي" عام 2007 وقد استندت أساسا هذه تقديرات إلى افتراضات غير واقعية بالنسبة إلى ارتفاع أسعار النفط بمعدل 10% سنويا والقدرة الاستيعابية لاقتصاديات الدول ذات صناديق الثروة السيادية ومعدل العائد على الاستثمارات (5.5% سنويا) وافتراضات أخرى، أما وحدة الأبحاث في "Bank Deutsche" فتوقعت نمو صناديق الثروة السيادية بنسبة 15% سنويا، بحيث تصبح قيمة موجودات هذه الصناعة 10 ترليون دولار بحلول عام 2015، إلا أن هذه الصناديق شهدت انخفاضا في حجم أصولها وخاصة صناديق الثروة السيادية القائمة على السلع الأساسية التي عرفت هبوطا حادا في تدفقات إيراداتها من جراء انخفاض أسعار النفط وغيره من السلع الأساسية وتأثيرات الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 حيث أدت هذه الأزمة إلى فقدان حوالي 25% من أصول صناديق الثروة السيادية أي ما بين 750 مليار إلى 1000 مليار دولار.¹

المطلب الثاني: مصادر أموال صناديق الثروة السيادية

تأتي موارد صناديق الثروة السيادية من الفوائض المالية التي تتحقق في الدول المنشأة لهذه الصناديق، لكن مصدر هذه الفوائض يختلف من بلد لآخر، ومن أهم هذه المصادر:

أولا: الأموال المتأتية من عوائد المواد الأولية

هناك صناديق تكونت مواردها من تصدير المواد الأولية خاصة المحروقات، نتيجة الارتفاع الكبير الذي عرفته أسعار هذه الموارد، حيث أدى ذلك إلى زيادة المداخيل الناتجة عن تصدير المحروقات، وهذه الأخيرة فاقت حاجة هذه الدول لتمويل متطلبات التنمية فيها فتم إنشاء صناديق لهذه المداخيل التي ليست بحاجة إليها في الوقت الراهن واستثمارها في قطاعات مختلفة للحفاظ عليها وزيادتها،² وتعود 58% من مصادر تمويل صناديق الثروة السيادية عبر العالم إلى الموارد النفطية والغازية وتعود النسبة الأخرى إلى السلع الأساسية الأخرى، وكذلك فوائض المدفوعات الأخرى وفوائض المدفوعات الجارية والميزانية وعوائد

¹ جمال الدين سحنون، ساعد غنية، مرجع سبق ذكره، ص 5.

² كمال العقريب، تقييم واقع ودور صناديق الثروة السيادية في تحقيق الاستقرار في الاقتصاد العالمي، مجلة الاقتصاد الجديد، العدد العاشر، المجلد 14، جامعة خميس مليانة، الجزائر، 2014، ص 118.

الخصخصة، وقد اتخذت الدول النفطية سياسات مختلفة لتحديد آثار التذبذب واللايقين بالنسبة إلى الإيرادات النفطية منها تبني أسعار متحفظة للنفط في تقديرات إيرادات الميزانية المالية للدولة وإنشاء صناديق لاستقرار العائدات النفطية.¹

ثانياً: الأموال المتأتية من عوائد الخصخصة

كما أن هناك صناديق ثروة سيادية تكونت مواردها من بيع العديد من المؤسسات العمومية لصالح الخواص في إطار برامج الخصخصة التي اعتمدها العديد من الدول، وتتباين استعمالات الدول لهذه العوائد فمنها من يوجهها مباشرة لتمويل الميزانية العمومية، وفي بعض الأحيان لتمويل برامج إعادة هيكلة الاقتصاد وسداد الديون، ونظراً لضخامة هذه المبالغ وتأثيراتها من خلال التوسع في الإنفاق الحكومي بحيث يكون أكبر من الطاقة الاستيعابية للاقتصاد الوطني مما يؤدي إلى حالة من التضخم غير المقدر على التحكم فيها يتم تحويل كل أو جزء من هذه العوائد إلى صناديق ثروة سيادية.²

وهناك أيضاً صناديق تكونت مواردها من زيادة فوائض الميزانية العامة، حيث أن بعض الدول تلجأ عند تحقيق فائض في الميزانية العامة إلى تحويل هذا الفائض لاستثماره في أصول مالية قصد تحقيق عوائد من جهة ولتوجيه المعطيات الاقتصادية من جهة ثانية، ولما يلاحظ توالى تحقيق هذه الفوائض وارتفاع مستواها يتم اللجوء إلى تكوين صناديق ثروة سيادية قصد استثمارها وتمييتها بشكل أفضل.

المطلب الثالث: التوزيع الجغرافي لصناديق الثروة السيادية

توجد صناديق الثروة السيادية في مختلف مناطق العالم، إلا أن توزيعها يتباين من منطقة لأخرى وهو ما يوضحه الجدول التالي:

¹ Rolando Ossowkietai, **I Managing the Oil Revenue**, The Rol Of fiscal Institution Occasional, (Washington DC International Monetary fund), 2008, p:260.

² IMF, **An approved by Mark Aien and JAIME Caruana**, SWFs- A Work Agenda. Prepared by Monetary and Capital Markets and Policy Development and Review Department, February 29, 2008.

الجدول رقم (06): توزيع صناديق الثروة السيادية حسب المناطق الجغرافية

النسبة %	حجم الأصول مليار دولار	عدد الصناديق	المنطقة الجغرافية
0,21	15,53	09	جنوب إفريقيا والصحراء الكبرى
0,72	51,4	10	أمريكا اللاتينية
2,20	156,6	10	أمريكا الشمالية
15,53	1103,7	07	أوروبا
40,78	2898,5	19	الشرق الأوسط وشمال إفريقيا
37,81	2687,2	18	آسيا والمحيط الهادئ
2,72	193,8	05	آسيا الوسطى
100	7106,73	78	المجموع

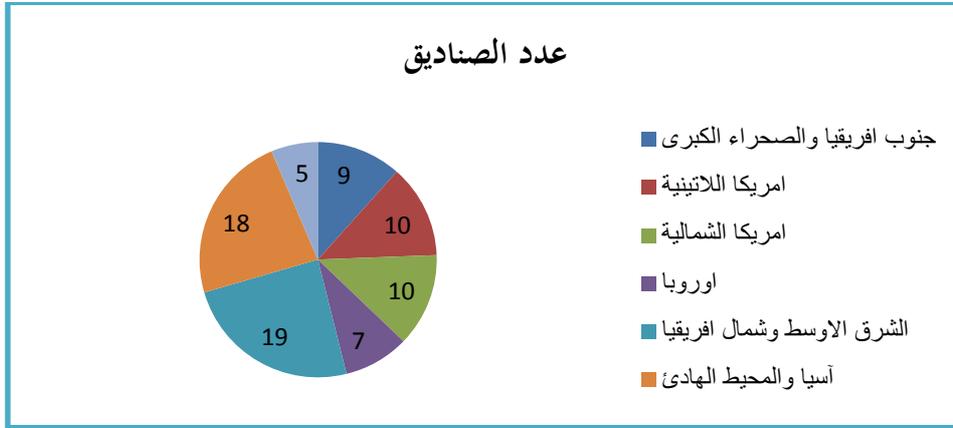
Source: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/> consulte le :31 MARS 2015.

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن صناديق الثروة السيادية تتركز في ثلاثة مناطق جغرافية هي:¹

- منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا: تمتلك 19 صندوق بحجم أصول يقدر بـ 2898,5 مليار دولار بنسبة 40,78% من إجمالي أصول صناديق الثروة السيادية؛
- منطقة آسيا: التي تضم كل من دول جنوب شرق آسيا وآسيا الوسطى والمحيط الهادئ التي تتوفر مجتمعة على 23 صندوق بحجم أصول يساوي 2881 مليار دولار وبنسبة 39,53% من إجمالي الأصول؛
- منطقة أوروبا: تمتلك 07 صناديق بقيمة 1103,7 مليار دولار وبنسبة 15,53% من إجمالي أصول صناديق الثروة السيادية.

¹ جمال الدين سحنون، ساعد غنية، مرجع سبق ذكره، ص 12، 13.

الشكل رقم (01): توزيع صناديق الثروة السيادية حسب المناطق الجغرافية



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الجدول رقم (06).

ونلاحظ أيضا من خلال الإطلاع على التصنيف الصادر عن هيئة صناديق الثروة السيادية أن هناك بعض الدول تحتوي على أكثر من صندوق ثروة سيادي واحد، ويمكن توضيحها في الجدول الآتي:

الجدول رقم (07): الدول متعددة الصناديق

الدولة	عدد الصناديق	حجم أصول مليار دولار
الشيلي	2	22,2
المكسيك	2	6
الوم أ	9	139,1
الصين	5	1888,5
كازاخستان	3	156,5
سنغافورة	2	497
عمان	2	19
السعودية	2	762,5
الإمارات	7	1078,5
روسيا	3	181,8
المجموع الجزئي	37	4751,1
باقي دول العالم	41	2355,63
المجموع	78	7106,73

Source :<http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/> consulté le :31 MARS 2015.

يوجد 10 دول تملك أكثر من صندوق ثروة سيادي واحد ويقدر حجم صناديق هذه الدول بـ 4751,1 مليار دولار أمريكي ممثلة في 37 صندوق ثروة سيادي بما يمثل نسبة 66,85% من إجمالي

أصول صناديق الثروة السيادية، حيث أن تعدد هذه الأخيرة وتنوعها للدولة الواحدة أصبح عليه إقبال كبير من قبل بعض الدول الحريصة على عدم وضع البيض في سلة واحدة ويعتبر هذا أسلوب تحوطي لأنه يقلل المخاطر ويعطي فرصاً أكبر لتعظيم الفوائد على الثروات المستثمرة كما أنه يعد محركاً استراتيجياً نحو التأثير القوي عالمياً على التكتلات المالية العالمية، ونلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن أصول صناديق الصين لوحدها والمقدرة بـ 5 صناديق ثروة سيادية تعادل 26,57% من إجمالي أصول صناديق الثروة السيادية في العالم وكذلك هي تفوق لوحدها إجمالي أصول صناديق الثروة السيادية لمنطقة أوروبا، أمريكا الشمالية والجنوبية ومنطقة جنوب إفريقيا والصحراء الكبرى وكذلك تعادل صناديق الثروة السيادية التابعة للصين أكثر من نصف أصول صناديق الثروة السيادية لمنطقة آسيا والمحيط الهادئ بنسبة تقدر بـ 70,28% ، ومن خلال الجدول أعلاه نلاحظ أيضاً أن حجم أصول صناديق الثروة السيادية المملوكة للإمارات يقدر بـ 1078,5 مليار دولار متمثلة في 07 صناديق وتمثل 15,17% من إجمالي أصول صناديق الثروة السيادية.¹

المبحث الثالث: مكانة صناديق الثروة السيادية في النظام المالي العالمي

اكتسبت صناديق الثروة السيادية أهمية متنامية، وذلك من خلال مساهمتها الكبيرة في تحقيق الاستقرار على مستوى النظام المالي العالمي والاقتصاد المحلي.

المطلب الأول: وزن صناديق الثروة السيادية في النظام المالي العالمي

تتوفر صناديق الثروة السيادية على أكثر من 03 تريليون دولار في منتصف 2008 مقابل 500 مليار دولار في بداية سنوات التسعينات من القرن العشرين ويقدر لها حسب بعض السيناريوهات النمو بمعدلات سنوية تتراوح ما بين 10% و 20% وهذا ما يسمح لها بأن تتراوح أصولها في آفاق 2012 ما بين 5 إلى 10 تريليون دولار حتى وإن كانت متغيرات الأزمة المالية العالمية تبقى السيناريو الأقل الأقرب إلى الواقع نتيجة تراجع أسعار المواد الأولية وعلى رأسها البترول:²

- سدس الأصول المدارة من قبل شركات التأمين التي تدير أكثر من 16 تريليون دولار؛
- سبع الأصول المدارة من قبل صناديق المعاشات والتي تصل إلى أكثر من 15 تريليون دولار؛
- نصف من احتياطات الصرف العالمية التي تصل إلى 7 تريليون دولار.

¹ جمال الدين سحنون، ساعد غنية، نفس المرجع السابق، ص 14.

² عبد المجيد قدي، الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، مرجع سبق ذكره، ص 6، 7.

وهذا ما يجعل صناديق الثروة السيادية في المرتبة الرابعة من حيث الأهمية رغم كونها تحوز على ضعف الأصول المدارة من قبل صناديق المضاربة وأكثر من عشرة أضعاف الأموال القابلة للإقراض من قبل صندوق النقد الدولي والتي تصل إلى 250 مليار دولار.¹

فعلى الرغم من أن الحجم الإجمالي لصناديق الثروة السيادية بلغ بنهاية سنة 2010 ما يقارب 4000 مليار دولار، لكن ذلك لا يقارن مع 50 ألف مليار دولار التي تستثمر من قبل المستثمرين بالبورصة أو مبلغ 80 ألف مليار دولار الذي يمثل مجموع أصول الصناديق الاستثمارية مجتمعة وذلك بنهاية سنة 2009 حيث يشكل حجم صناديق الثروة السيادية حوالي 5% من هذا المجموع، وقد تضاعف حجم أصول صناديق الثروة السيادية خلال الفترة 2007-2010، وقد استمر نمو أصولها على الرغم من انعكاسات الأزمة المالية العالمية، كما عرفت العديد من صناديق الثروة السيادية خلال الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 عمليات سحب من أرصدها بغرض الحد من العجز المسجل في الموازنة العامة أو تمويل النفقات العامة، إلا أنها ارتفعت بنسبة 21% مقارنة بسنة 2009 لتواصل هذه الصناديق تعزيز مكانتها ضمن مصادر التمويل الأساسية في الاقتصاد العالمي، فرغم هذا الحجم المعتبر لها فإنها تبقى متواضعة مع بعض الهيئات المالية.²

المطلب الثاني: دور صناديق الثروة السيادية في الاقتصاد العالمي والمحلي

أولاً: مساهمة صناديق الثروة السيادية في النظام المالي العالمي

إن زيادة أصول وعدد صناديق الثروة السيادية، جعلها متعامل مهم في الاقتصاد العالمي، حيث تساهم في النظام المالي العالمي من خلال ما يلي:³

- تعتبر صناديق الثروة السيادية ودورها العالمي مؤشراً إيجابياً في عالم أسواق رأس المال، وقد برزت أهميتها بعد عزوف البنوك الكبرى عن الإقراض أو رفع معدلات الفائدة مما جعل هذه الصناديق تزداد وتتجه نحو الاستثمار في العقارات والطاقة والمؤسسات الصناعية الكبرى وكذلك في البنوك بعد أن كانت فقط تركز استثمارها في مجال أسواق رأس المال والسندات، وبدأت في توفير مدخرات للأجيال القادمة وتمييزها لتقلل

¹ صفاء عبد الجبار الموسوي، مرجع سبق ذكره، ص 32، 33.

² عبد السلام بريزة، مرجع سبق ذكره، ص 127، 128.

³ دائرة البحوث في اتحاد المصارف العربية، مجلة اتحاد المصارف العربية، العدد 333، بيروت، 2008، ص 137.

من آثار الأزمات المالية وهي تساهم كذلك في زيادة التكامل الاقتصادي العالمي وزيادة المشاركة وربط المصالح؛¹

- المحافظة على الوظائف التي توفرها الشركات بدعمها لرؤوس أموال الشركات المتعثرة؛
- التأثيرات الاقتصادية لصناديق الثروات السيادية في الاقتصاد العالمي وقت حدوث الأزمات الاقتصادية العالمية (أوقات الركود الاقتصادي أو محاولات التخفيف منها)؛
- دعم ميزان المدفوعات حيث تقوم صناديق الثروة السيادية بتدوير رأس المال وذلك عند حدوث خلل في ميزان المدفوعات العالمي؛
- إنعاش الطلب الكلي وتوفير السيولة النقدية للبنوك العالمية وزيادة التشغيل من خلال الاستثمار وزيادة الإنتاج وخفض البطالة ودعم الجهاز المصرفي لتعزيز ثقة الأسواق (العملاء والمستثمرين) من خلال الحقن برؤوس الأموال والدعم المالي.

ثانياً: دور صناديق الثروة السيادية في الاقتصاد المحلي

- تفترض السياسة الاقتصادية الرشيدة استثمار الأموال العامة بصورة منتجة بدلاً من إنفاقها أو وضعها في حسابات مصرفية لا تدر دخولا حقيقية بسبب هبوط أسعار الفائدة وارتفاع معدلات التضخم، ويمكن إبراز جانب من دور صناديق الثروة السيادية في الاقتصاد المحلي من خلال النقاط التالية:²
- المساهمة في تحقيق مزيد من الاستقرار الاقتصادي، في الدول المنتمية إليها بتتبع الاقتصاد وذلك بالتوسع في الأنشطة غير النفطية خاصة، بما يعمل على تقليص الاعتماد على واردات السلع الاستهلاكية ومن ثم تأثيرات التضخم المستورد؛³
 - امتصاص الصدمات الناجمة عن الانخفاض المؤقت في أسعار المواد الأولية، حيث يسمح تكوين صندوق ثروة سيادي بتوفير مداخيل سنوية غير مرتبطة بأسعار المواد الأولية وتعمل على تغطية الصدمات الاقتصادية السلبية؛
 - قدرتها على أداء دور الاحتياط بالنسبة للدول المالكة لها وذلك بتحويل جزء من عوائدها لصالح الأجيال القادمة؛

¹ صناديق الثروة السيادية، مجلة اضاءات مالية ومصرفية، نشرة توعوية يصدرها معهد الدراسات المصرفية الكويتية، السلسلة السادسة، العدد الخامس، الكويت، 2013، ص4.

² إياد أحمد، مرجع سبق ذكره، ص 21.

³ دائرة البحوث في اتحاد المصارف العربية، مرجع سبق ذكره، ص 138.

- سماحها بتنويع مصادر الناتج المحلي الخام وذلك بتطوير أنشطة جديدة كالسياحة.

المطلب الثالث: صناديق الثروة السيادية خلال الأزمة المالية العالمية

سنتطرق في هذا المطلب إلى دور صناديق الثروة السيادية في معالجة الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، ومن ثم التعرف على الآثار التي خلفتها هذه الأزمة على صناديق الثروة السيادية.

أولاً: دور صناديق الثروة السيادية في معالجة الأزمة المالية العالمية

في منتصف عام 2007 ظهرت أزمة الرهون العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية لتنتقل عداها بسرعة إلى السوق المالية الأمريكية ومعظم الأسواق المالية الأوروبية، مما أدى إلى فقدان ثقة المستثمرين بهذه الأسواق وبالتالي تسجيل انخفاض ملحوظ في درجة سيولتها، وتدني رهيب في قيمة أسهم الشركات والمؤسسات المالية الناشطة بها الأمر الذي هدد الشركات والبنوك بالإفلاس، إلا أن تدخل أبرز وأهم صناديق الثروة السيادية في الأسواق المالية الأمريكية والأوروبية ساهم في التقليل من حدة الخطر، إذ قامت هذه الصناديق في الفترة الممتدة من شهر ماي 2007 إلى أكتوبر 2008 بشراء 65,35 مليار دولار أمريكي من أسهم مختلف الشركات والبنوك والمؤسسات المالية الناشطة في السوقين الأمريكية والأوروبية والجدول الموالي يبين ذلك:¹

¹ يومنجل السعيد، الحوكمة العالمية مدخل لإدارة الأزمة المالية العالمية الراهنة، بحوث وأوراق عمل الملتقى الدولي حول الأزمة المالية العالمية والاقتصادية، الجزائر، 2009، ص 14.

الجدول رقم (08): تدخلات صناديق الثروة السيادية في الأسواق المالية الأمريكية والأوروبية

تاريخ التدخل	الصندوق المتدخل	استثمارات الصندوق	الشركات المستفيدة	المساهمة في رأس المال %
2007-05-02	هيئة دبي للاستثمار ICD	2,1	HSBC Bank	-
2007-06	شركة الصين للاستثمار CIC	3	Black Stone	9,99,9
2007-07-23	صندوق Temasek سنغافورة	1,4	Barelays	2
2007-07-23	بنك الصين للتنمية	03	Barelays	4,3
2007-09-20	شركة مبادلة أبو ظبي	1,35	Carelyle	7,5
2007-09-20	صندوق DIFIC دبي	1,65	London Stok Exchange	20
2007-11-26	هيئة أبو ظبي للاستثمار ADIA	7,5	Citi Groupe	4,9
2007-11-30	هيئة دبي للاستثمار IDC	1,2	Almatis Siderurgie	الأغلبية
2007-12-10	صندوق GIC سنغافورة	9,75	UBS	9,8
2007-12-19	شركة الصين للاستثمار CIC	5	Morgan Stanley	9,9
2007-12-24	صندوق Temasek سنغافورة	4,4	Merrill lynch	9,4
2007-12-26	صندوق Temasek سنغافورة	1,4	Standerd Chartered	18
2007-12-26	شركة كوريا للاستثمار KIC	02	Merrill Lynch	03
2008-01-15	شركة كوريا للاستثمار KIA	02	Merrill Lynch	03
2008-01-15	صندوق GIC سنغافورة	6,8	Citi Groupe	3,7
2008-01-15	هيئة الاستثمار الكويتية KIA	3	Citi Groupe	1,6
2008-04-04	صندوق SAFE الصين	2,7	Total	1,6
2008-06-25	صندوق Temasek سنغافورة	0,4	Barelays	-
2008-06-25	هيئة الاستثمار القطرية QIA	3,5	Barelays	-
2008-07-28	صندوق Temasek سنغافورة	0,9	Merrill Lynch	-
2008-10-31	هيئة الاستثمار القطرية QIA	3,2	Barelays	-
		65,35		
				المجموع

Source :Jean-Paul Betbeze, *fonds souverains, solution a la crise*, revue d'économie financière ,association d'économie financière , N : hors série ,2009,p :179.

يبين الجدول رقم 08 أن صناديق الثروة السيادية ساهمت بشكل كبير في الحد من سرعة تحول وانتقال أزمة الرهون العقارية إلى أزمة مالية واقتصادية عالمية، وذلك بنجاحها النسبي في الحفاظ على سيولة

السوق المالية الأمريكية والأوروبية خلال الفترة الممتدة من شهر ماي 2007 إلى غاية منتصف سنة 2008 إلا أن هذا النجاح لم يدم طويلا، حيث تفاقمت حدة الأزمة منذ منتصف 2008 لتشمل معظم الأسواق المالية العالمية ولتتحول مع نهاية 2008 وبداية 2009 إلى أزمة اقتصادية حقيقية شملت معظم دول العالم بما فيها البلدان المالكة لصناديق الثروة السيادية، إذ سجلت خسائر معتبرة بالنسبة إلى صناديق المساهمة في الأسواق المالية المقدمة بسبب انخفاض قيمة أصولها المالية (الأسهم والسندات) بالإضافة إلى تراجع مواردها المتأتية أساسا من صادرات نفطية نتيجة تأثر أسعار النفط بالأزمة، ورغم ذلك فإنه لا يمكن تحميل صناديق الثروة السيادية ومن ورائها الدول المالكة لها مسؤولية فشلها في التصدي للأزمة بالنظر إلى مجموعة من العوامل الموضوعية التي يمكن ذكرها فيما يلي:¹

- تعتبر الدول المتقدمة وعلى رأسها الولايات المتحدة الأمريكية المتسبب الرئيسي في الأزمة المالية، وبالتالي فإن التصدي للأزمة ومعالجتها يجب أن يتم أولا من قبل الدول المتسببة فيها؛
- إن السياسات المطبقة من قبل الدول المتقدمة لمعالجة الأزمة المالية منذ نشأتها منتصف 2007 وإلى غاية نهاية سنة 2008 تميزت بالانفرادية والتباين وعدم وجود تنسيق بين الدول المتقدمة، مما أدى إلى فشلها في التصدي للأزمة المالية العالمية.

ثانيا: أثر الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على صناديق الثروة السيادية

إن تدخل صناديق الثروة السيادية للحفاظ على استقرار وسيولة الأسواق المالية الأمريكية والأوروبية مع بداية الأزمة لم يرفق بالدعم والمساندة اللازمين من الدول المتقدمة عن طريق تنفيذ سياسات فعالة لمعالجة مسببات الأزمة مما أدى في النهاية إلى عدم قدرة هذه الصناديق في الحفاظ على استقرار الأسواق المالية لمدة طويلة، وبالتالي تسجيلها لخسائر معتبرة علما أن أثر الأزمة على الصناديق هو أثر مضاعف فبالإضافة إلى تسجيل خسائر معتبرة في الاستثمارات الخارجية للصناديق نتيجة انهيار أسعار الأسهم والسندات في الأسواق المالية الأمريكية والأوروبية تؤثر الأزمة كذلك على موارد الصناديق حيث سجل انخفاض في موارد الصناديق التي يتم تمويلها عن طريق فائض الميزان التجاري والموازنة العامة للدولة نتيجة تراجع مستويات الطلب العالمي وبالتالي انخفاض أسعار مختلف المنتجات والموارد بما فيها أسعار المحروقات في الأسواق الدولية، وهناك اختلاف في تقدير حجم الخسائر الإجمالية التي تكبدتها صناديق الثروة السيادية بسبب الأزمة المالية والاقتصادية العالمية حيث قدرت مؤسسة "مورغان ستانلي" أن صناديق

¹ بومنجل السعيد، نفس المرجع السابق، نفس الصفحة.

الثروة السيادية تعرضت لخسائر تتراوح بين 500 و 750 مليار دولار أمريكي بحيث تقلص إجمالي الموجودات الحالية التي تديرها من 3000 مليار دولار إلى ما بين 2300 و 2500 مليار دولار في غضون اثني عشر شهرا، كما توقعت المؤسسة نفسها أن تصل قيمة موجودات الصناديق إلى 9700 مليار دولار سنة 2015 بدلا من 12000 مليار دولار المتوقعة من طرف نفس المؤسسة أوائل صيف 2007 كما يمكن تقدير حجم الخسائر المتوقعة من طرف نفس المؤسسة أوائل صيف 2007 بالاعتماد على المعطيات الدورية حول قيمة أصول صناديق الثروة السيادية والتي يتم نشرها خلال كل فصل من قبل معهد صناديق الثروة السيادية.¹

الجدول رقم (09): قيمة أصول صناديق الثروة السيادية في الفترة الممتدة من سبتمبر 2007 إلى جوان 2010
الوحدة: مليار دولار

الفترة	سبتمبر 2007	ديسمبر 2007	مارس 2008	جوان 2008	سبتمبر 2008	ديسمبر 2008	مارس 2009	جوان 2009	سبتمبر 2009	ديسمبر 2009	مارس 2010	جوان 2010
أصول	3190	3130	3300	3789	3927	3976	3587	3628	3752	3809	3839	3891

Source : Sovereign Wealth Fund Institute, **Recent Sovereign Wealth Fund Market Size By Quarter** "www.swfinstitute.org/Fund-rankings/ankings, 30-06-2010.

سجلت صناديق الثروة السيادية خسائر في أصولها خلال فترتين زمنيتين، الأولى في سبتمبر وديسمبر من سنة 2007 بانخفاض قدره 60 مليار دولار أمريكي والثانية في ديسمبر 2008 ومارس 2009 بانخفاض يقدر بـ 389 مليار دولار أمريكي علما أن الفترة الثانية توافق مرحلة تحول الأزمة المالية إلى أزمة اقتصادية عالمية وتسجيل انخفاض قياسي في أسعار النفط من 131,39 دولار أمريكي للبرميل في شهر جويلية 2008 إلى 38,60 دولار للبرميل خلال شهر ديسمبر من نفس السنة وبالتالي يمكن القول أن إجمالي خسائر صناديق الثروة السيادية منذ شهر سبتمبر 2007 وإلى غاية مارس 2009 بلغت 449 مليار دولار أمريكي، كما يمكن قياس خسائر استثمارات بعض صناديق الثروة السيادية في الأسواق المالية الدولية عن طريق إجراء مقارنة بين القيمة السوقية للأصول المالية عند تاريخ شرائها وقيمتها السوقية في فترة زمنية.

¹ سماي علي، قشرو فتحة، صناديق الثروة السيادية في ظل الأزمة المالية العالمية 2008، مداخلة ضمن الملتقى الدولي الثالث حول موقع صناديق الثروة السيادية ودورها في تحقيق الاستقرار، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجليلي بونعامة، خميس مليانة، يومي 29-30 أبريل، الجزائر، 2015، ص 23، 24.

ونورد خسائر صناديق الثروة السيادية حسب كل صندوق كما يلي:¹

الجدول رقم (10): خسائر بعض صناديق الثروة السيادية بسبب الأزمة المالية العالمية

الوحدة: مليار دولار

الفرق %	الفرق	القيمة السوقية لاستثمار 2009/03/27	القيمة السوقية	تاريخ التدخل	الشركة المستفيدة	الصندوق المتدخل
-69,87	-10,06	4,339	14,4	2008-02-08	USB	صندوق GIC
-78,27	-7,639	2,121	9,76	2007-12-10	USB	صندوق GIC
-90,87	-6,815	0,684	7,5	2007-11-27	Citigroup	هيئة أبو ظبي
-65,55	-4,510	2,370	6,88	2008-01-15	Citigroup	صندوق GIC
-49,10	-2,454	2,545	5	2007-12-19	Morgan Stanley	صندوق CIC الصين
-88,30	-3,885	0,515	4,4	2007-12-27	Merrill lynch	صندوق Temasek
-43,97	-1,319	1,68	3	2008-01-28	Credit Suisse	هيئة الاستثمار
-88,10	-1,761	0,238	2	2008-01-15	Merrill lynch	شركة الاستثمار
-88,10	-1,761	0,238	2	-01-015 2008	Merrill lynch	هيئة الاستثمار
-73,18	-40,209	14,731	54,94			المجموع

المصدر: سماي علي، قشرو فتيحة، صناديق الثروة السيادية في ظل الأزمة المالية العالمية 2008، مداخلة ضمن الملتقى الدولي الثالث حول موقع صناديق الثروة السيادية ودورها في تحقيق الاستقرار، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجليلي بونعامة، خميس مليانة، يومي 29-30 أفريل، الجزائر، 2015، ص 25.

¹ سماي علي، قشرو فتيحة، نفس المرجع السابق، ص 24.

أشارت بعض الآراء إلى إمكانية مساهمة صناديق الثروة السيادية في التصدي للأزمة العالمية رغم ما عانتها من خسائر وذلك بمشاركتها بصورة فعالة في تنفيذ الخطة الموضوعية من جانب الدول الأعضاء في قمة العشرين المنعقدة في أبريل 2009 للتصدي للأزمة وذلك من خلال تغطية جزء هام من المتطلبات المالية للخطة التي تتضمن ضرورة توفير دعم مالي لصندوق النقد الدولي والبنك العالمي بقيمة 850 مليار دولار أمريكي، وفي السياق ذاته أعربت كل من الصين وروسيا عن استعدادهما لشراء سندات صادرة عن صندوق النقد الدولي بقيمة 60 مليار دولار أمريكي، وعموماً يمكن القول أن معالجة الأزمة المالية والاقتصادية العالمية تطلبت تضامناً من مختلف دول العالم بما فيها الدول المتقدمة والدول المالكة لصناديق الثروة السيادية باعتبار أن جميع الأطراف متضررة منها مع العلم أن تأثير الأزمة على صناديق الثروة السيادية يتم بصورة مباشرة عن طريق الخسائر التي تتحملها الصناديق نتيجة انخفاض أسعار أصولها المالية (أسهم وسندات) في الأسواق المالية، وبصورة غير مباشرة عن طريق انخفاض مواردها بسبب انخفاض أسعار مختلف المنتجات والموارد، بما فيها أسعار المحروقات في الأسواق الدولية.¹

¹ سماي علي، قشرو فتيحة، نفس المرجع السابق، ص 25، 26.

خلاصة الفصل

تعتبر صناديق الثروة السيادية مؤسسات تابعة للحكومات، فهي تعد رافدا قويا ومستقرا يغذي خزينة الدولة كونها قوة اقتصادية في الأسواق العالمية تتبنى سلوك الاستقرار في الاستثمار، فهي تستخدم الأموال العامة في عمليات الاستثمار ذات الأمد الطويل خارج الدول المنشأة وهي تنطوي على مجموعة من المنافع الاقتصادية والمالية المختلفة مثل كسر حدة الدورات الاقتصادية في بلدانها المنشأة، فقد ساعدت النظام المصرفي إبان الأزمة الاقتصادية والمالية الأخيرة التي هزت النظام المالي العالمي، كما أنها تسهل ادخار عائدات الفوائض التي تحققها المالية العامة من صادرات السلع وعمليات الخصخصة ثم تحويلها إلى الأجيال القادمة وتسمح صناديق الثروة السيادية أيضا بمزيد من التنوع في أصل الحافظة وتتجلى أهميتها في حصول الدولة على دخول لتغطية عجزها المالي عندما تنخفض إيراداتها وترتفع نفقاتها لسبب أو لآخر.

الفصل الثاني: حوكمة صناديق

الثروة السيادية

المبحث الأول: مدخل إلى الحوكمة

المبحث الثاني: دور مبادئ سنتياغو في تعزيز حوكمة صناديق

الثروة السيادية،

المبحث الثالث: مؤشرات قياس أداء حوكمة صناديق الثروة

السيادية.

تمهيد

تتميز صناديق الثروة السيادية بضخامة حجم الأموال المستثمرة فيها وتنوع مجالات الاستثمار خاصة في الأسواق المالية بتعدد الأوراق المالية المتداولة فيها، وبهدف حماية وضمان استقرار الأسواق المالية العالمية والتي تعود مباشرة إلى استقرار الاقتصاديات العالمية، ظهرت مجموعة من المؤشرات التي تقيس مدى التزام إدارة هذه الصناديق بمبادئ الشفافية والحوكمة، إذ يجب رفع مستوى حوكمة وشفافية هذه الصناديق بما يساهم في استقرار النظام المالي العالمي، لوجود محدودية في حوكمة الكثير من الصناديق رغم وجود إطار طوعي يتمثل في مبادئ سننباغو، فمنذ نشر هذه المبادئ شرعت العديد من الصناديق في توضيح وتفسير هيكلها وترتيبات حوكمتها، ومع ذلك مازالت الحاجة إلى زيادة الوضوح المؤسسي وتعزيز ممارسات إدارة المخاطر والإشراف السليم على صناديق الثروة السيادية، حيث تتيح هذه المبادئ فهم للإطار المؤسسي لصناديق الثروة السيادية وحوكمتها وعملياتها الاستثمارية، وللتعرف أكثر على الحوكمة ومبادئها وحوكمة صناديق الثروة السيادية، قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث كما يلي:

المبحث الأول: مدخل إلى الحوكمة؛**المبحث الثاني: دور مبادئ سننباغو في تعزيز حوكمة صناديق الثروة السيادية،****المبحث الثالث: مؤشرات قياس أداء حوكمة صناديق الثروة السيادية.**

المبحث الأول: مدخل إلى الحوكمة

لقد أصبحت الحوكمة ضرورية في ترشيد واتخاذ القرارات المناسبة في الوقت المناسب خاصة بعد تعقد نشاطها في الآونة الأخيرة وبالتحديد فيما يخص مجال حوكمة صناديق الثروة السيادية، إذا أصبح هذا الأمر يتطلب الرشادة والعقلانية في تسيير ثروة الصناديق السيادية، وسنتناول في هذا المبحث أهم المفاهيم الأساسية المرتبطة بالحوكمة بصفة عامة.

المطلب الأول: مفهوم الحوكمة

سنتطرق من خلال هذا المطلب إلى نشأة الحوكمة وتعريفها وكذا معرفة خصائصها التي تتميز بها عن باقي المفاهيم وذلك كما يلي:

أولاً: نشأة الحوكمة

يعود لفظ الحوكمة إلى كلمة إغريقية قديمة (Kubernan) والتي تعبر عن قدرة ريان السفينة وسط الأمواج والأعاصير والعواصف وما يمتلكه من قيم وأخلاق نبيلة وسلوكيات نزيهة وشريفة في الحفاظ على أرواح وممتلكات الركاب، ورعايته وحمايته للأمانات والبضائع التي عهدته وإيصالها لأصحابها ودفاعه عنها ضد القراصنة وضد الأخطار التي تتعرض لها أثناء الإبحار فإذا ما وصل بها إلى ميناء الوصول ثم عاد إلى ميناء الإبحار من مهمته سالماً أطلق عليه القبطان المتحوم جيداً، كما أنه لا توجد ترجمة عربية متفق عليها للتعبير عن مصطلح الحوكمة كما جاء بمعناه باللغة الإنجليزية (Governance) مما دفع ببعض الدول مثل ألمانيا وفرنسا على استخدام نفس المصطلح الإنجليزي وبنفس الحروف مع التغيير في طريقة لفظها ونطقها.¹

وقد توصل مجمع اللغة العربية بعد عدة محاولات لتعريب هذا المصطلح، حيث تم استخدام مضامين أخرى مثل الإدارة الرشيدة والحكم الرشيد،² وظهرت الحاجة إلى الحوكمة في العديد من الاقتصاديات المتقدمة والناشئة خلال العقود القليلة الماضية، خاصة في أعقاب الانهيارات الاقتصادية والأزمات المالية التي شهتها عدد من دول شرقي آسيا وأمريكا اللاتينية وروسيا في عقد التسعينات من

¹ لعاطف عبد القادر، فوقة فاطمة، متطلبات حوكمة إدارة الصناديق السيادية-إشارة إلى التجربة الصينية، مداخلة ضمن الملتقى الدولي الثالث حول موقع صناديق الثروة السيادية ضمن النظام المالي العالمي ودورها في تحقيق الاستقرار، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية و علوم التسيير جامعة الجليلي بونعامة، خميس مليانة، يومي 29-30 أبريل، الجزائر، 2015، ص 4.

² عبد القادر بريش، قواعد تطبيق مبادئ الحوكمة في المنظومة المصرفية مع الإشارة إلى حالة الجزائر، مجلة الإصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد لعالمي، المدرسة العليا للتجارة العدد 01، 2006، ص 3.

القرن العشرين وكذلك ما شهدته الاقتصاد العالمي في الآونة الأخيرة من أزمات مالية وخاصة في الولايات المتحدة الأمريكية أوروبا، وقد كانت أولى هذه الأزمات تلك التي عصفت بدول جنوب شرق آسيا ومنها ماليزيا، كوريا واليابان عام 1997، وقد نجم عن هذه الأزمة تعرض العديد من الشركات العملاقة لضائقات مالية كادت أن تطيح بها مما استدعى وضع قواعد للحوكمة لضبط عمل جميع أصحاب العلاقة في الشركة، وتزايدت أهمية الحوكمة نتيجة لاتجاه كثير من دول العالم إلى التحول إلى النظم الاقتصادية الرأسمالية التي تعتمد فيها بدرجة كبيرة على الشركات الخاصة لتحقيق معدلات مرتفعة ومتواصلة من النمو الاقتصادي.¹

ثانياً: تعريف الحوكمة

- تعددت التعاريف المقدمة لهذا المصطلح حسب الجهة المعرفة له، ومن أهم هذه التعاريف نجد:²
- **تعريف مؤسسة التمويل الدولية IFC:** عرفت مؤسسة التمويل الدولية الحوكمة على أنها النظام الذي يتم من خلاله إدارة الشركات والتحكم في أعمالها؛³
 - **تعريف منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OCDE:** حيث عرفت على أنها "نظام يتم بواسطته توجيه منظمات الأعمال والرقابة عليها، حيث تحدد هيكل وإطار توزيع الواجبات والمسؤوليات بين المشاركين في الشركة مثل مجلس الإدارة والمديرين وغيرهم من أصحاب المصالح، وتضع القواعد والأحكام واتخاذ القرارات المناسبة المتعلقة بشؤون الشركة؛
 - **تعريف المجمع العربي للمحاسبين القانونيين:** حيث عرف الحوكمة على أنها "مجموعة من المسؤوليات والممارسات التي يتبعها مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية بهدف تقديم توجيه استراتيجي وضمان تحقيق الأهداف والتحقق من إدارة المخاطر بشكل ملائم واستغلال موارد المؤسسة على نحو مسؤول.

¹ مركز أبو ظبي للحوكمة، سلسلة النشرات التثقيفية ، أساسيات الحوكمة مصطلحات ومفاهيم، الإمارات العربية المتحدة، بدون سنة، ص 5، 6.

² شريقي عمر، دور وأهمية الحوكمة في استقرار النظام المصرفي، مداخلة ضمن الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي 21 و 22 أكتوبر، 2009، ص 3.

³ محمد ياسين غادر، محددات الحوكمة ومعاييرها، مداخلة ضمن المؤتمر الدولي حول عولمة الإدارة في عصر المعرفة، جامعة الجنان، طرابلس، يومي 15-17 ديسمبر، 2012، ص 12.

ومن خلال هذه التعاريف يتبين لنا أن الحوكمة هي نظام يقصد به الأسلوب الذي تمارس به سلطات الإدارة بطريقة جيدة، وهذا النظام هو الذي يحكم العلاقات بين الأطراف الأساسية التي تؤثر في الأداء داخل أي منظمة، كما يشمل النظام المقومات الأساسية لنجاح المنظمة وتقويتها على المدى البعيد بالإضافة إلى تحديد المسؤوليات داخلها وضمان حقوق جميع الأطراف التي لها علاقة بالمنظمة بعدالة.

ثالثاً: خصائص الحوكمة

تجدر بنا الإشارة إلى أن مصطلح الحوكمة يتميز بالخصائص التالية:¹

- الشفافية: أي تقديم صورة حقيقية لكل ما يحدث؛
- الانضباط: أي إتباع السلوك الأخلاقي المناسب والصحيح؛
- المسؤولية الاجتماعية: أي النظر إل المؤسسة كمواطن جيد؛
- الاستقلالية: أي لا توجد تأثيرات وضغوط غير لازمة للعمل؛
- المساءلة: أي وجود مسؤولية أمام جميع الأطراف ذوي المصلحة في المؤسسة.

المطلب الثاني: أهمية وأهداف الحوكمة

سنقوم من خلال هذا المطلب بالتطرق إلى أهمية الحوكمة عند تطبيقها في ميادين عدة ومن ثم التعرف على أهم أهدافها.

أولاً: أهمية الحوكمة

تحتل الحوكمة أهمية كبيرة على مستوى العالم الآن خصوصاً في ظل ما يشهده من التحول إلى النظام الاقتصادي الرأسمالي، ولهذا ظهرت الحاجة إلى الحوكمة سواء بالنسبة للاقتصاديات المتقدمة أو الناشئة خاصة في أعقاب الانهيارات والأزمات المالية، ويمكن إبراز أهمية الحوكمة في النقاط التالية:²

- رفع مستوى الأداء وبالتالي دفع عجلة التنمية والتقدم الاقتصادي وجذب الاستثمارات الأجنبية وكذا تشجيع رأس المال المحلي على الاستثمار في المشروعات الوطنية؛³

- الشفافية والدقة والوضوح في المؤسسات وما يترتب عن ذلك من زيادة الثقة وزيادة القدرة على المنافسة العالمية وفتح أسواق جديدة لها وكذا زيادة فرص العمل؛⁴

¹ طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص 3.

² صلاح حسن، معايير حوكمة المؤسسات المالية، دار الكتاب الحديث، مصر، 2010، ص 44، 45.

³ محمد مصطفى سليمان، حوكمة الشركات، الدار الجامعية، مصر، 2008، ص 15، 16.

⁴ عبد الحميد عبد المطلب، التطور الاستراتيجي، الدار الجامعية، مصر، 2008، ص 407.

- ضمان النزاهة والاستقامة لكافة العاملين في المؤسسة؛
 - محاربة الانحرافات وعدم السماح باستمرارها؛
 - تقليل الأخطاء إلى أدنى قدر ممكن باستخدام النظم الرقابية التي تمنع حدوث مثل هذه الأخطاء.
- كما يمكننا التمييز بين أهمية الحوكمة بالنسبة للمنشأة وبالنسبة للمساهمين من خلال مايلي:¹
- 1. بالنسبة للمنشأة:** تكمن أهمية الحوكمة عند تطبيقها في المنشأة فيما يلي:
- وضع أسس للعلاقة بين مديري المنشأة ومجلس الإدارة والمساهمين، مما يؤدي إلى إيضاح حقوق وواجبات كل طرف وبالتالي الاستغلال الكفء للإمكانيات المتاحة؛
 - تسمح بوضع إطار تنظيمي يمكن من خلاله تحديد أهداف المنشأة وسبل تحقيقها وذلك بعد توفير الحوافز لأعضاء مجلس الإدارة التنفيذية لكي تسعى لتحقيق تلك الأهداف ومراعاة مصلحة المساهمين؛
 - الانفتاح على الأسواق المالية العالمية وجذب المستثمرين لتمويل المشاريع التوسعية؛
 - إن تطبيق مبادئ الحوكمة يزيد من ثقة المستثمرين لأن هذه المبادئ تضمن حماية حقوقهم.
- 2. بالنسبة للمساهمين:** إن تطبيق مبادئ الحوكمة تسمح للمساهمين بتحقيق مايلي:
- تسمح بضمان حقوق المساهمين مثل: حقوق التصويت، حق المشاركة في القرارات الخاصة بأي تغييرات قد تؤثر على أداء المنشأة في المستقبل؛
 - الإفصاح عن أداء المنشأة ووضعها المالي والقرارات المتخذة من قبل الإدارة العليا يساعد المساهمين على تحديد المخاطر التي تنتج عن الاستثمار داخل المنشآت؛
 - تهدف الحوكمة أساسا لضمان إتباع المديرين حول تحقيق أهداف خلق الثروة المحددة من طرف المساهمين، إذ أن المديرين يتلقون أجورا بقدر ما يقدمونه بمعنى القيمة الفعلية للخدمات المقدمة، وتهتم الحوكمة بدرجة كبيرة بعلاقة المديرين والمساهمين، لأن هؤلاء لا تتوفر لديهم عقود تسمح لهم بضمان مصالحهم وتعارض المصالح بين الطرفين يمكن تقليصها بربط أجور المديرين بأدائهم وبالتالي تصبح مشكلة تعارض المصالح بين المساهمين والمديرين محلولة جزئيا.

¹ شوقي بورقبة، الكفاءة التشغيلية للمصارف الإسلامية دراسة تطبيقية مقارنة، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف - الجزائر، 2009، ص 07، 08.

ثانياً: أهداف الحوكمة

تهدف الحوكمة إلى تحقيق مجموعة من الأهداف نذكر من بينها:¹

- **الشفافية:** تعتبر الشفافية من المفاهيم الحديثة في الحوكمة والتي يجب على الإدارة الواعية الأخذ بها لما لها من أهمية على المؤسسة والأطراف المعنية ونعني بالشفافية الانفتاح وإزالة الغموض والسرية وجعل كل شيء قابل للتحقيق والرؤية السليمة؛
- **المساءلة:** يجب للمساهمين مساءلة الإدارة التنفيذية عن أدائها وهذا الحق يضمنه لهم القانون وأنظمة الحوكمة كما تضمن المساءلة مسؤولية الإدارة التنفيذية أمام مجلس الإدارة ومسؤولية المجلس أمام المساهمين؛
- **المسؤولية:** تهدف الحوكمة من خلال أنظمتها إلى رفع الحس بالمسؤولية لدى الإدارة وأن يتصرف كل عضو من أعضاء مجلس الإدارة بدرجة عالية من الأخلاق المهنية، كما تقر المسؤولية بالحقوق القانونية للمساهمين وتشجيع التعاون بين المؤسسة والمساهمين في أمور شتى منها الربح وتوفير فرص العمل؛
- **المساواة:** يقصد بها المساواة بين صغار المساهمين وكبارهم وكذا المساواة بين المستثمرين المحليين والأجانب على حد سواء ومثال على ذلك فإن ملك السهم الواحد يمتلك نفس الحقوق التي يتمتع بها مالك مليون سهم، كالتصويت والمشاركة في الجمعية العمومية ومساءلة مجلس الإدارة.
- **النزاهة:** التزام المؤسسة بقواعد وإجراءات العمل وفقاً لمجال كل منها وتعظيم دورها ومساهمتها في عملية التنمية وقدرتها على خلق الثروة للمجتمع وخلق فرص العمل؛²
- **تحسين العلاقة بين المؤسسة وكافة الأطراف ذات المصالح المرتبطة بالمؤسسة من مديريين وموظفين وكذا المجتمع المحيط بها؛**³
- **ضمان وجود هياكل إدارية يمكن محاسبة إدارة المؤسسة وضمان المراقبة المستقلة، وتعميق ثقافة الالتزام بالقوانين والمبادئ والمعايير المتفق عليها؛**⁴

¹ مركز أبو ظبي للحوكمة، مرجع سبق ذكره، ص 10.

² جمال مهدي، مبادئ وممارسات حوكمة الشركات، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، مصر، 2009، ص 188.

³ جمال مهدي، نفس المرجع السابق، نفس الصفحة.

⁴ إبراهيم سيد أحمد، حوكمة الشركات ومسؤولية الشركات غير الوطنية وغسيل الأموال، دار الجامعة، مصر، 2010، ص 199.

المطلب الثالث: أسباب ظهور الحوكمة والأطراف الرئيسية فيها

هناك العديد من العوامل التي أدت إلى ظهور الحوكمة والحاجة إلى وجودها، كما أن تطبيق الحوكمة وعملها يعتمد على وجود أطراف رئيسية فاعلة فيها.

أولاً: أسباب ظهور الحوكمة

هناك مجموعة من العوامل التي كانت سبب في بروز مفهوم الحكم الراشد ومن بينها نجد:¹

1. الأسباب السياسية: تتمثل في:

- تعثر عمليات التحول الديمقراطي في الدول النامية وخاصة في الوطن العربي؛
- عدم الاستقرار السياسي، حيث تعاني معظم دول العالم الثالث من شدة الصراعات الداخلية؛
- ضعف بنية المؤسسات السياسية والإدارية، وغياب أو ضعف نظم المحاسبة و المساءلة في نظم الحكم؛
- خصوصية المنطقة العربية بالمقارنة مع بقية المناطق في العالم حيث أن إدارة الحكم أضعف في هذه المنطقة؛
- سيادة نمط الدولة الأمنية التي تتبع سياسة الاحتواء القمعي فتضبط حركة المجتمع المدني وتصادر استقلالية النقابات و الأحزاب؛
- النمو الكبير للأجهزة البيروقراطية والإدارة العامة وازدياد العجز في الميزانيات وارتفاع المديونية وانخفاض الإنتاجية.

2. الأسباب الاقتصادية: تتمثل في:

- فشل الدولة وعجزها على أن تكون المحرك الرئيسي للتنمية؛
- الركود الاقتصادي والأزمة المالية التي امتدت من عام 1920 إلى عام 1930؛
- ظهور فكرة بديلة تستند إلى الفكر الاقتصادي النيوليبرالي وتدعوا إلى انسحاب الدولة إلى أقصى حد ممكن وترك عمليات التنمية لآليات السوق والمنافسة.

¹ مريم بن عبيدي، مروة حمادة، دور الحوكمة في تحسين أداء المؤسسات العامة (دراسة حالة جامعة 8 ماي 1945 -قائمة)، مذكرة لنيل شهادة الماستر في العلوم السياسية، جامعة 8 ماي 1945 ، قائمة، 2014 ، ص 16 ، 17 .

3. أسباب أخرى: تتمثل في:

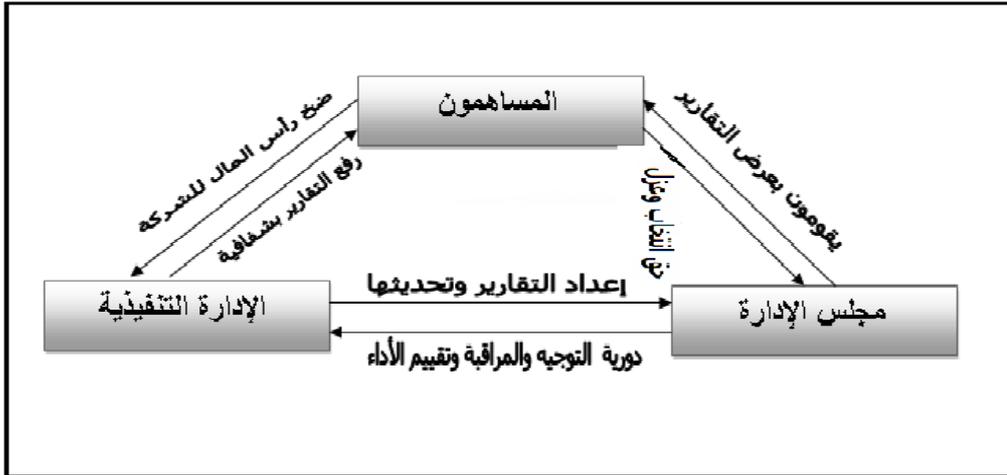
- **العولمة:** والتي تقوم على نشر الليبرالية لتشمل كافة النشاطات، تحرير التجارة وفتح الحدود، حيث أدت إلى انتقال مفهوم الحكمانية من المستوى المحلي والوطني إلى المستوى العالمي وهو ما فرضته العديد من القضايا التي تتجاوز حدود الدولة الواحدة كقضية البيئة، الفقر، حقوق الإنسان، الثورة المعلوماتية؛

- **الثورة المعلوماتية:** لقد شهدت سنوات التسعينات من القرن الماضي قيام ثورة علمية في تقنيات المعلومات والاتصال والتي تعتبر من أهم آثار العولمة والتي تتميز بكونها عابرة لحدود الدولة الواحدة ليتحول العالم إلى قرية صغيرة، فقد سهلت هذه الثورة على الإنسان التعرف على خيارات وتجارب الدول الأخرى في مجالات التنمية وحقوق الإنسان والديمقراطية ومحاربة الفقر والفساد مما يتيح لهم فرصة المقارنة بينها وبين ما يجري في بلدانهم.

ثانياً: الأطراف الرئيسية في الحوكمة

تقوم الحوكمة بتنظيم وتقسيم المسؤوليات والحقوق بين ثلاثة أطراف رئيسية كما هو مبين في الشكل أدناه وهم: المساهمون، الإدارة التنفيذية، مجلس الإدارة.

الشكل رقم (02): الأطراف الرئيسية في الحوكمة



المصدر: مركز أبو ظبي للحوكمة، سلسلة النشرات التثقيفية، أساسيات الحوكمة - مصطلحات ومفاهيم - الإمارات العربية المتحدة، بدون سنة، ص 9.

إن الترابط بين أصحاب العلاقة السالف ذكرهم ترابط وثيق ومهم، فالمساهمون هم المالكون الفعليون للشركة ولهم حقوق وتترتب عليهم واجبات سنذكرها لاحقاً، ويقوم المساهمون بتوكيل مجلس الإدارة لمراقبة أداء الإدارة التنفيذية الذي يقوم بدوره بتعيين الإدارة التنفيذية أيضاً لإدارة شؤون الشركة بالنيابة عنهم، كما يقوم المساهمون بانتخاب أعضاء مجلس الإدارة وذلك من أجل الرقابة على الإدارة التنفيذية، ويوجد أطراف آخرون لهم علاقة بالشركة، وهم بالتالي معنيون بتطبيق الشركة لقواعد الحوكمة ضماناً لحقوقهم من جهة ولتخفيض مستوى عدم التيقن المتعلق باستثماراتهم بالشركة من جهة أخرى ومن أبرز هذه الأطراف: الحكومة والمجتمع والبنوك والموردون وموظفو الشركة وفي المحصلة فإن جميع هذه الأطراف لها مصلحة في نجاح الشركة واستمرارها، ولها حقوق يجب على الشركة المحافظة عليها وتوفيرها لهم.¹

المطلب الرابع: محددات ومبادئ الحوكمة

سننتظر من خلال هذا المطلب إلى محددات الحوكمة ومن ثم مبادئها.

أولاً: محددات الحوكمة

هناك مجموعة من المحددات التي تضمن التطبيق السليم لمبادئ الحوكمة وفي حال عدم توفر هذه المحددات فإن تطبيق هذا المفهوم والحصول على مزاياه يعتبر أمراً مشكوكاً فيه، وتشتمل هذه المحددات على مجموعتين هما:

1. المجموعة الأولى: وتشمل المحددات الداخلية وتشير إلى القواعد والأسس والأساليب التي تحدد كيفية اتخاذ القرارات وتوزيع السلطات والتي تطبق داخل المؤسسة بين ثلاثة أطراف رئيسية فيها وهي: الجمعية العامة، مجلس الإدارة والمديرين، وتتضمن وضع هياكل إدارية سليمة توضح كيفية اتخاذ القرارات داخل المؤسسة وتوزيع مناسب للسلطات والواجبات بين الأطراف وأصحاب المصالح، وتكمن أهمية هذه المحددات إلى أن وجودها يقلل التعارض بين المصالح ويحمي حقوق المودعين.²

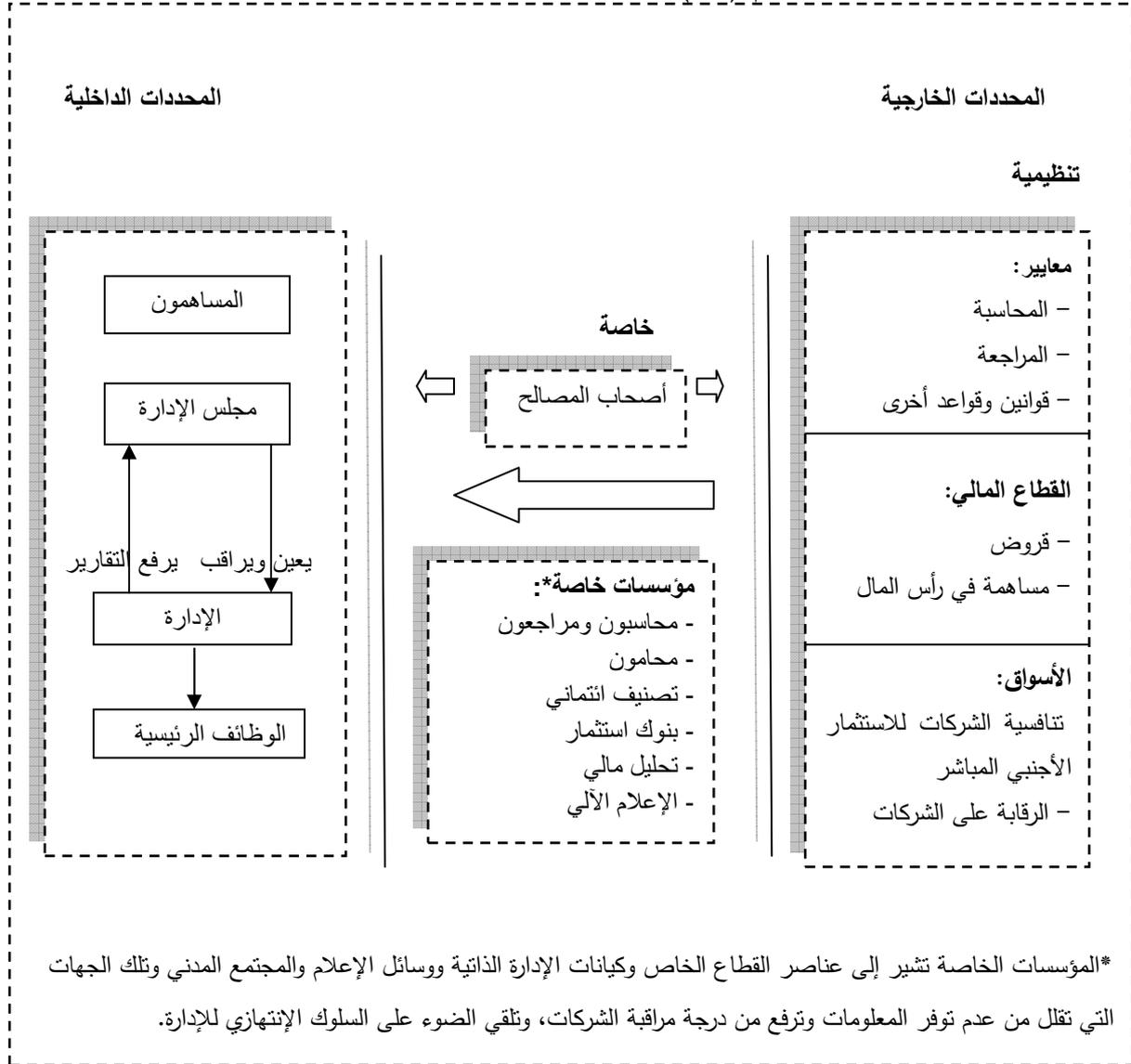
2. المجموعة الثانية: وتشمل المحددات الخارجية والمتمثلة في البيئة والمناخ العام للاستثمار في الدولة التي تعمل من خلالها المؤسسات، فهو يشمل على سبيل المثال القوانين واللوائح المنظمة لعمل هذه المؤسسات ونشاطها الاقتصادي وكذا كفاءة النظام المالي في توفير التمويل اللازم للمشروعات، وكفاءة

¹ مركز أبو ظبي للحوكمة، مرجع سبق ذكره، ص 9.

² عبد الحميد عبد المطلب، مرجع سبق ذكره، ص 406.

الهيئات والأجهزة الرقابية ودور المؤسسات الغير حكومية في ضمان التزام أعضائها بالنواحي السلوكية والمهنية والأخلاقية ودرجة تنافسية أسواق السلع وعناصر الإنتاج.¹

الشكل رقم (03): المحددات الداخلية والخارجية للحوكمة



المصدر: محمود حسن يوسف، محددات الحوكمة ومعاييرها، بنك الاستثمار الدولي، يونيو 2007، مقال شوهد بتاريخ <http://www.said.net/doat/hasn/hawkama.doc> 2016/03/20 على الساعة 12:54 على الرابط:

¹ محمد مصطفى سليمان، حوكمة الشركات ومعالجة الفساد المالي والإداري، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، مصر، 2006، ص 19، 20.

ثانياً: مبادئ الحوكمة

لقد توصلت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) وبالمشاركة مع صندوق النقد الدولي (IMF) والبنك الدولي والاتحادات المهنية إلى وضع ستة مبادئ رئيسية للحوكمة لتكون مرجعيات للاستعانة بها في منظمات الأعمال،¹ إذ يعتبر أولها إطاراً عاماً وضرورياً لتطبيق المبادئ الخمسة الأخرى وفيما يلي ملخص لهذه المبادئ:²

1. **ضمان وجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات:** يعتبر من أهم العناصر التي يجب توفرها في أية دولة وهو ضمان التطبيق الفعال لقواعد الحوكمة، إذ يحدث هذا بعد توفر إطار فعال من القوانين والتشريعات والأسواق المالية، ورفع القيود على حركة رؤوس الأموال ويجب أن يكون هذا الإطار له تأثير على الأداء الاقتصادي ويشجع على قيام أسواق تتصف بالشفافية.³
2. **ضمان حقوق المساهمين:** إن من أهم ما أكدت عليه قواعد الحوكمة هو ضمان حقوق المساهمين ومن أبرز هذه الحقوق:⁴

- ضمان وجود طرق لتسجيل ملكية الأسهم؛
 - الحصول على المعلومات لمواجهة الأزمة عن المؤسسة في الوقت المناسب وبشكل منظم؛
 - المشاركة والتصويت في الجمعية العامة للشركة؛
 - المشاركة في أرباح الشركة.
- كما يحق للمساهمين بأن يحصلوا على معلومات كافية حول القرارات التي تتعلق بالتغيرات الجوهرية للشركة مثل إصدار أسهم إضافية.

3. **المعاملة المتساوية للمساهمين:** ينبغي على إطار الحوكمة أن يضمن معاملة متساوية لكافة المساهمين بما في ذلك المساهمين الأقلية والأجانب، كما يجب أن يتمتع حملة الأسهم بنفس الحقوق، كما

¹ علاء فرحان، حوكمة المؤسسات والأداء المالي لإستراتيجية المصارف، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2011، ص 34.

² فكري عبد الغني محمد جودة، مدى تطبيق مبادئ الحوكمة في المصارف الفلسطينية وفقاً لمبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية ومبادئ لجنة بازل للرقابة المصرفية، رسالة ضمن متطلبات الحصول على شهادة ماجستير، كلية التجارة، فلسطين، 2008، ص 29-31.

³ سليمان ناصر، ربيعة بن زيد، دور الحوكمة في إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، مداخلة ضمن المؤتمر الدولي الثالث حول دور الحوكمة في تفصيل أداء المؤسسات والاقتصاديات، يومي 19 و 20 نوفمبر، جامعة حسيبة بن بوعلي، الجزائر، 2013، ص 8، 9.

⁴ سليمان ناصر، ربيعة بن زيد، نفس المرجع السابق، نفس الصفحة.

ينبغي أن يتحصلوا على تعويضات مناسبة عند تعرض حقوقهم للانتهاك.¹

4. دور أصحاب المصالح: يعتبر أصحاب المصالح الرئيسيون في المؤسسة هم المساهمون ومجلس الإدارة والإدارة التنفيذية، إذ يتوجب على إطار الحوكمة أن يعترف بحق أصحاب المصالح التي ينشأها القانون وكذلك العمل على تشجيع وتوطيد العلاقة بين المؤسسة وأصحاب المصالح وفرص العمل واستدامة المنشآت.

5. الإفصاح والشفافية: يعد مبدأ الإفصاح والشفافية من أهم مبادئ الحوكمة، نظرا لما يمثله من استقرار وشفافية وحماية لجميع الأطراف والمتعاملين، ويجب أن يتضمن الإفصاح على المعلومات التالية:

- النتائج المالية والتشغيلية للمؤسسة؛
 - أهداف المؤسسة؛
 - حق الأغلبية من حيث المساهمة وحقوق التصويت؛
 - عوامل المخاطرة المتوقعة؛
 - المسائل المادية المتصلة بالعاملين وغيرهم من أصحاب المصالح؛
 - هياكل وسياسة ممارسة سلطات الإدارة بالمؤسسة.
- كما ينبغي القيام بتدقيق خارجي مستقل بواسطة مدقق مستقل مؤهل، ويجب على المدققين الخارجيين يكونوا قابلين للمسائلة والمحاسبة أمام المساهمين.

6. مسؤولية مجلس الإدارة: تسمح الحكومة بضمان التوجيه والإرشاد الإستراتيجي للمؤسسة والرقابة الفعالة للإدارة من قبل مجلس الإدارة ومسؤولية مجلس الإدارة أمام المساهمين وأصحاب المصلحة، ومن ثم مسؤوليات مجلس الإدارة مايلي:

- الإشراف على متابعة ممارسة حوكمة المؤسسات وإجراء التغييرات إذا لزم الأمر؛
- مراعاة التناسب بين المكافآت والرواتب والإشراف على كبار التنفيذيين بالمؤسسة؛
- الرقابة وإدارة أي تعارض محتمل في مصالح المؤسسة وأعضاء مجلس الإدارة والمساهمين.

¹ عبد الحكيم أبو بكر، دراسات وبحوث في التأمين - بحوث علمية محكمة -، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، ص

المبحث الثاني: دور مبادئ سنتياغو في تعزيز حوكمة صناديق الثروة السيادية

من أكبر انشغالات الهيئات والمنظمات الإقليمية والعالمية والبلدان المتقدمة اتجاه صناديق الثروة السيادية عدم التزام معظمها ومن وراءها البلدان المالكة لها بتطبيق معايير الحوكمة والإفصاح المتعارف عليها عالمياً، مما دفع العديد من المنظمات الإقليمية والعالمية وعلى رأسها صندوق النقد الدولي إلى وضع قواعد وأسس معينة من أجل تحسين وتعزيز حوكمة الصناديق، وبالتالي التقليل من مخاوف مختلف الأطراف اتجاهها والحفاظ على استقرار النظام النقدي والمالي الدولي.

المطلب الأول: مواقف الدول المتقدمة والجدل القائم بخصوص صناديق الثروة السيادية

أولاً: مخاوف الدول المتقدمة بخصوص صناديق الثروة السيادية

إن تنامي صناديق الثروة السيادية شكل مخاوف على الدول الغربية، لأن محفظة هذه الصناديق تدخل كاستثمارات في الأسواق المالية وتصبح منافسة لها، فانطلاقاً من هذه المخاوف تم بروز عدة مواقف، ومن أبرزها نذكر:¹

1. الموقف السويسري: اتخذ المجلس الفدرالي السويسري في 30 يناير 2008 قراراً بالمراقبة الدقيقة لنمو صناديق الثروة السيادية، وقدر بأنه ليس من المستعجل وضع تدابير تشريعية خاصة بها ونصح المصالح الفدرالية بالمساهمة في المناقشات الجارية على المستوى الدولي والمتعلقة بوضع معايير الشفافية والممارسات التجارية لهذه الصناديق.

2. الموقف الفرنسي: قامت الجمعية الوطنية الفرنسية بدراسة واعية لصناديق الثروة السيادية وأصدرت بشأنها نصاً تم إقراره في 30 جويلية 2008 تضمن مايلي:

- دعوة الدول الأعضاء في اللجنة الأوروبية إلى تقديم مساهمات مشتركة في أعمال التفكير الجارية في إطار صندوق النقد الدولي عن إعداد قواعد بالممارسات السليمة للصندوق؛
- يعتبر من الأمر الإيجابي تخصيص الدول المالكة للصناديق جزءاً مهماً من عوائدها ومواردها للتنمية المحلية مع ضرورة إبقاء هذه الاستثمارات مفتوحة على الشركاء الدوليين؛
- يعد من الضروري في ظل افتراض استثمار هذه الصناديق في دول الإتحاد الأوروبي أن تتحمل دول الإتحاد مسؤولية تحديد وتعريف أساليب مواجهة الاستثمارات التي تمس المؤسسات والقطاعات الإستراتيجية بهدف استكمال التشريعات الوطنية التي لا تتوافق مع القواعد الأوروبية للمنافسة.

¹ صفاء عبد الجبار الموسوي، واثق علي محي المنصوري، مرجع سبق ذكره، ص 52-55.

3. الموقف الإيطالي: أعلن وزير الخارجية الإيطالي بأنه يرحب بمشاركة صناديق الثروة السيادية العربية والأجنبية بحصة لا تتجاوز 5% من رأسمال الشركات أو البنوك الإيطالية بشرط أن لا تكون تلك المؤسسات مدرجة ضمن لائحة المؤسسات الإستراتيجية للدولة، وفي سياق ذلك شكلت إيطاليا لجنة مكونة من وزارة الاقتصاد والمالية ووزارة الخارجية والهيئات الأخرى المهتمة بالاستثمار والسوق المالية لدراسة الطلبات المتعلقة باستثمارات صناديق الثروة السيادية والحرص على شفافيتها.

4. الموقف الأوروبي: اقترح الرئيس الفرنسي ساركوزي على الأوروبيين في نوفمبر 2008 إنشاء صناديق ثروة سيادية خاصة بهم لحماية صناعتهم الإستراتيجية من الاستحواذ الأجنبي، لذلك قامت هيئات الإتحاد الأوروبي ببلورة موقف مشترك من صناديق الثروة السيادية يقوم على:

- إجبار صناديق الثروة السيادية على الالتزام بمجموعة من قواعد لسلوك كالشفافية والحكومة؛
- إجبار صناديق الثروة السيادية على تكون هيئة مسؤولة أمام الهيئات الدولية؛
- السعي المشترك لتحديد القطاعات الحساسة والإستراتيجية المحمية واعتماد مفهوم موحد للأمن الاقتصادي؛

- دعم دور صناديق رأس المال المخاطرة الداعمة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتوفير الظروف الملائمة لتعبئة متزايدة للادخار الوطني لتمويل المؤسسات؛
- اعتماد مبدأ المعاملة بالمثل بالضغط على الدول المالكة لصناديق الثروة السيادية لانفتاح أكبر أمام استثمارات الدول الأخرى.

5. موقف الولايات الأمريكية المتحدة: يتعين على الصناديق السيادية الحصول على موافقة لجنة الاستثمارات الخارجية، ولقد عملت الولايات المتحدة الأمريكية على الاجتماع بممثلي صناديق الثروة السيادية لسنغافورة وأبو ظبي بهدف إقرار إعلان مبادئ مشترك يحدد المبادئ الواجب احترامها من هذه الصناديق، حيث تضمن ذلك ما يلي:

- احترام معايير البلد المستضيف؛
- اعتماد ونشر سياسة تسيير المخاطر؛
- إعلان أهداف صناديق الثروة السيادية؛
- الالتزام بالمنافسة العادلة مع القطاع الخاص؛
- نشر تشريعات البلدان المنشأة للصناديق وتلك المتعلقة بمراقبتها؛

- الإعلان السنوي لوضعية الاستثمارات وتخصيص الأموال لصناديق الثروة السيادية؛
- الالتزام الصريح بأن الدوافع لاستثمارات الصناديق هي الدوافع التجارية فقط دون السياسية.

ثانيا: الجدل القائم بخصوص صناديق الثروة السيادية

قبل عام 2005 لم تكن صناديق الثروة السيادية تثير اهتمام المحللين والسياسيين، ولكن بعد نشر مؤسسة مورغان ستانلي تقريرها عن هذه الصناديق والذي توقعته فيه أن أصولها ستصل إلى 12 تريليون دولار في أفاق 2015 أثار هذا التقرير مخاوف الدول الصناعية، إذ أصبحت هذه الصناديق عنصرا مهما وفعالا في الأسواق المالية العالمية وشكلت فئة جديدة من المستثمرين، فيما تركز الجدل الدولي بنقطتين رئيسيتين هما:¹

- الطبيعة الإستراتيجية الكامنة في استثمارات هذه الصناديق والطموحات الجيوسياسية لمالكيها والأخطار المحتملة على الأمن القومي، خاصة وأن بعض هذه الصناديق مملوكة للدول ذات نظم سياسية من الصعب مراقبتها وذات طموحات سياسية واسعة على المستوى العالمي والإقليمي كالصين، روسيا وفنزويلا وليبيا، ويمكن أن يفهم هذا التخوف بالعودة قليلا إلى الوراء لما فازت شركة اتحاد الموانئ دبي في ماي 2006 بإدارة موانئ أمريكية إذ كان هناك رد حاد وعنيف من الكونغرس دفع بها إلى التخلي على الصفقة، ونفس الأمر حدث في سبتمبر 2006 مع البنك العمومي الروسي VIB لما اشترى 5.02% من رأس مال البنك الألماني الفرنسي EADS، إذ أثار ذلك تساؤلات في فرنسا وألمانيا عن الدوافع الإستراتيجية والسياسية وراء ذلك، وكذلك ما حدث مع هيئة الاستثمار الكويتية في أواخر الثمانينات من القرن العشرين إذ اشترت 22% من رأس مال أسهم برينتش بتروليوم التي طرحت للبيع في إطار سياسة الخصخصة التي انتهجتها آنذاك حكومة تاتشر؛

- عدم تطابق إدارات هذه الصناديق مع مبادئ الحكم الراشد والشفافية وتأثيرات ذلك على تطورات الأسواق والانكشاف التجاري للدول الصناعية الكبرى، ذلك أن هذه الصناديق تفتقر إلى الإطار القانوني بخلاف المستثمرين المؤسسين والتخوف من اهتزاز المنطق الرأسمالي الحر للأسواق الذي يتناقض مع سيطرة الدولة على ملكية الأصول

¹ بوفنش وسيلة، بنون خير الدين، حوكمة الصناديق السيادية حسب مبادئ سنثياغو، مداخلة ضمن الملتقى العلمي الثالث حول موقع صناديق الثروة السيادية ضمن النظام المالي العالمي ودورها في تحقيق الاستقرار، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة الجبالي بونعام، خميس مليانة، يومي 29، 30 أبريل، الجزائر، 2015، ص 11.

المطلب الثاني: مبادئ سندياغو، طبيعتها وأهدافها

تعتبر مبادئ سندياغو الآلية الموضوعية لتحقيق حوكمة صناديق الثروة السيادية، وللتعرف أكثر على هذه المبادئ سنتناول من خلال هذا المطلب لمحة تاريخية عن هذه المبادئ وطبيعتها وكذا أهدافه.

أولاً: لمحة تاريخية عن مبادئ سندياغو

تمخضت هذه المبادئ عن اجتماعات ممثلي صناديق الثروة السيادية بواشنطن، نهاية شهر أبريل وأول شهر ماي 2008 وتُمثل هذه المبادئ إطاراً اختيارياً للاسترشاد به في تطبيق الممارسات الاستثمارية الملائمة لصناديق الثروة السيادية وكذلك ترتيبات الحوكمة والشفافية والإفصاح ذات الصلة، وبأنها تساهم بدور فعال في النظام المالي العالمي، وصرح آنذاك "لييسكي" (النائب الأول لمدير صندوق النقد الدولي) بأنه من خلال اعتماد هذه المبادئ والممارسات تستطيع صناديق الثروة السيادية تهدئة المخاوف المثارة ومن ثم الحد من مخاطر الضغوط الحمائية التي تتعرض لها الاستثمارات، وتخفيف القيود على تدفقات رؤوس الأموال الدولية مما يساهم في امتصاص الصدمات التي تتعرض لها اقتصاديات الدول المتقدمة بتوفير رأس المال لأسواقها أثناء الاضطرابات المالية، وعقدت مجموعة العمل الدولية ثلاث اجتماعات (في العاصمة واشنطن وفي سنغافورة وفي سندياغو)، واتفق أعضاؤها على يسمي "مبادئ سندياغو" في الاجتماع الثالث، وذلك بعد أخذ آراء الدول المتلقية للتدفقات الاستثمارية لهذه الصناديق وهما (أستراليا، البرازيل، فرنسا، ألمانيا والهند، إيطاليا، اليابان، جنوب إفريقيا، بريطانيا، الولايات المتحدة الأمريكية) بالإضافة للمفوضية الأوروبية وOCDE.¹

ثانياً: طبيعة مبادئ سندياغو

مبادئ سندياغو هي مجموعة من المبادئ والممارسات الطوعية والغير إلزامية التي تدعمها مجموعة الدول الأعضاء في مجموعة العمل الدولية والتي تقوم بتطبيقها أو تطمح إلى ذلك، فهي تمثل بالإضافة إلى المذكرات التفسيرية ذات الصلة بها مرشداً لصناديق الثروة السيادية الحالية والمستقبلية في

¹ خليل عبد القادر، بوفاسة سليمان، صناديق الثروة السيادية بين ضغوطات الهيئات الدولية وتحديات الحوكمة، مداخلة ضمن الملتقى العلمي الثالث حول موقع صناديق الثروة السيادية ضمن النظام المالي العالمي ودورها في تحقيق الاستقرار، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة الجيلالي بونعامة، خميس مليانة، يومي 29، 30 أبريل، الجزائر، 2015، ص 9.

مختلف جوانب أنشطتها الاستثمارية وأي إصلاح قانوني ومؤسسي يتعلق بها وهي تتميز بالخصائص التالية:¹

- خضوعها للقوانين المطبقة في بلد المواطن؛
- مبادئ وممارسات عامة يمكن أن تحققها البلدان بجميع مستوياتها من حيث مراحل التنمية الاقتصادية؛
- إلزامها بمتطلبات التنظيم والإفصاح المتبعة في البلدان المالكة وفي البلدان المستقبلة لاستثمارات الصناديق.

ثالثاً: أهداف مبادئ سندياغو

تقوم مبادئ سندياغو على الأهداف الإرشادية التالية:²

- الاستثمار في ضوء المخاطر الاقتصادية والمالية واعتبارات العائد؛
- الالتزام بكافة متطلبات التنظيم والإفصاح المطبقة في البلدان التي تستثمر فيها؛
- المساعدة على الاحتفاظ بنظام مالي عالمي مستقر وبحرية تدفق رؤوس الأموال والاستثمارات؛
- تعميق فهم بلدان الموطن والبلدان المتلقية والأسواق المالية الدولية لطبيعة صناديق الثروة السيادية؛
- إرساء هيكل شفاف وسليم للحكومة يكفل الضوابط التشغيلية الملائمة وسلامة إدارة المخاطر والمسائل؛
- ضمان استمرار المنافع الاقتصادية والمالية التي تحققها الصناديق للبلدان المالكة والمتلقية والمؤسسات الاقتصادية.

المطلب الثالث: هيكل ومكونات مبادئ سندياغو

يطلق على هذه المبادئ اصطلاح المبادئ والممارسات المتعارف عليها، وقبل التطرق لمكونات هذه المبادئ سنتعرف أولاً على هيكلها.

أولاً: هيكل مبادئ سندياغو

يتضمن هيكل مبادئ سندياغو ثلاث دعائم هي:³

- الإطار القانوني والأهداف والتوافق مع السياسات الاقتصادية الكلية؛

¹ مجموعة العمل الدولية حول صناديق الثروة السيادية، تقرير حول المبادئ والممارسات المتعارف عليها: مبادئ سندياغو، صندوق النقد الدولي، 2008، ص 3-8.

² مجموعة العمل الدولية حول صناديق الثروة السيادية، نفس المرجع السابق، نفس الصفحة.

³ International Forum of Sovereign Wealth Fund, Santiago Principles: 15 cases studies, 6th Annual Meeting DOHA, 2014, voir sit: www.IFSWF.ORG.

- الإطار المؤسسي وهيكل الحوكمة ؛
- إطار الاستثمار وإدارة المخاطر .

وإن كانت الدعامة الأولى تتعلق بوضع البنى القانونية لنشاط هذه الصناديق، فإن الدعامة الثانية تعتبر مهمة جداً، كونها تفصل بين وظائف الجهة المالكة والجهاز الحاكم وفريق الإدارة، وتؤدي إلى تسيير الاستقلالية التشغيلية في إدارة هذه الصناديق بشكل يكفل اتخاذ قرارات الاستثمار دون تدخل سياسي، أما الدعامة الثالثة فتتعلق بالجانب الاقتصادي والمالي لهذه الصناديق، و فيما يتعلق بوضع سياسة استثمار واضحة تلزم صندوق الثروة السيادية بخطة استثمار وممارسات استثمارية منضبطة ضمن إطار مخاطر متحكم فيها.

ثانياً: مكونات مبادئ سنياغو

تم تحضير مبادئ سنياغو من طرف "مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية" وبعد الموافقة عليها صيغت كما يلي:¹

- **المبدأ 01:** يكون الإطار القانوني الذي يستند إليه صندوق الثروة السيادية سليماً وداعماً لفعالية تشغيله وتحقيق أهدافه المعلنة وينشطر هذا المبدأ إلى مبدئين فرعيين؛
- **المبدأ 02:** يتحدد بوضوح غرض السياسة من إنشاء صندوق الثروة السيادية ويتم الإفصاح عنه علناً؛
- **المبدأ 03:** حيثما يكون لأنشطة صندوق الثروة السيادية انعكاسات اقتصادية كلية ومحلية مباشرة كبيرة، يتم تنسيق هذه الأنشطة تنسيقاً كاملاً مع سلطات المالية العامة والسلطات النقدية المحلية بغية ضمان الاتساق مع السياسات الاقتصادية الكلية الشاملة؛
- **المبدأ 04:** توضع سياسات أو قواعد أو إجراءات أو ترتيبات واضحة ومعلنة بشأن المنهج العام لصناديق الثروة السيادية حيال عمليات التمويل والسحب والإنفاق وينشطر هذا المبدأ إلى مبدئين فرعيين؛
- **المبدأ 05:** يتم إبلاغ الجهة المالكة على أساس يومي بالبيانات الإحصائية ذات الصلة بصناديق الثروة السيادية أو إتاحتها للإدراج في المكان المناسب مع مجموعات البيانات الاقتصادية الكلية حسب الاقتضاء؛

- **المبدأ 06:** يعمل صندوق الثروة السيادية في ظل إطار سليم للحوكمة، يحدد تقسيماً واضحاً وفعالاً للأدوار والمسؤوليات بما يسهل المساءلة والاستقلالية التشغيلية في إدارة الصندوق سعياً لتحقيق أهدافه؛

¹ خليل عبد القادر، بوفاسة سليمان، مرجع سبق ذكره، ص 9.

- **المبدأ 07:** تحدد الجهة المالكة أهداف صندوق الثروة السيادية وتتولى تعيين أعضاء جهازه الحاكم طبقاً لإجراءات واضحة التحديد وتمارس الإشراف على عملياته؛
- **المبدأ 08:** يعمل الجهاز الحاكم بما يحقق مصالح صندوق الثروة السيادية ويكلف بمهمة واضحة المعالم ويمنح السلطة والاختصاص الكافيين لداء وظائفه؛
- **المبدأ 09:** يتولى فريق الإدارة التشغيلية لصندوق الثروة السيادية تنفيذ استراتيجياته بصورة مستقلة وفي إطار مسؤوليات واضحة التحديد؛
- **المبدأ 10 :** يتحدد بوضوح إطار المساءلة عن عمليات صندوق الثروة السيادية بالنص عليه في التشريع أو الميثاق المعني أو غير ذلك من الوثائق التأسيسية أو في اتفاقية الإدارة؛
- **المبدأ 11:** يتم إعداد تقرير سنوي مصحوب بكشوف مالية عن عمليات صندوق الثروة السيادية وكيفية أدائه وذلك في الوقت المقرر وطبقاً للمعايير المحاسبية الدولية أو الوطنية المعمول بها، مع مراعاة متطلبات الاتساق؛
- **المبدأ 12:** تخضع عمليات صناديق الثروة السيادية وكشوفه المالية للتدقيق السنوي طبقاً للمعايير المحاسبية الدولية أو الوطنية المعمول بها؛
- **المبدأ 13 :** تتحدد بوضوح المعايير المهنية والأخلاقية الواجبة ويحاط علماً بها أعضاء الجهاز الحاكم لصندوق الثروة السيادية وإدارته وموظفيه؛
- **المبدأ 14:** يركز التعامل مع أطراف ثالثة لغرض إدارة عمليات صندوق الثروة السيادية على أسس اقتصادية ومالية وتراعى فيه قواعد وإجراءات واضحة؛
- **المبدأ 15:** تدار عمليات صندوق الثروة السيادية وأنشطته في البلدان المضيفة طبقاً لمتطلبات التنظيم والإفصاح المرعية في البلدان التي يزاول نشاطه فيها؛
- **المبدأ 16:** يتم الإفصاح علناً عن إطار الحوكمة وأهدافها، وكذلك عن كيفية إدارة صندوق الثروة السيادية، على أساس من الاستقلالية التشغيلية عن الجهة المالكة؛
- **المبدأ 17:** يتم الإفصاح علناً عن المعلومات المالية ذات الصلة بصندوق الثروة السيادية لتوضيح توجهه الاقتصادي والمالي، حتى يتسنى له الإسهام في استقرار الأسواق المالية الدولية، وتعزيز الثقة في البلدان المتلقية لاستثماراته؛

- **المبدأ 18:** تتسم السياسة الاستثمارية لصندوق الثروة السيادية بالوضوح والاتساق مع أهدافه المحددة والمخاطر التي يتعرض لها ودرجة تحمله لها، وإستراتيجيته الاستثمارية حسبما حددتها الجهة المالكة أو الحاكمة كما تركز على مبادئ سليمة لإدارة الحافظة ، وينشطر هذا المبدأ إلى ثلاثة مبادئ فرعية؛
 - **المبدأ 19:** تهدف القرارات الاستثمارية التي يتخذها صندوق الثروة السيادية إلى تعظيم العائد المالي المعدل حسب المخاطر، بما يتوافق مع سياسته الاستثمارية واستنادا إلى أسس اقتصادية ومالية وينشطر هذا المبدأ إلى مبدئين فرعيين؛
 - **المبدأ 20:** لا يجوز لصندوق الثروة السيادية السعي لمعرفة معلومات سرية أو اكتساب نفوذ من خلال الحكومة بمفهومها الأوسع أو استغلال مثل هذه المعلومات أو النفوذ في التنافس مع الكيانات الخاصة؛
 - **المبدأ 21:** ينظر صندوق الثروة السيادية إلى حقوق ملكية المساهمين باعتبارها عنصرا أساسيا في قيمة استثمارات أصوله، وإذا اختار أن يمارس حقوق ملكيته فعليه القيام بذلك علة نحو يتسق مع سياسته الاستثمارية ويحمي القيمة المالية لاستثماراته ويفصح بشكل علني عن منهجه العام تجاه الأسهم المانحة لحقوق التصويت في الكيانات المدرجة في البورصة، بما في ذلك العوامل الأساسية المرشدة لممارسة حقوق الملكية؛
 - **المبدأ 22:** يستند صندوق الثروة السيادية إلى إطار يحدد مخاطر عملياته ويقدرها وينشطر هذا المبدأ إلى مبدئين فرعيين؛
 - **المبدأ 23:** تقاس أصول صندوق الثروة السيادية وأدائه الاستثماري وترفع تقارير بشأنها لمالكها طبقا لمبادئ ومعايير واضحة التحديد؛
 - **المبدأ 24:** يجري صندوق الثروة السيادية بشكل مباشر أو من خلال طرف ينوب عنه عملية مراجعة منتظمة لتطبيق المبادئ والممارسات المتعارف عليها.
- وتقر مجموعة العمل الدولية بالطبيعة المتغيرة لتدفقات رؤوس الأموال الدولية، ولذلك تتعرض هذه الصناديق لعدة تحديات عند تطبيق هذه المبادئ، وخاصة إن كانت حديثة النشأة.

المبحث الثالث: مؤشرات قياس أداء حوكمة صناديق الثروة السيادية

تعتبر مؤشرات قياس الأداء من بين أهم الوسائل المستخدمة في قياس أداء مختلف الهيئات والمؤسسات المالية وكذا تسمح بتقييم أداء صناديق الثروة السيادية، إذ تعد هذه المؤشرات في مراحلها الأولى نظرا لحدثة هذه الصناديق، ومن خلال هذا المبحث سنتطرق إلى المؤشرين الذين تم استخدامهما في قياس أداء صناديق الثروة السيادية.

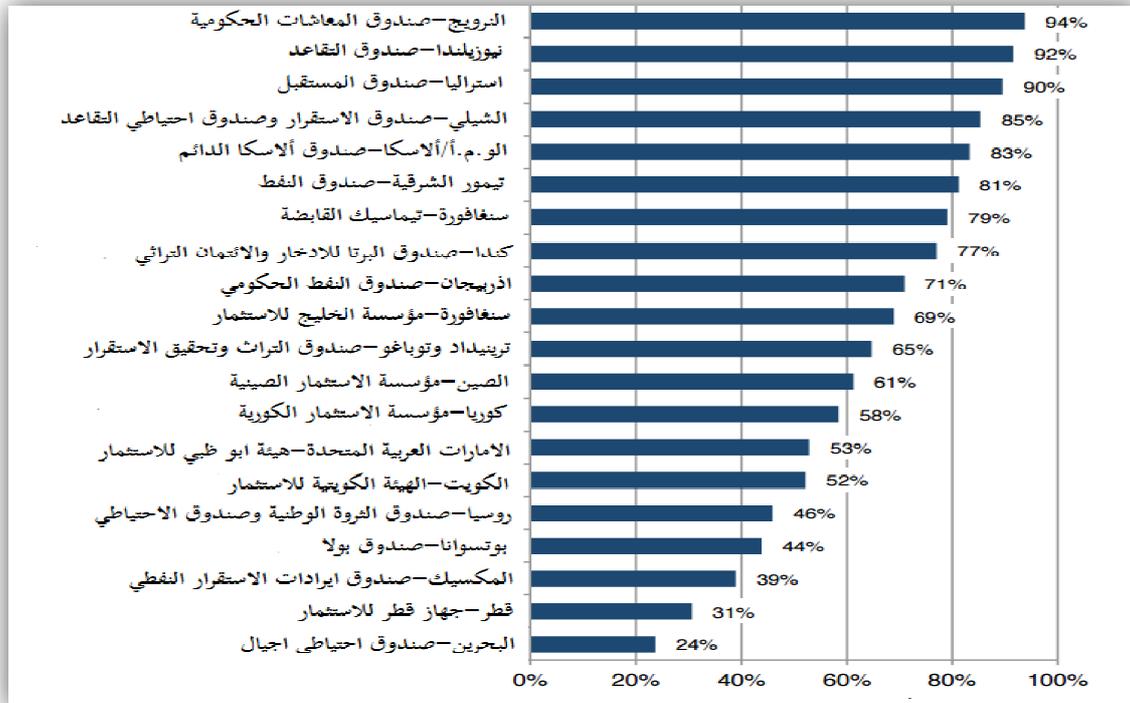
المطلب الأول: موقع صناديق الثروة السيادية من مؤشر الامتثال

إن تطبيق مبادئ سنتياغو يمثل تعبيراً عن تعزيز الحوكمة بهذه الصناديق، وتتضمن حوكمة صناديق الثروة السيادية الالتزام بمتطلبات التنظيم والإفصاح في البلد الأصلي والبلدان المتلقية، وقد نصت عليها الدعامة 02 من وثيقة مبادئ سنتياغو، بيد أن تطبيق هذه المبادئ غير متكافئ لحد بعيد، ولا يزال الطريق طويلاً أمامها كي تصبح هذه الصناديق أطراف مسؤولة في الاقتصاد العالمي.

أولاً: مؤشر امتثال صناديق الثروة السيادية لمبادئ سنتياغو

1. مؤشر امتثال أهم صناديق الثروة السيادية في العالم لمبادئ سنتياغو لسنة 2013

الشكل رقم (04): مؤشر امتثال صناديق الثروة السيادية لمبادئ سنتياغو لسنة 2013



Source: Benchmarking Series, The Santiago Compliance Index 2013, Geo-economics, January 2014, p3.

نلاحظ من خلال الشكل رقم 04 أن صندوق المعاشات الحكومية النرويجي يحتل المرتبة الأولى عالميا من حيث مؤشر الامتثال لمبادئ سندياغو لسنة 2013 بنسبة 94% ثم يليه صندوق التقاعد لنيوزيلندا بنسبة 92% ثم صندوق المستقبل لأستراليا بنسبة 90% إلى غاية صندوق احتياطي أجيال للبحرين الذي يملك أقل نسبة من بين أهم صناديق الثروة السيادية في العالم من حيث الامتثال لمبادئ سندياغو والتي تقدر بـ 24%.

2. مؤشر امتثال صناديق الثروة السيادية لمبادئ سندياغو لسنة 2014:

نورد فيما يلي مدى امتثال صناديق الثروة السيادية لمبادئ سندياغو حسب مؤشر 2014.

الجدول رقم (11): مؤشرات الامتثال لسنة 2014 حسب " Geo Economica "

التصنيف	الصندوق
Fully Compliant متوافقة تماما	
A	1. صندوق البترول لتيمر الشرقية
A	2. ESSF/PRF: الشيلي
A-	3. صندوق المستقبل لأستراليا
A-	4. صندوق التقاعد لنيوزيلندا
A-	5. صندوق التقاعد الحكومي (نرويج)
A-	6. صندوق التراث والاستقرار: ترينيداد وتوباغو
A-	7. صندوق الإسكا الدائم
A-	8. صندوق التراث (كندا)
Broadly Compliant متوافقة على نطاق واسع	
B+	9. صندوق النفط الحكومي (أذربيجان)
B+	10. صندوق بولا (بوتسوانا)
B+	11. جهاز استثمار الثروة لنيجيريا
B	12. صندوق الاستثمار الوطني لكزاخستان
B	13. شركة الاستثمار لكوريا
B	14. هولدينغ تيماساك (سنغافورة)
B-	15. صندوق الثروة الوطنية / احتياطي (روسيا)
B-	16. صندوق أنغولا

متوافقة جزئياً Partially Compliant	
C+	18. شركة الاستثمار للصين
C+	19. جهاز أبو ظبي للاستثمار
C+	20. جيق لسنغافورة
C+	21. صندوق ماليزيا
C+	22. صندوق التنمية الوطنية لإيران
C	23. صندوق الاستثمار المباشر لروسيا
C	24. جهاز الاستثمار للكويت
C	25. جهاز الاستثمار لليبيا
Non Compliant غير متوافقة	
D	26. جهاز الاستثمار لقطر
Non rated غير مصنفة	
X	27. صندوق احتياطي التقاعد الوطني لإيرلاندا
X	28. صندوق سامريك كازينا (كازخستان)
X	29. الصندوق الاستراتيجي لإيطاليا
X	30. صندوق الاستقرار لعوائد النفط

Source: Sven Behrendt, **Santiago Compliance Index 2014**, Geo Economica, oct.2014. sit

webhttp://www.geoeconomica.com/index.php/analyses.html

ويلاحظ من الجدول أعلاه ضعف مؤشر الامتثال لصناديق الدول العربية، التي لم تظهر أصلاً في هذا الجدول عدا 3 صناديق والتي كان واحد منها غير متوافق وواحد غير مصنف، مما يجعل صناديق هذه الدول أمام تحدي كبير، وحسب دراسة حديثة "جيوإيكونوميكا"¹: فإن غالبية صناديق الثروة السيادية في العالم تفتقر للحوكمة خاصة الخليجية منها، وحسب الخبير الاقتصادي "قاسم محمد قاسم" فإن العديد من صناديق الثروة السيادية لدول الخليج وغيرها يرون أنه لا حاجة للحوكمة ما دامت هذه الصناديق غير مرتبطة بهيئة تضم المساهمين، ورجح أن ذلك قد يرجع إلى كون بعض الاستثمارات المنفذة تأخذ طابعاً سياسياً في إطار دعم ومساعدة بعض الدول كما أن الإفصاح عن المعلومات قد يضر بالمصالح الاستثمارية خارج البلد، ولذلك يفهم تحفظ بعض الدول بخصوص الإفصاح عن معلومات عن صناديق ثروتهم السيادية باعتبارها حقاً سيادياً، رغم أن الإفصاح والشفافية ضروري في أي عملية ذات طبيعة

¹ هي شركة أبحاث مستقلة، متواجدة بجنيف (سويسرا)، وتهتم بإدارة المخاطر السياسية.

استثمارية، كما ينبغي الإشارة إلى أن صناديق الثروة السيادية يمكن أن تساهم في رفع مستوى حوكمة الشركات المتلقية لأموالها، وخير مثال على ذلك النموذج النرويجي الذي يعتبر أكثر الصناديق نشاطا من حيث امتلاكه للشركات وعدد الأصوات فيها، وكذا اقتراحاته المقدمة لها للفصل بين دور رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي، قصد رفع مستوى الحوكمة بهذه الشركات.¹

ثانيا: العلاقة بين الامتثال وبعض المؤشرات الاقتصادية

تجدر الإشارة أنه تمت دراسة العلاقة بين الامتثال من جهة وكل من الديمقراطية والحوكمة العالمية والنمو الاقتصادي وتاريخ تأسيس الصندوق من جهة أخرى، ونوضح ذلك كما يلي:²

1. العلاقة بين الامتثال والديمقراطية: لوحظ أن مستوى الديمقراطية في بلد ما يتناسب طرديا مع الامتثال لمبادئ سندياغو، ففي دراسة لـ (سفن بهرندت سنة 2010)، لاحظ أن هناك ارتباط وثيق بينهما وذلك بعد أن قارن مؤشر الامتثال مع مؤشر الديمقراطية، حيث أن مؤشر الديمقراطية التابع لوحدة "إيكونومست للمعلومات" يقوم على 5 أسس هي: العمليات الانتخابية، التعددية، الحريات المدنية، أداء الحكومة والمشاركة السياسية والثقافة السياسية في بلد ما، وتوصل الباحث إلى وجود 4 مجموعات من صناديق الثروة السيادية وهي:

- صناديق تنتمي إلى ديمقراطيات كاملة تتصف بالمساءلة والشفافية ويقدر جيد من الحوكمة؛
- صناديق تنتمي إلى ديمقراطيات ناقصة وأنظمة هجينة، تتصف بقدر معتدل من المساءلة والشفافية ويقدر جيد من الحوكمة؛
- صناديق تنتمي إلى دول تتمتع بأنظمة حكم غير ديمقراطية وسيئة الأداء؛
- صناديق تكون المعلومات المتوفرة عنها غير كافية.

2. العلاقة بين الامتثال والحوكمة العالمية: لوحظ أن هناك علاقة قوية بين أداء صناديق الثروة السيادية من حيث مؤشر الامتثال، ومؤشرات الحوكمة العالمية، وتبين أن هناك تفاوت بين الدول، ولذلك يرجح أن تكون حوكمة الصناديق وفقا لمعايير الحوكمة الشاملة للدول التي تمتلكها، وبذلك فامتثال صندوق ما مرتبط بقوة بمؤشر الحوكمة للبنك الدولي ومؤشر الفساد لمنظمة شفافية دولية.

¹الخليج أون لاين، صناديق الثروة السيادية... ملاذ دول الخليج في الأزمات، مقال شوهدي بتاريخ 2016/03/12 على الساعة 18:30 على الرابط: <http://alkhaleejonline.net/>

² خليل عبد القادر، بوفاسة سليمان، مرجع سبق ذكره، ص 14.

3. العلاقة بين الامتثال والنمو الاقتصادي لبلدان الموطن: يحتمل أيضا أن يرتبط الامتثال بالنمو الاقتصادي لبلد الموطن، لكن أثبتت دراسة (سفن بهرندت، 2010) عدم صحة العلاقة دوماً ومثال ذلك تيمور الشرقية التي صندوق ثروتها السيادي أكثر امتثالا ومعدل نموها أقل مما هو عليه في الدول الخليجية التي امتثالها ضعيف.

4. العلاقة بين الامتثال وتاريخ تأسيس الصندوق: درس (سفن بهرندت، 2010) العلاقة بين الامتثال لمبادئ سندياغو وتاريخ تأسيس الصندوق، وتوصل لعدم وجود أي علاقة بينهما.

المطلب الثاني: مؤشر ترومان

سوف نتطرق ن خلال هذا المطلب إلى التعريف بالمؤشر وكذا معايير ومكونات كل معيار، وفي الأخير سوف نعطي أهم تصنيفات الصناديق وفق هذا المؤشر.

أولاً: تعريف مؤشر ترومان

تم إعداد هذا المؤشر من قبل الباحث أدوين ترومان سنة 2008 ويهدف إلى قياس أداء صناديق الثروة السيادية باستخدام أربع معايير رئيسية تتمثل في الهيكل، الحوكمة، الشفافية، المسائلة والسلوك، كما أن هذه المعايير تتكون من 33 سؤال تقابله 33 نقطة موزعة على النحو التالي: 08 أسئلة لمعيار الهيكل، 05 أسئلة لمعيار الحوكمة، 14 سؤال لمعيار الشفافية والمسائلة، 06 أسئلة لمعيار السلوك.¹

ثانياً: معايير مؤشر ترومان ومكونات كل معيار

وتتمثل في:

1. معايير مؤشر ترومان: وهي كالاتي:²

- معيار هيكل الصندوق: يقيس مدى وضوح مصادر تمويل الصندوق واستخدامات أصوله وعوائده وكذا مدى ارتباطه بالميزانية العامة للدولة والإستراتيجية الإستثمارية المتبعة ومدى انفصال تلك الصناديق عن احتياطات الصرف الأجنبي؛

- معيار حوكمة الصندوق: يقيس مدى وضوح دور الحوكمة في إستراتيجية الإستثمار للصناديق وصلاحيات مديري تلك الصناديق ومدى وجود مؤشرات تحكم نزاهة ومهنية القائمين على الإستثمار؛

¹ زبيري رابح، بوزيان فتيحة، صناديق الثروة السيادية والحوكمة، مداخلة ضمن الملتقى الدولي حول موقع صناديق الثروة السيادية ضمن النظام المالي العالمي ودورها في تحقيق الاستقرار، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة الجليلي بونعامة، خميس مليانة، يومي 29، 30 أبريل، الجزائر، 2015، ص09.

² زبيري رابح، بوزيان فتيحة، نفس المرجع السابق، ص 10.

- معيار المسائلة والشفافية: يقيس مدى توفر المعلومات الفصلية والسنوية عن الاستثمار وعوائده والتوزيع الجغرافي لها والرقابة المالية الداخلية والخارجية على الصندوق؛
- معيار سلوك الصندوق: يبين كيفية إدارة الصناديق لمحافظة الاستثمارية واستخدام تقنية الرفع المالي والمشتقات المالية.

2- مكونات معايير مؤشر ترومان: يمكن تبين تركيبة معايير مؤشر ترومان في الجدول التالي:

الجدول رقم (12): مكونات معايير مؤشر ترومان

المعيار							
سلوك الصندوق		المسائلة والشفافية		الحوكمة		الهيكلية	
النقط	المكونات	الذ قط	المكونات	النقط	المكونات	النقط	المكونات
01	- كيفية تعديل المحفظة الاستثمارية	01	- الإفصاح عن أنواع الأصول المستثمر فيها	01	- دور الحكومة	01	- تحديد أهداف الصندوق
01	- وجود حد أعلى للمساهمات	01	- استخدام محفظة الاستثمار المرجعية	01	- دور مسيري الصندوق	01	- موارد الصندوق
01	- وجود مساهمات بدون حق الإدارة	01	- استخدام تقنية تصنيف القروض	01	- القرارات المتخذة من المسيرين	01	- كيفية استخدام عوائد الصندوق
01	- استخدام سياسات الرفع المالي	01	- الاستعانة بمدراء محافظ استثمارية أجنبية	01	- وجود توجيهات تحدد مسؤولية الصندوق	01	- التوافق مع الموازنة العامة
01	- وجود سياسة خاصة المشتقات المالية	01	- الإفصاح عن حجم أصول الصندوق	01	- وجود توجيهات أخلاقية تضبط نشاط الصندوق	01	- إتباع وتنفيذ التوجيهات الإستراتيجية الاستثمار
01	- وجود سياسة خاصة المشتقات المالية	01	- الإفصاح عن العائد المحقق	01	- أخلاقية تضبط نشاط الصندوق	01	- تغيير هيكل الصندوق
01	- وجود سياسة خاصة المشتقات المالية	01	- الإفصاح عن البلدان المستثمر فيها	01	- أخلاقية تضبط نشاط الصندوق	01	- الفصل بين الصندوق واحتياطات الصندوق
01	- وجود سياسة خاصة المشتقات المالية	01	- الإفصاح عن استثمارات خاصة	01	- أخلاقية تضبط نشاط الصندوق	01	- الفصل بين الصندوق واحتياطات الصندوق
01	- وجود سياسة خاصة المشتقات المالية	02	- أنواع العملات المستخدمة في الصندوق	01	- أخلاقية تضبط نشاط الصندوق	01	- الفصل بين الصندوق واحتياطات الصندوق
01	- وجود سياسة خاصة المشتقات المالية	03	- نشر تقارير سنوية وفصلية	01	- أخلاقية تضبط نشاط الصندوق	01	- الفصل بين الصندوق واحتياطات الصندوق
06		14		05		08	المجموع

المصدر: بوفليخ نبيل، دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية-الواقع والآفاق مع الإشارة إلى الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2011، ص

ثالثا: تصنيف أهم صناديق الثروة السيادية وفقا لمؤشر ترومان

وفقا لتصنيف سنة 2013 الذي تم إجراؤه على 58 صندوق، نجد 08 صناديق تحصلت على أكثر من 30 نقطة من بينها نجد صندوق ألاسكا الدائم وصندوق المعاشات الحكومي للنرويج بأعلى قيمة هي 32.5 نقطة، ويدل هذا على أن هذه الصناديق حافظت على مستوى عال من الشفافية، وهذا الأمر ما هو إلا انعكاس لطبيعة المعاملات الاقتصادية ونوعية الأنظمة الاقتصادية السائدة في هذه البلدان بينما نجد 14 صندوقا تحصل على نقاط كانت محصورة في المجال 25-30 نقطة من بينها صندوق تماسك لسنغافورة ب 25 نقطة، وصندوق المستقبل الأسترالي ب 29.5 نقطة، حيث أن الصناديق التي تحصلت على 33 نقطة تعتبر صناديق ذات شفافية وحوكمة مقبولة، وهذا يعكس مختلف الجهود المبذولة من طرف السلطات لتحسين أداء الصناديق عبر مختلف البلدان إلا أنه يبقى أقل من المستوى المرجو وهذا يعني أن السلطات مطالبة ببذل جهود أكبر في هذا المجال، في حين نجد 13 صندوقا تحصل على أقل من 10 نقاط وبالتالي فهي تعتبر صناديق ذات مستوى متدن من الشفافية والحوكمة، ونجد من بينها هيئة قطر للاستثمار ب 5.5 نقطة وشركة دبي للاستثمار ب 7 نقاط وصندوق ضبط الموارد الجزائري ب 9.5 نقطة، وفي ظل مثل هذا الوضع يتوجب على السلطات تغيير سياسات إدارة صناديق ثروتها السيادية وبذل جهود أكبر لتحسين ورفع مستوى أداء هذه الصناديق وذلك من أجل البلوغ إلى درجة الامتثال للمؤشر.¹

المطلب الثالث: مؤشر لينبرغ_مادول

سوف نتطرق ن خلال هذا المطلب إلى التعريف بالمؤشر ومكوناته بالإضافة إلى أهم تصنيفات الصناديق وفق هذا المؤشر.

أولا: تعريف مؤشر لينبرغ_مادول

وهو مؤشر مطور في معهد صناديق الثروة السيادية من قبل الباحثين (كارل لينبرغ وميشال مادو)، وهو مؤشر يهدف إلى قياس مستوى شفافية صناديق الثروة السيادية مع العلم أن تصنيف صناديق الثروة السيادية وفقا لهذا المؤشر يتم كل ثلاثة أشهر وفق سلم مكون من عشر درجات، كما أن صندوق الثروة السيادي يصنف كصندوق شفاف عندما يحقق درجة تعادل ثمانية فما فوق على سلم المؤشر.²

¹ معهد صناديق الثروة السيادية، مقال شوهد بتاريخ 2016/03/24 على الساعة 13:28 على الرابط:

<http://piie.com/publications/pb13-19>.

² لعاطف عبد القادر، فوقة فاطمة، مرجع سبق ذكره، ص 9.

ثانيا: مكونات مؤشر لينبرغ_ مادول

يتكون المؤشر من عشرة معايير أساسية كل معيار يعادل درجة من درجات المؤشر، يمكن توضيح هذه المؤشرات وفقا للجدول التالي

الجدول رقم (13): مكونات مؤشر لينبرغ- مادول

الدرجة	المعيار
1+	توفر معلومات حول هدف الصندوق، موارد الصندوق، هيكل الصندوق.
1+	توفر تقارير دورية وسنوية مستقلة حول أداء الصندوق.
1+	توفر معلومات حول أماكن استثمار أصول الصندوق ونسب المساهمة في الشركات.
1+	توفر معلومات حول القيمة الإجمالية لمحفظة الصندوق العوائد المحققة، والتعويضات الممنوحة للإطارات المشرفة على الصندوق
1+	توفر معلومات حول المبادئ والمراجع المعتمدة من قبل الصندوق.
1+	توفر الصندوق على استراتيجيات استثمار وأهداف واضحة.
1+	توفر معلومات حول فروع الصندوق والاتصالات الخارجية للصندوق.
1+	توفر معلومات حول الهيئات الأجنبية المكلفة بإدارة استثمارات الصندوق.
1+	توفر الصندوق على موقع إلكتروني.
1+	توفر الصندوق على وسائل الاتصال البريدية والإلكترونية.

المصدر: بوفليخ نبيل، دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية-الواقع والآفاق مع الإشارة إلى الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، الجزائر، 2011، ص 131.

ثالثا: أهم تصنيفات صناديق الثروة السيادية وفق مؤشر لينبرغ_مادول

حسب آخر إحصائية توصل إليها معهد صناديق الثروة السيادية في شهر أبريل لسنة 2015 التي ضمت 78 صندوق بقيمة إجمالية بلغت 7 تريليون دولار، حيث تم قياس شفافية 54 صندوق منها فقط، 11 صندوق أخذ 10 درجات كاملة أي أنها صناديق تتميز بالشفافية لأنها تحصلت على أكبر من 8 درجات منها صندوق المعاشات الحكومي النرويجي وتماسك لسنغافورة، بينما كان عدد الصناديق التي تحصلت على 8 إلى 9 نقاط هو 16 صندوق من بينها شركة استثمار الصينية والخزانة الماليزية وبالتالي يصبح عدد الصناديق لشفافية هو 27 صندوق أما عدد الصناديق الأقل شفافية التي أخذت 1 من أصل 10 درجات فكان عددها 6 صناديق من بينها صندوق ضبط الموارد الجزائري والهيئة الليبية للاستثمار

أما فيما يخص صناديق الثروة السيادية الخليجية التابعة للإمارات العربية السعودية وقطر والكويت فتعتبر صناديق متوسطة الشفافية تتراوح ما بين 3 و6 درجات، ويمكننا ذكر مثال عن صناديق الثروة السيادية العربية التي حققت درجة عالية من الشفافية منها صندوق الثروة السيادي للبحرين الذي تحصل على 10 درجات كاملة فيما يخص مؤشر لينبرغ_مادول للشفافية سنة 2015 حسب معهد صناديق الثروة السيادية كما تحصلت الشركة في العام الماضي على 9 من أصل 10 نقاط، إذ تعتبر ممتلكات البحرين القابضة واحدا من أصل 11 صندوق يعطي تصنيف علامة كاملة من قبل المؤشر الولي في سنة 2015، إذ تحتوي محفظة الممتلكات على مجموعة من القطاعات منها صناعات تحويلية وخدمات وعقارات، ويعتبر هذا التصنيف دلالة على التزام الشركة بقيم الشفافية، فهذه الأخيرة تعد من أهم ركائز نجاح الممتلكات حيث تساهم في زيادة ثقة المستثمرين وتعزيز الأداء التشغيلي لشركات المحفظة الاستثمارية.¹

¹ معهد صناديق الثروة السيادية، مقال شوهد بتاريخ 2016/03/28 على الساعة 13:33 على الرابط:

<http://www.swfinstitnte.org>

خلاصة الفصل

لقد زاد الاهتمام بالحوكمة باعتبارها تضم الأنظمة والقوانين الخاصة بالأداء وبالتالي تجنب الوقوع والوصول إلى نتائج سلبية، ولم يتوقف هذا عند الاهتمام بحوكمة الشركات فقط، بل تعدى إلى مؤسسات عمومية منها صناديق الثروة السيادية ذلك نتيجة لما حدث من اضطرابات وأزمات اقتصادية ومالية خاصة الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، مما زاد من الاهتمام بصناديق الثروة السيادية ومحاولة تحسين أدائها، ولتحقيق ذلك تم وضع مبادئ سننجاغو من طرف صندوق النقد الدولي والتي تضم 24 مبدأ التي تتميز بطبيعتها غير إلزامية، وكذا وضع مؤشر ترومان الذي يهدف إلى قياس أداء صناديق الثروة السيادية الذي يحتوي على 33 درجة، ومؤشر لينبرغ-مادول الذي يحتوي على 10 درجات، وقد سمح هذين المؤشرين بقياس شفافية وحوكمة هذه الصناديق بغية تحسين أدائها إلى الأفضل رغم أن عملهما لازال مبدئياً.

الفصل الثالث: تجارب دولية في حوكمة صناديق

الثروة السيادية مع التطبيق على حالة الجزائر

المبحث الأول: حوكمة صناديق الثروة السيادية في الدول المتقدمة "دراسة
تجربة صندوق التقاعد الحكومي النرويجي"

المبحث الثاني: حوكمة صناديق الثروة السيادية في الدول النامية
"دراسة تجرّبي الصين والامارات العربية المتحدة"

المبحث الثالث: تقييم حوكمة صندوق ضبط الموارد الجزائري ومدى ارتباطه
بالحوكمة ومتطلبات رفعها.

تمهيد

من أجل التعرف والحديث على حوكمة صناديق الثروة السيادية يتم التوجه إلى دراسة تجارب عالمية مختلفة في هذا المجال، من ضمنها التجربة الأوروبية المختارة والمتمثلة في صندوق التقاعد الحكومي النرويجي باعتباره انجح تجربة في تطبيق مبادئ حوكمة صناديق الثروة السيادية والتي من خلالها تتمكن الدول الراغبة في التزامها بهذه المبادئ الاستفادة من هذه التجربة الرائدة، بالإضافة إلى التجربة الآسيوية المتمثلة في صناديق الثروة السيادية الصينية كونها تحاول تطبيق مبادئ الحوكمة في صناديق ثروتها السيادية والتي تحتل هذه الأخيرة المرتبة الأولى عالميا من حيث حجم أصولها المتأتية أغلبها من القوة التصديرية والتنافسية لهذه الدولة، ومن ثم التجربة الخليجية المتمثلة في الإمارات العربية المتحدة والتي هي الأخرى تحتل المرتبة الثانية عالميا بعد الصين من حيث حجم أصول صناديق ثروتها السيادية التي يبلغ عدد هذه الأخيرة سبعة صناديق.

وعلى غرار هذه البلدان قامت الجزائر هي الأخرى بإنشاء صندوق للثروة السيادية تحت اسم "صندوق ضبط الموارد" لادخار الفوائض المالية المحققة من الجباية البترولية، إذ توجه هذه الأخيرة لتسيير وتمويل الميزانية العامة للدولة في فترات العجز المالي، ولمواجهة الصدمات الخارجية المتوقعة أما فيما يخص الحوكمة وتطبيقها للمؤشرات الدولية فان الجزائر تصنف ضمن المراتب الأخيرة في هذا المجال، وقد عرف هذا الصندوق بعد مرور 16 سنة من إنشائه تراجعا ملحوظا في إيراداته في الآونة الأخيرة نتيجة انخفاض أسعار البترول وكونه صندوق ادخاري فقد توجب على الدولة استنزاف مدخرات الأجيال القادمة لتسيير ميزانياتها ومواجهة عجزها في التمويل، وهذا زاد من تذييل صندوق ضبط الموارد من حيث تطبيقه للحوكمة الذي ترتب عنه تراجع مؤشرات قياس أداءه عما سبق من الشفافية والإفصاح والحوكمة، وهذا ما سنحاول معرفته في هذا الفصل من خلال تقسيمه إلى المباحث الثلاثة التالية:

المبحث الأول: حوكمة صناديق الثروة السيادية في الدول المتقدمة؛

المبحث الثاني: حوكمة صناديق الثروة السيادية في الدول النامية؛

المبحث الثالث: تقييم صندوق ضبط الموارد الجزائري ومدى ارتباطه بالحوكمة ومتطلبات

رفعها.

المبحث الأول: حوكمة صناديق الثروة السيادية في الدول المتقدمة "دراسة تجريبية صندوق

التقاعد الحكومي النرويجي"

تعتبر تجربة النرويج في مجال صناديق الثروة السيادية من أنجح التجارب في العالم وذلك بشهادة المنظمات العالمية على غرار صندوق النقد الدولي، فحسب مؤشرات قياس الأداء فإن الصندوق يصنف ضمن المرتبة الأولى، ويتميز الهيكل الاقتصادي للنرويج بالتنوع وهيمنة قطاع الخدمات على الناتج المحلي الإجمالي بنسبة تقدر بـ 60%، بينما تساهم المحروقات في إجمالي الصادرات بنسبة 36.41%، في حين لا تتعدى مساهمة المداخل البترولية في الإيرادات العامة للدولة نسبة 36.41% وهذا ما سمح للاقتصاد النرويجي بأن يكون أقل ارتباطاً بالقطاع النفطي.

المطلب الأول: لمحة عن صندوق التقاعد الحكومي النرويجي

سوف نتطرق في هذا المطلب إلى تعريف التقاعد الحكومي النرويجي ونشأته وتطوره.

أولاً: تعريف صندوق التقاعد الحكومي النرويجي

هو عبارة عن صندوق ادخار واستقرار تحت اسم صندوق النفط للعائدات وصندوق الإحتياطات طوارئ التقاعد، تأسس سنة 1990 من أجل تدعيم إدارة الفوائض البترولية في المدى الطويل، حيث تم تغيير اسمه سنة 2006 إلى صندوق التقاعد الحكومي الإجمالي *GPFG، لكنه في الأصل ليس صندوق تقاعد لأنه يمول من الفوائض البترولية وليس من اشتراكات التقاعد، فنتيجة للإصلاح الذي حدث في نظام التقاعد النرويجي ** ومحاولة المحافظة على استقراره وذلك عن طريق تغطية وتوفير نفقات التقاعد بسبب زيادة نسبة الشيخوخة في المجتمع النرويجي، هذا أدى إلى ارتفاع كبير في نفقات الراتب التقاعدي وبهذا لجأت الحكومة إلى ضرورة دمج صندوق التقاعد الحكومي العالمي (صندوق البترول الحكومي سابقاً) مع صندوق التقاعد الحكومي المحلي (صندوق مخطط الضمان الاجتماعي سابقاً).³

ويضم صندوق التقاعد الحكومي النرويجي كل من صندوق التقاعد الحكومي العالمي (صندوق البترول الحكومي سابقاً) والذي يتميز باستثماره في الخارج أما إدارة عملياته فتتم من قبل بنك النرويج وقد قدرت أصوله سنة 2010 بـ 3077 مليار كرونة أي ما يقابل 381,548 مليار دولار، وصندوق التقاعد

* GPFG= Gouvernement pension Fund Global.

** نظام التقاعد النرويجي التابع للحكومة وبالتالي ارتفاع نفقات التقاعد يؤدي إلى إخلال في الموازنة العامة للدولة وبالتالي عجز فيه.

³Benjamin J, Richardson, **Sovereign Wealth Funds and the quest for sustainability**, Insights from Norway New Zealand Journal, of Nordic commercial law, issue 2011, p: 5,6.

الحكومي المحلي (صندوق مخطط الضمان الاجتماعي سابقا) الذي يتميز باستثماره في الداخل وتتم إدارته من قبل بنك النرويج، وقدرت أصوله بـ135 مليار كرونة أي ما يقابل 16,7400 مليار دولار سنة 2010.¹

ثانيا: نشأة صندوق التقاعد الحكومي النرويجي وتطوره

حسب التقرير الذي أعد من قبل الوزارة المالية سنة 1974 والمقدم من قبل البرلمان النرويجي، وفي ظل ارتفاع أسعار البترول بأربعة أضعاف عما كان عليه في الفترة (1974-1975) مع مشكلات إعادة الهيكلة الاقتصادية من أجل تطوير صناعة البترول، ما يتطلب الاعتدال في استخدام العائدات البترول حتى لا تضرر القطاعات الأخرى، إلا أن الصناعات التصديرية تضررت في الواقع نتيجة إتباع الحكومة لسياسة توسعية خلال الفترة (1974-1977) وارتفعت تكلفة تطوير الصناعة البترولية بالإضافة إلى ارتفاع نسبة المديونية بـ50% من الناتج المحلي الإجمالي وهي نسبة قياسية مقارنة ببعض الدول النامية، وفي ظل هذه الظروف لجأت الحكومة النرويجية خلال الفترة (1979-1980) إلى تجميد الأجور، لكن ما حدث هو ارتفاع أسعار البترول سنة 1979، وقد أدى هذا إلى تطوير صناعة البترول وبالتالي تحقيق مداخيل نفطية مما سمح للحكومة بتسديد الديون وكذا العودة إلى إتباع سياسة توسعية من جديد حتى سنة 1990 فأجمعت كل الجهات إلى أن تحقيق المداخيل النفطية والتوسع في إنفاقها يشكل خلل في الاقتصاد النرويجي ويتطلب الأمر معالجته حسب تقرير الوزارة المالية لسنة 1974، إذ تم التوصل إلى استخدام العوائد المحققة في الاقتصاد بطريقة غير مباشرة وذلك عن طريق إقرار الحكومة النرويجية إنشاء صندوق ثروة سيادي تحت اسم صندوق النفط، حيث يمول هذا الأخير عن طريق تحويلات حكومية للفوائض المالية المحققة على مستوى الموازنة العامة للدولة نتيجة ارتفاع أسعار النفط.² وتتمثل أهداف الصندوق في:³

- تحقيق التوزيع العادل للثروات بين الأجيال؛
- تعزيز قدرة الحكومة على التسيير طويل الأجل لمداخيل الثروة النفطية؛
- الحفاظ على استقرار الموازنة العامة للدولة وحمايتها من أثر تقلبات المداخيل النفطية؛
- تحويل الثروة النفطية إلى ثروة مالية من خلال استثمارها في الأسواق المالية العالمية مع الأخذ بعين الاعتبار مبدأ العائد والمخاطرة.

¹ Stig Sollund, **Government pension Fund Globa**, tax la Department Expert Meeting, Moscow, 2011, p: 8.

² أويستين نورينج، التجربة النرويجية في التنوع الاقتصادي الخاص بالصناعة النفطية، مركز الإمارات للدراسات والبحوث الإستراتيجية، الطبعة الأولى، أبو ظبي، 2007، ص 217، 218.

³ Sigbjorn. Atle. Berg, **le Fonds du pétrole du gouvernement norvégien, présentation au collège de contrôle et surveillance des Ressources Pétrolières**, Norges Bank Investment Management ,26 juin 2003, Norvège, p:14.

يمكن توضيح تطور صندوق الثروة السيادي النرويجي من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (14): مراحل تطور صندوق الثروة السيادي النرويجي خلال الفترة (1990-2010)

الحدث	الفترة
البرلمان النرويجي يصادق على قانون تأسيس صندوق النفط الحكومي الذي يمول عن طريق مداخل الثروة النفطية المحولة من قبل الحكومة والذي يهدف إلى تدعيم سياسة الحكومة الخاصة بالتسيير لأجل المداخل البترولية.	1990
تلقي الصندوق لأول تحويل حكومي وبالتالي بداية النشاط الفعلي للصندوق عن طريق استثمار أصوله خارجيا في السندات الحكومية.	1996
تأسيس بنك النرويج لإدارة الاستثمارات وهو مؤسسة تابعة لبنك النرويج المركزي مكلفة بإدارة أصول صندوق النفط الحكومي نيابة عن وزارة المالية مع توسيع النشاط الاستثماري للصندوق ليشمل الأسهم (40% أسهم، 60% سندات)	1998
تم إضافة خمس أسواق ناشئة للمؤشر المرجعي لأسهم الصندوق.	2000
سجل الصندوق نموا أسرع من المتوقع بسبب التحويلات الحكومية القياسية نحو الصندوق نتيجة ارتفاع أسعار النفط في نفس الفترة	2000- 2008
تم إضافة سندات الشركات والسندات المؤمنة للمؤشر المرجعي لسندات الصندوق.	2002
تم إقرار مبادئ أخلاقية إلزامية على استثمارات الصندوق.	2004
تم تغيير اسم الصندوق إلى صندوق المعاشات الحكومي الإجمالي.	2006
رفع نسبة الأسهم في المحفظة الاستثمارية للصندوق إلى 60	2007
تحقيق استثمارات الصندوق لعائد قياسي يقدر ب 25,6% من القيمة السوقية للمحفظة الاستثمارية للصندوق.	2009
وزارة المالية تقرر منح التفويض للصندوق من أجل استثمار 5% من أصوله في شكل عقارات مع تخفيض نسبة استثمارات الصندوق في السندات	2010

Source :Norges Bank Investment Management (NBIM) Historical overview:

www.nbim.no/en/about-us/government-pension-Fund-Global

المطلب الثاني: حوكمة صندوق التقاعد الحكومي النرويجي

سوف نتطرق في هذا المطلب إلى تطبيق الحوكمة في صندوق التقاعد الحكومي النرويجي ورقابته، إدارته و الشفافية والمساءلة بالنسبة له.

أولاً: تطبيق الحوكمة في صندوق التقاعد الحكومي النرويجي

يتميز نموذج حوكمة صندوق الثروة السيادي في النرويج بتقسيم واضح للمهام والمسؤوليات بين مختلف الهيئات المكلفة بإدارة ومراقبة نشاط الصندوق، حيث يعتمد هذا النموذج على مجموعة من القوانين والتوجيهات الصادرة في هذا المجال، و في نفس السياق يعتبر القانون رقم 123 المصادق عليه من قبل البرلمان النرويجي «Stortinget» والصادر بتاريخ 21 ديسمبر 2015 والمتعلق بكيفية إدارة صندوق المعاشات الحكومي الإجمالي، فهو يعتبر المصدر الرئيسي لكل التعليمات والتوجيهات الصادرة من قبل وزارة المالية والمحددة لطرق تسيير وصلاحيات كل جهة مشرفة على الصندوق.¹

يعتمد نظام الرقابة والإشراف والتسيير لصندوق الثروة السيادي على تدخل ثلاثة هيئات هي:

1. البرلمان النرويجي «Stortinget»: يعتبر الجهة الوحيدة التي تخول له كافة الصلاحيات بإصدار وتعديل القوانين والتعليمات المنظمة لنشاط الصندوق، وتتمثل مهامه في:²
 - إصدار قوانين وتشريعات محددة لأهداف ومهام وكيفية إدارة صندوق المعاشات الحكومي الإجمالي؛
 - مراقبة ومساءلة وزارة المالية باعتبارها الجهة المالكة للصندوق وإجبارها على تقديم تقرير سنوي حول كيفية أداء الصندوق.

2. وزارة المالية: تعتبر الهيئة المالكة للصندوق وهي مكلفة بالوظائف التالية:³

- إصدار تعليمات وتوجيهات خاصة بكيفية إدارة الصندوق؛
- تقديم تقرير سنوي للبرلمان يتضمن تقييم سياسات إدارة و أداء الصندوق؛
- تقييم فعالية تسيير البنك المركزي للصندوق عن طريق الاستعانة بمنظمات استشارية مستقلة.
- إلزام الجهة المسيرة "البنك المركزي" بتقديم تقارير فصلية وسنوية حول أداء استثمارات الصندوق مع إعلانها للرأي العام ووسائل الإعلام.

¹ بوفليج نبيل، مرجع سبق ذكره، ص 143.

² Norwegian Ministry of Finance, the Norwegian Government pension Fund Global adherence with the Santiago principles, p 8,9.

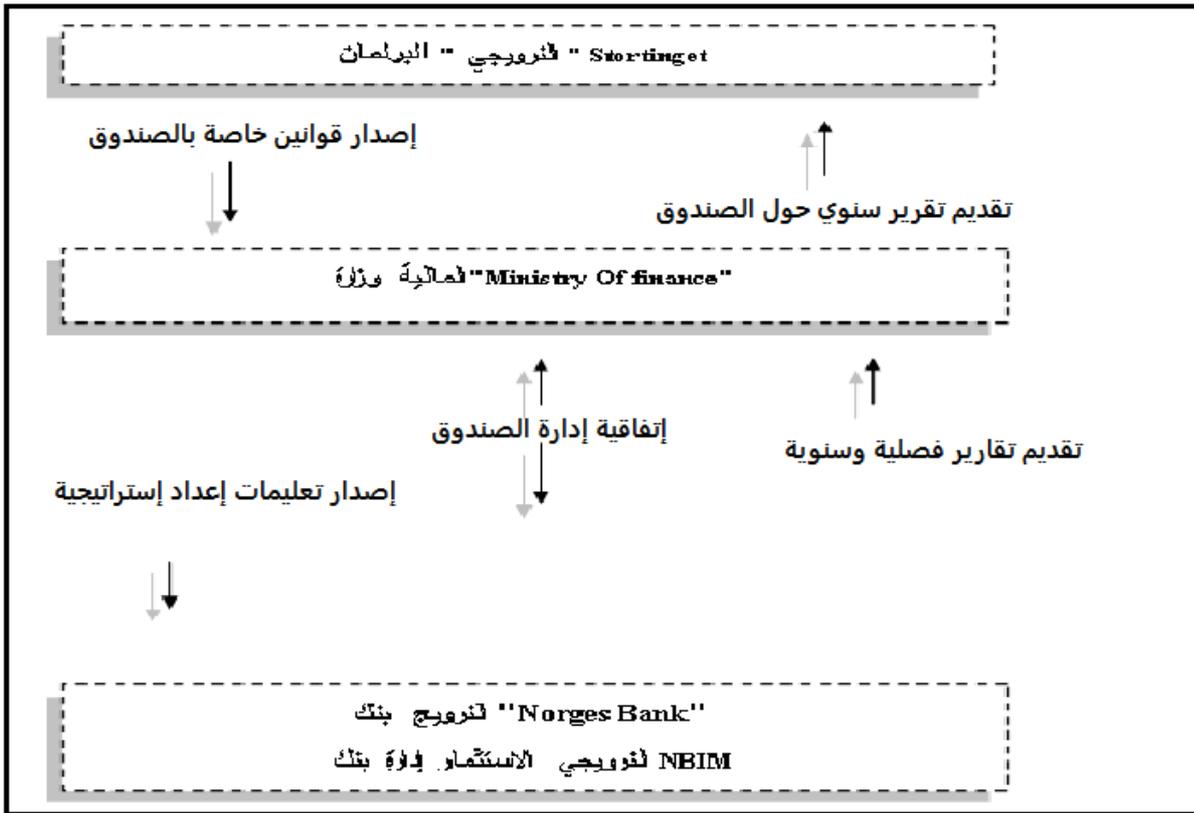
³ Sigbjorn. Atle. Berg, le fonds du pétrole du gouvernement Norvégien, Bank ventrale de Norvège ,26 juin 2003, p 21.

3. البنك المركزي: بنك النرويج «Norges Bank» يعتبر الجهة المسيرة للصندوق وهو مسؤول أمام وزارة المالية مكلف بالوظائف التالية:¹

- القيام بإعداد نظام لقياس مختلف أنواع المخاطر المصاحبة لاستثمارات الصندوق؛
- العمل على تحقيق أكبر عائد ممكن لاستثمارات الصندوق مع الأخذ بعين الاعتبار المخاطر المصاحبة لهذه الاستثمارات؛
- تقديم تقارير فصلية وسنوية لوزارة المالية تتضمن النتائج المحققة واستراتيجيات إدارة الصندوق مع الالتزام بنشر التقارير للرأي العام.

ويوضح الشكل التالي حوكمة صندوق المعاشات الحكومي الإجمالي:

الشكل رقم (05): حوكمة صندوق المعاشات الحكومي الإجمالي



Source: Norges Bank Investment Management, GPF annual Report, 2009, P: 6.

¹ Ibid.

ثانيا: الرقابة على صندوق التقاعد الحكومي النرويجي

يخضع صندوق التقاعد الحكومي الإجمالي لمستويات مختلفة من الرقابة تؤدي إلى التقليل قدر الإمكان من الممارسات المشبوهة والغير قانونية، حيث تخضع الهيئة المكلفة بإدارة استثمارات الصندوق "بنك إدارة الاستثمار النرويجي" إلى رقابة داخلية من قبل البنك المركزي والذي تقوم به وحدة المراجعة والتدقيق التابعة للبنك، كما يخضع البنك المركزي لرقابة وزارة المالية التي تستعين بمكاتب مراجعة وتدقيق مستقلة لتقييم أداء البنك بالإضافة إلى التقارير الفصلية والسنوية التي يسلمها البنك لوزارة المالية والتي تخضع بدورها لرقابة صارمة من قبل البرلمان الذي يعتبر الجهة الوحيدة المخول لها صلاحية إصدار وتعديل القواعد والقوانين المنظمة لنشاط الصندوق، كما أن استعمال وزارة المالية لأصول الصندوق مرهون بموافقة مسبقة من البرلمان بالإضافة إلى إلزامية تقديم تقرير سنوي حول وضعيته للصندوق إلى البرلمان وإيضفاء مزيد من الشفافية على إدارة الصندوق، فإن جميع الهيئات السالفة الذكر مطالبة بنشر وإعلان مختلف القوانين والأنظمة والتوجيهات والتقارير الخاصة بالصندوق للرأي العام عبر مواقعها الإلكترونية وفي وسائل الإعلام المختلفة¹.

ثالثا: إدارة صندوق التقاعد الحكومي النرويجي

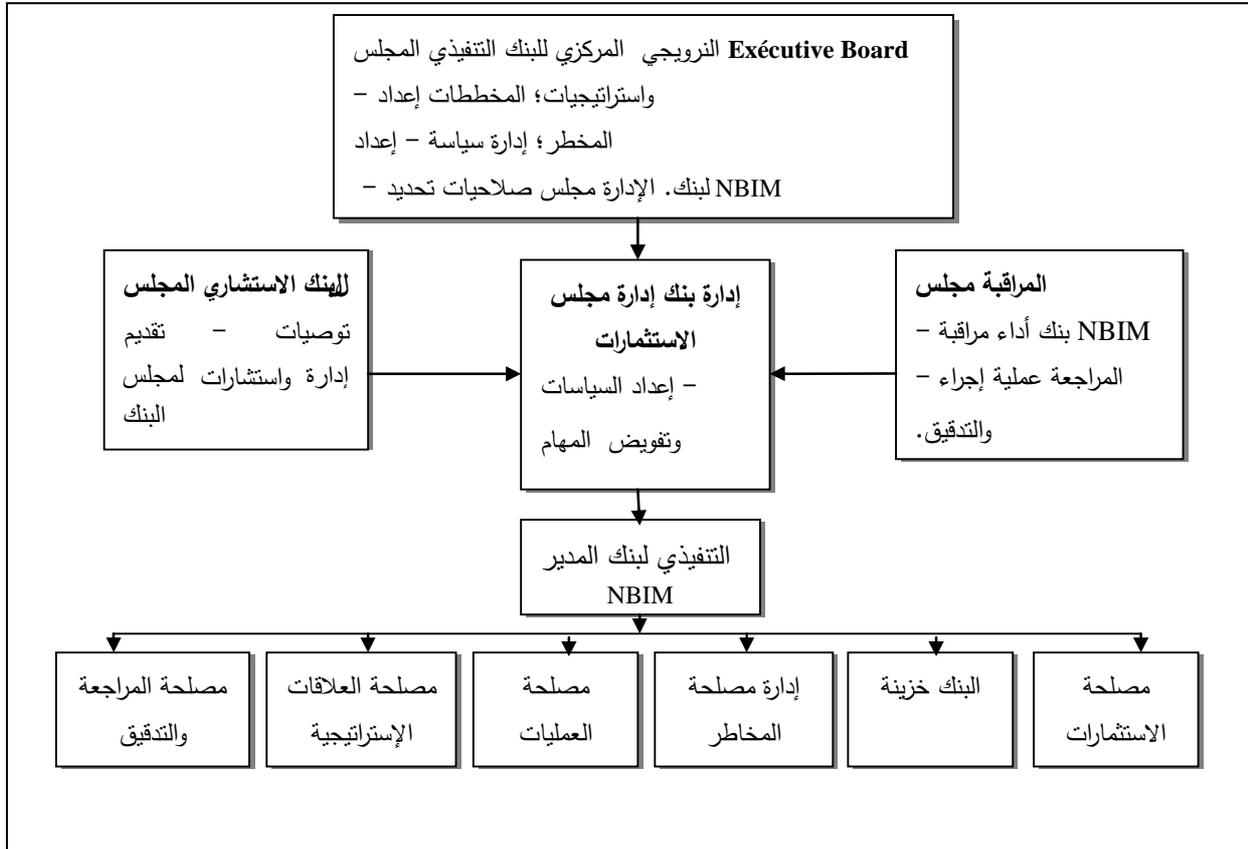
إن البنك المركزي النرويجي يعتبر الهيئة المكلفة بإدارة صندوق الثروة السيادي "GFPG" ولهذا الغرض قام البنك بتأسيس وحدة فرعية تابعة له تحت مسمى بنك إدارة الاستثمارات النرويجي "NBIM" مكلف بالإدارة المباشرة لاستثمارات الصندوق.

يقوم هذا البنك بتسيير وإدارة استثمارات صندوق يصنف ضمن أهم وأكبر صناديق الثروة السيادية في العالم، ولذلك فإن الهيكل التنظيمي للبنك معد وفقا لأحدث النماذج المعمول بها في العالم،² والشكل التالي يوضح الهيكل التنظيمي له:

¹ بوفليخ نبيل، مرجع سبق ذكره، ص 145.

² بوفليخ نبيل، نفس المرجع السابق، ص 146.

الشكل رقم (06): الهيكل التنظيمي لبنك إدارة الاستثمارات النرويجي



Source: Norges Bank Investment Management, GPFG annual Report, 2009, p:8.

ويتكون بنك إدارة الاستثمارات النرويجي "NBIM" من:¹

- **المجلس التنفيذي:** يعتبر المجلس التنفيذي الهيئة المسؤولة عن مختلف عمليات بنك النرويج المركزى يتكون من سبعة أعضاء برئاسة محافظ البنك المركزى، كما يقوم المجلس بإعداد المخططات والإستراتيجيات الخاصة بأنشطة بنك إدارة الاستثمارات "NBIM"، بالإضافة إلى إعداد المبادئ المحددة لكيفية إدارة المخاطر على مستوى بنك إدارة الاستثمارات ويحدد مهام وصلاحيات مجلس إدارة البنك؛
- **المجلس الاستشاري:** تم تأسيسه من قبل المجلس التنفيذي في سنة 2006 يتكون من أربعة خبراء دوليين يقوم بتقديم استشارات لمجلس إدارة البنك لتحسين مستوى إدارة استثمارات البنك؛
- **مجلس المراقبة:** يتكون من خمسة عشر عضو يتم تعيينهم من قبل البرلمان تتمثل مهمته في مراقبة العمليات والأنشطة التي يقوم بها بنك "NBIM" ومدى مطابقتها للقوانين والأنظمة المراجعة، والتدقيق والمصادقة على القوائم المالية السنوية للبنك، بالإضافة إلى المصادقة على ميزانية البنك؛

¹ بوفليخ نبيل، نفس المرجع السابق، ص 147.

- **المجموعة القيادية للبنك:** تتكون من مختلف الإطارات المكلفة بتنفيذ سياسات واستراتيجيات البنك وتضم هذه المجموعة المدير التنفيذي للبنك بالإضافة إلى رؤساء مصالح الاستثمارات الخزينة، إدارة المخاطر العمليات والعلاقات الإستراتيجية، المراجعة.

رابعا: الشفافية والمسائلة بالنسبة لصندوق التقاعد الحكومي النرويجي

يعتبر صندوق التقاعد الحكومي النرويجي نموذجا مثاليا في الشفافية، ففي دراسة لترومان تابعة لمعهد بيترسون للاقتصاد الدولي، والتي حاول من خلالها الإجابة على الإشكالية التي تقول أن صناديق الثروة السيادية تشكل تهديدا أم حلا في النظام المالي العالمي باختيار عينة تتشكل من صندوق ثروة سيادي حيث أنشئ مؤشرا يضم أربعة معايير من بينها الشفافية والمسائلة كما يلي:¹

- **بنية الصندوق:** وتتضمن أهدافه الاستثمارية وعلاقتها مع السياسة المالية الحكومية، إضافة إلى استقلالية الصندوق عن الاحتياطات الرسمية للدولة؛

- **حوكمة الصندوق:** ويتضمن دور الحكومة في إدارة وتسيير الصندوق وتأثيراتها على مسيريه، وإذا كان الصندوق يتبع نهج واضح فيما يخص المسؤولية المشتركة؛

- **المسائلة والشفافية بالنسبة للصندوق:** وذلك في الإستراتيجية الاستثمارية، والأنشطة الاستثمارية، التقارير والتدقيق المحاسبي.

والجدول التالي يوضح معايير أداء صندوق التقاعد والمعاشات الحكومي النرويجي:

الجدول رقم (15) معايير أداء صندوق التقاعد والمعاشات الحكومي النرويجي حسب مؤشر ترومان

المعايير	الهيكلية	الحوكمة	الشفافية والمسائلة	السلوك	التقييم العام
التقييم	100	100	100	75	93.75
متوسط أداء إجمالي صناديق الثروة السيادية %	100	71	76	56	75.75

Source: Edwin.Truman, **sovereign wealth funds: Threat or Salvation?**, Prterson Institute For international economics, Washington DC p:72.

نلاحظ من خلال الجدول أن هذه الدراسة منحت صندوق التقاعد الحكومي النرويجي 93.75% نقطة من أصل 100% حسب مؤشر أداء صناديق الثروة السيادية وفق المعايير الأربعة السابقة، وذلك يدل على تميز الصندوق بالتزام الشفافية والمسائلة خاصة بمقارنته بمتوسط أداء إجمالي صناديق الثروة

¹ عبد السلام بريزة، مرجع سبق ذكره، ص 199.

السيادية، إذ جعلت منه هذه النتائج يحتل المركز الأول ضمن مجموع صناديق الثروة السيادية تحت الدراسة، كما احتل الصندوق المركز الأول سنة 2010 حسب مؤشر Linaburg Maduell الصادر عن معهد صناديق الثروة السيادية ويشمل هذا المؤشر عشرة معايير أساسية تحدد مدى شفافية صندوق الثروة السيادي على أساس أن كل معيار يضيف درجة إلى تصنيف مؤشر الشفافية المكون من عشر درجات، هذه المعايير التي تمكن صندوق التقاعد الحكومي النرويجي من تحقيقها جميعا سنة 2011 وحصوله على الدرجات العشر.

خامسا: تقييم صندوق التقاعد الحكومي النرويجي

تعد هذه التجربة من أنجح التجارب في هذا المجال وذلك بشهادة المنظمات الاقتصادية العالمية ومراكز البحث المهمة بهذا الموضوع، إذ يكمن سر النجاح في وفرة العوامل الداخلية والخارجية والتي يمكن ذكرها فيما يلي:¹

1. العوامل الداخلية: وهي العوامل المرتبطة بالصندوق وتتمثل في:

- خضوع المؤسسات المالكة (وزارة المالية) والمسيرة للصندوق (البنك المركزي) للمساءلة والمراقبة المستمرة؛
- وجود إطار قانوني واضح يحدد دقة أهداف الصندوق وكذا يحدد مهام وصلاحيات الجهات المكلفة بالإشراف والرقابة وتسيير استثمارات الصندوق؛
- توفير قدر عالي من الشفافية والسماح للرأي العام ووسائل الإعلام من الإطلاع على القوانين والتوجيهات المتعلقة بالصندوق، بالإضافة إلى إمكانية معرفة وتقييم أداء الصندوق عن طريق نشر تقارير فصلية وسنوية عن نتائج استثمارات الصندوق.

2. العوامل الخارجية: توفرها على بيئة سياسة واقتصادية سليمة وكذا تنوع اقتصادها، فهي لا تعتمد بدرجة كبيرة على عوائد البترول مما سمح لها بحماية اقتصادها من التقلبات الخارجية.

¹ بوفليح نبيل، مرجع سبق ذكره، ص 160، 161.

المبحث الثاني: حوكمة صناديق الثروة السيادية في الدول النامية "دراسة تجرّبي الصين

والإمارات العربية المتحدة"

تعتبر تجربة صناديق الثروة السيادية الصينية في آسيا من بين التجارب العالمية الرائدة والأولى عالمياً من حيث حجم أصول صناديقها والغرض من هذه التجربة محاولة وضع تقييم يوضح مدى التزام وامتثال صناديق الثروة السيادية الصينية لمؤشرات الشفافية والحوكمة كونها تحاول تطبيق مبادئ الحوكمة الجيدة فيها رغم افتقارها إلى ذلك على غرار دولة النرويج الرائدة في هذا المجال، وبالإضافة لهذه التجربة تصنف تجربة "الإمارات العربية المتحدة" الثانية عالمياً من حيث حجم الأصول المملوكة في صناديق الثروة السيادية بعد الصين، وقد اخترنا في دراستنا صندوق واحد من بين سبعة صناديق في الإمارات العربية المتحدة والمتمثل في هيئة الاستثمار لأبوظبي.

المطلب الأول: موقع حوكمة صناديق الثروة السيادية الصينية

تعتبر تجربة صناديق الثروة السيادية الصينية في آسيا من بين التجارب العالمية الرائدة والهدف من هذه التجربة وضع تقييم يوضح مدى التزام وامتثال صناديق الثروة السيادية الصينية لمؤشرات الشفافية والحوكمة.

أولاً: واقع صناديق الثروة السيادية الصينية

لقد بلغت القيمة الإجمالية لأصول صناديق الثروة السيادية الصينية حوالي 1464.9 مليار دولار موزعة على أربعة صناديق رئيسية كما يلي:

الجدول رقم (16): القائمة الرئيسية لصناديق الثروة السيادية الصينية

اسم الصندوق	الاختصار	سنة التأسيس	مصدر التمويل	قيمة الأصول (مليار دولار)	النشاط
مؤسسة الاستثمار الصينية	CIC	2000	سلع غير أساسية	652	إدارة احتياطات النقد الأجنبية الصينية
إدارة الدولة للنقد الأجنبي	SAFE	1978	سلع غير أساسية	567.9	إدارة احتياطات النقد الأجنبية الصينية
الصندوق الوطني للضمان الاجتماعي	NSSF	2000	سلع غير أساسية	240	إدارة وتشغيل صندوق الضمان الاجتماعي
صندوق التنمية المشترك الصين-إفريقيا	CADF	2007	سلع غير أساسية	5	تحفيز وتسهيل الاستثمارات الصينية في إفريقيا

المصدر: لعاطف عبد القادر، فوقة فاطمة، متطلبات حوكمة إدارة الصناديق السيادية -إشارة إلى التجربة الصينية-، مداخلة ضمن المؤتمر الدولي الثالث حول موقع صناديق الثروة السيادية ضمن النظام المالي العالمي ودورها في تحقيق الاستقرار، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجليلي بونعامة، خميس مليانة، يومي 29-30 أبريل، الجزائر، 2015، ص 10.

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن صناديق الثروة السيادية الصينية تعمل وتتاجر في السلع غير الأساسية أي السلع والمواد غير الطاقوية، وتعتبر نموذج ناجح في اتجاه الحكومة لاستثمار أموالها، وأقدم هذه الصناديق هو صندوق إدارة النقد الأجنبي والذي أنشأ عام 1978 لإدارة احتياطات الصين من العملة الأجنبية، ويمكن أن يتوفر كل صندوق على عدة مؤسسات تابعة له تعمل من أجل الوصول إلى الهدف الذي أنشأ من أجله الصندوق.¹

ثالثاً: شفافية صناديق الثروة السيادية الصينية

لإظهار وإبراز مدى ودرجة شفافية صناديق الثروة السيادية الصينية نعتمد على مؤشري مدى امتثال الصناديق لمبادئ سندياغو ومؤشر لينبرغ-مادول، ويوضح الجدول التالي مدى امتثال صناديق الثروة السيادية الصينية لمبادئ سندياغو.

الجدول رقم (17): مدى امتثال صناديق الثروة السيادية الصينية لمبادئ سندياغو

إسم الصندوق	مؤشر الشفافية	المرتبة دولياً
مؤسسة الاستثمار الصينية	7	23
إدارة الدولة للنقد الأجنبي	5	31
الصندوق الوطني للضمان الاجتماعي	4	34
صندوق التنمية المشترك الصين-إفريقيا	4	38

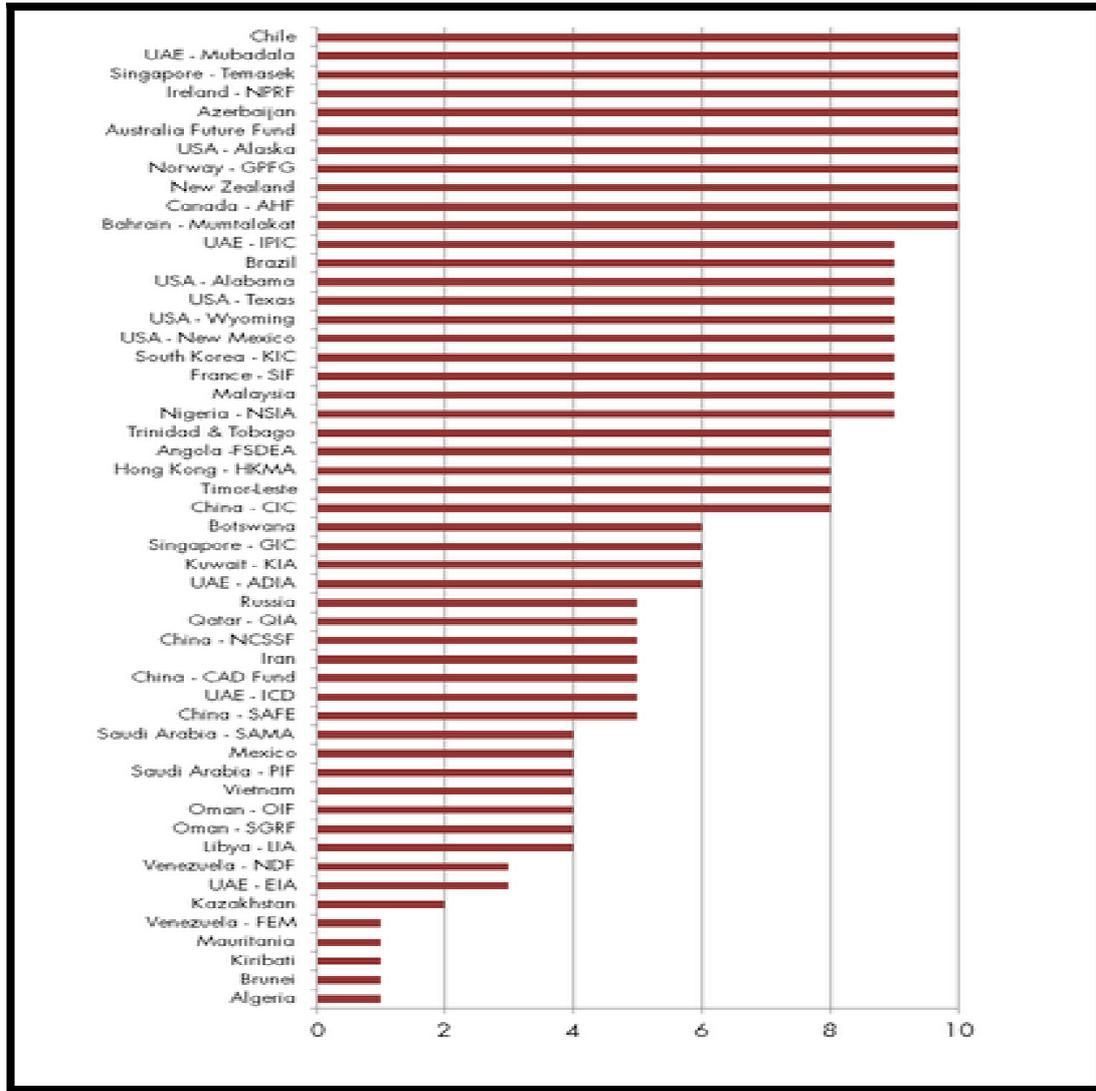
Source: Iacob N. Koch-Weser, **China Investment Corporation: Recent Developments in Performance, Strategy and Governance**, U.S.-China Economic and Security Review Commission , 2013 , p: 37.

من خلال مؤشر الامتثال نستخلص أن صندوق الثروة السيادية للصين من أكبر 48 صندوق ثروة سيادي في العالم، وتقييم هذا الصندوق يستند على نقاط موزعة من 1 إلى 10 نقاط تحدها المبادئ الأساسية التي تصور الشفافية بحث نقطة واحدة تمثل الغموض الكامل، أي لا توجد شفافية إطلاقاً للصندوق، وعشر نقاط تمثل الشفافية التامة، إذ يعتبر معهد صناديق الثروة السيادية بأنه عندما يحصل الصندوق على نقطة عند المستوى 08 كحد أدنى من أجل المطالبة بالشفافية الكافية، والملاحظ من هذا الجدول هو أن كل الصناديق الثروة السيادية الصينية لم تصل إلى هذه الدرجة وبالتالي فهي تفتقر إلى الشفافية.

¹ لعاطف عبد القادر، فوقة فاطمة، مرجع سبق ذكره، ص 11.

وبغية تأكيد وتعزيز النتيجة المتوصل إليها في مؤشر الامتثال سوف نضيف الشكل الموالي الذي يوضح تقييم لمؤشر لينبرغ-مادول لصناديق الثروة السيادية.

الشكل رقم (07): تقييم مؤشر لينبرغ-مادول للصناديق السيادية للربع الرابع من 2014



المصدر: معهد صناديق الثروة السيادية، تقرير شوهد بتاريخ 2016/04/30 على الساعة 16:12 على الرابط:

<http://www.swfinstitute.org/>

كما يمكن تقييم مؤشر لينبرغ-مادول لصناديق الثروة السيادية الصينية كما يبينه الجدول التالي:

الجدول رقم (18): تقييم مؤشر لينبرغ-مادول لصناديق الثروة السيادية الصينية

اسم الصندوق	قيمة مؤشر لينبرغ-مادول
مؤسسة الاستثمار الصينية	8
إدارة الدولة للنقد الأجنبي	4
الصندوق الوطني للضمان الاجتماعي	5
صندوق التنمية المشترك الصين-إفريقيا	5

المصدر: لعاطف عبد القادر، فوكة فاطمة، متطلبات حوكمة إدارة الصناديق السيادية -إشارة إلى التجربة الصينية-، مداخلة ضمن المؤتمر الدولي الثالث حول موقع صناديق الثروة السيادية ضمن النظام المالي العالمي ودورها في تحقيق الاستقرار، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجبلالي بونعامة، خميس مليانة، يومي 29-30 أبريل، الجزائر، 2015، ص 12.

والملاحظ من الشكل والجدول السابقين هو أن صناديق الثروة السيادية الصينية ورغم حجم الأموال الضخمة التي تتوفر عليها إلا أنها لا تتسم بالشفافية، إذ أن أعلى علامة تحصلت عليها مؤسسة الاستثمار الصينية تقدر بـ 8 نقاط من أصل 10 وهي بذلك أعلى وأحسن درجة في الصناديق الصينية الرئيسية، في حين لم تتخطى الصناديق الأخرى عتبة الدرجة 5، ولهذا فعلى هذه الصناديق أن تعمل على استيفاء الشروط والمتطلبات المحددة لأعمال ونشاطات هذه الصناديق من أجل الارتقاء بهذه الصناديق.¹

رابعا: تقييم تجربة صندوق الثروة السيادي الصيني

رغم احتلال صناديق الثروة السيادية الصينية المرتبة الأولى عالميا فيما يخص حجم أصول الصناديق مقارنة بصناديق البلدان الأخرى، إلا أنها تفتقر للشفافية والحوكمة وعلى هذا يجب على إدارة صناديق الثروة السيادية الصينية أن تعمل على تعزيز الإجراءات التي تضمن تحقيق المزيد من الشفافية والحوكمة لهذه الصناديق والاستفادة من التجربة النرويجية التي تعد انجح تجربة في هذا المجال ليومنا هذا من خلال إقامة علاقات تعاونية معها.²

¹ لعاطف عبد القادر، فوكة فاطمة، مرجع سبق ذكره، ص 12.

² لعاطف عبد القادر، فوكة فاطمة، نفس المرجع السابق، ص 13، 14.

المطلب الثاني: موقع حوكمة صندوق هيئة الاستثمار لأبوظبي

تمتلك الإمارات العربية المتحدة سبعة صناديق ثروة سيادية من بينها هيئة أبوظبي للاستثمار ADIA ومجلس أبوظبي للاستثمار ADIC وشركة الاستثمارات البترولية الدولية IPIC وصندوق مبادلة التنمية Mubadala، وقد اخترنا في هذا المطلب دراسة حوكمة هيئة أبوظبي للاستثمار.

أولاً: نشأة صندوق هيئة الاستثمار لأبوظبي وتطوره

تم تأسيس صندوق الثروة السيادي لأبوظبي من قبل حكومة الإمارة سنة 1976 تحت مسمى هيئة الاستثمار لأبوظبي ADIA وهي مؤسسة مستقلة عن الحكومة عهد إليها مهمة إدارة واستثمار فوائض الموازنة العامة المحولة من طرف حكومة أبو ظبي من أجل تحقيق أهداف حالية تتمثل في الحفاظ على استقرار الموازنة العامة للحكومة وحمايتها من الصدمات الخارجية، وأهداف مستقبلية تتمثل في تحويل موارد الثروة النفطية الناضبة إلى موارد مالية مستدامة تضمن الحفاظ على رفاهية الأجيال القادمة¹، ومنذ نشأته قام جهاز أبوظبي للاستثمار ببناء سمعة قوية في الأسواق العالمية كمستثمر موثوق ومسؤول يتمثل نجاح جهاز أبوظبي للاستثمار "في فريق عمل مكون من 1400 عامل من الإمارات العربية المتحدة وأكثر من 40 جنسية عالمية، يمتلكون أعلى مستويات القيادة والنزاهة والمهنية، ويعتمد جهاز أبوظبي للاستثمار على مجموعة من القيم والمبادئ التنظيمية، التي توجه طريقة عمله وكذا عملية اتخاذ القرارات، هذه القيم تلعب دوراً أساسياً في قيادة الأفراد والصندوق لتحقيق نمو طويل الأجل².

ويمكن إبراز أهم التطورات التي مر بها جهاز أبوظبي للاستثمار خلال الفترة 1976-2010 من

خلال الجدول التالي:

¹ بوفليح نبيل، مرجع سبق ذكره، ص 173.

² سليمان عبد الكريم، دور صناديق الثروة السيادية في ترشيد الإيرادات النفطية العربية مع الإشارة إلى حالة أبو ظبي، رسالة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014، ص 94.

الجدول رقم (19): أهم تطورات هيئة أبوظبي للاستثمار خلال الفترة (1976-2010)

الحدث	الفترة
تأسيس هيئة الاستثمار لأبوظبي مع تكوين محفظة استثمار تضم الأسهم، السندات، العقارات	1976
توسيع المحفظة الاستثمارية للهيئة لتشمل الاستثمارات البديلة على غرار الاستثمار في صناديق التحوط والتقاعد	1986
تجاوز مستخدمي الهيئة 500 موظف	1988
توسيع المحفظة الاستثمارية لتشمل الاستثمار في الأسهم الخاصة.	1989
الشروع في العمل بمبدأ المحفظة المرجعية	1993
توسيع المحفظة الاستثمارية لتشمل الاستثمار في المنشآت و الهياكل القاعدية	1993
توسيع المحفظة الاستثمارية عن طريق الاستثمار في الهياكل القاعدية	2007
المشاركة في إعداد مبادئ سنياغو	2008
قيمة الاستثمارات المدارة من طرف الهيئة تعادل 627 مليار دولار أمريكي وهي تفوق مرتين ونصف الناتج المحلي الإجمالي للإمارات المتوقع في نفس السنة.	2010

Source: Abu Dhabi Investment Authority, ADIA Review 2009, p:2,3.

ثانيا: حوكمة هيئة الاستثمار لأبوظبي

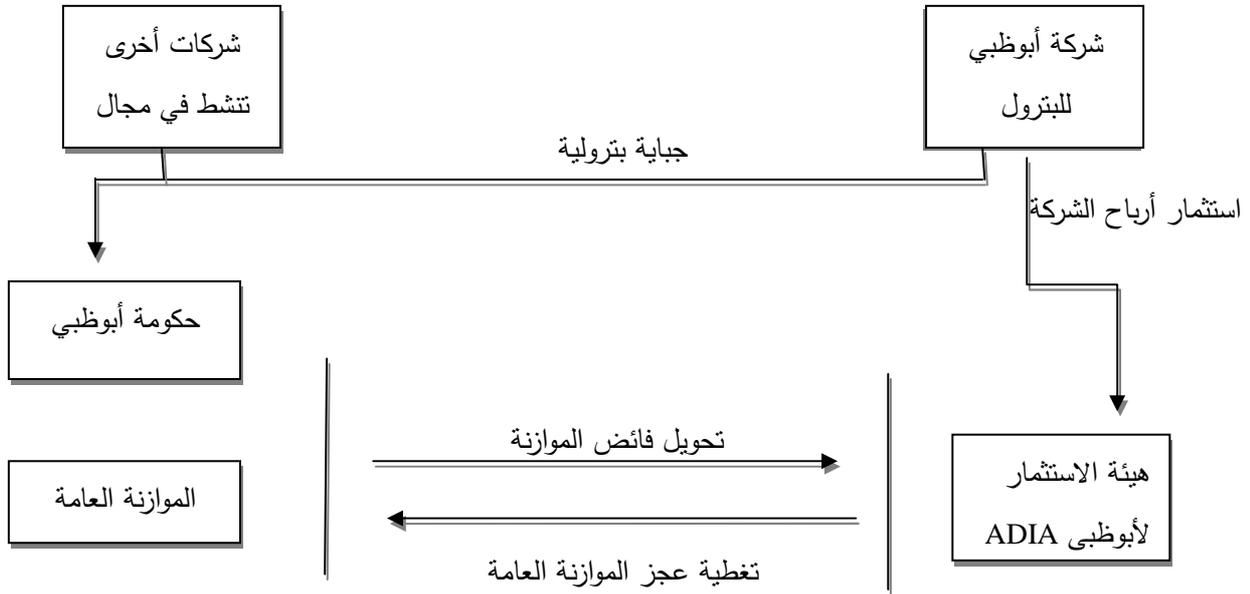
تعتمد مبادئ حوكمة هيئة الاستثمار لأبوظبي على توضيح العلاقة التي تربط الهيئة بحكومة أبو ظبي بالإضافة إلى مهام وصلاحيات مختلف الأقسام والمصالح المكونة للهيئة.

1. علاقة الهيئة بحكومة أبوظبي: تفصل القوانين واللوائح المعتمدة مهام كل من الهيئة وحكومة إمارة

أبوظبي، حيث تمنع القوانين الحكومة من التدخل في وظائف الهيئة والتأثير على برامج استثمار الهيئة التي لها الحرية المطلقة في إعداد وتنفيذ برامجها الاستثمارية، كما تمنع الحكومة من تحويل والاستعمال الداخلي لموارد الهيئة إلا في بعض الحالات الاستثنائية على غرار تسجيل عجز هيكلية في الموازنة العامة للحكومة بسبب انخفاض أسعار النفط لفترات طويلة،¹ يمكن تمثيل علاقة الهيئة بالحكومة في المخطط التالي:

¹ بوفليخ نبيل، مرجع سبق ذكره، ص 174.

الشكل رقم (08): علاقة هيئة الاستثمار بحكومة أبوظبي



Source: Abu Dhabi Investment Authority, ADIA Review 2009, p: 27.

2. الهيكل التنظيمي لهيئة أبو ظبي للاستثمار: يخضع الهيكل التنظيمي للهيئة منذ تأسيسها لعدة تعديلات من أجل مواكبة التغيرات التي مست إستراتيجية الاستثمار المتبعة في الهيئة علما أن الهيكل التنظيمي المعمول به حاليا يتكون من الأقسام والمصالح التالية:¹

- مجلس الإدارة **Board of Directors**: يعد أعلى سلطة في الهيئة، يتكون من عشرة أعضاء يعينون بالمرسوم الأمري ويتأسس المجلس حاكم إمارة أبو ظبي، ومن بين الأعضاء يتم اختيار واحد من المجلس حتى يكون مدير تنفيذي ف الهيئة وتتمثل مهامه في إعداد استراتيجيات وسياسات الاستثمار الخاصة بالهيئة وكذا تقييم أداء ونشاط الهيئة؛

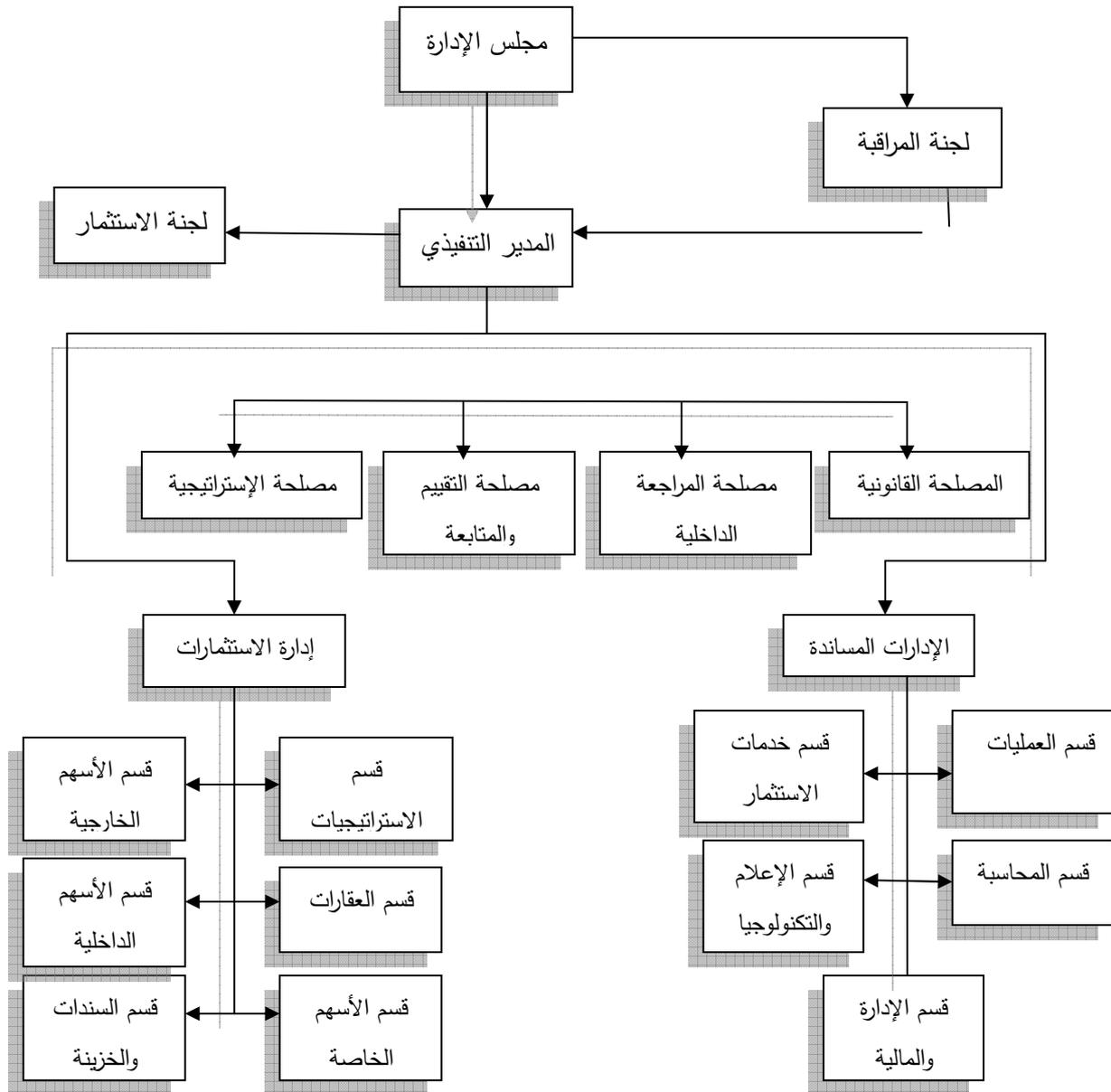
- لجنة المراجعة **Audit Committee**: تتمثل مهمتها في مراجعة خارجية لأعمال الهيئة، وهي ترتبط مباشرة بمجلس الإدارة مكلفة بمراقبة ومراجعة مختلف العمليات التي تقوم بها الهيئة، وتقييم أداء المدير التنفيذي وفريقه، كما أنها تقدم تقارير دوري لمجلس الإدارة؛

¹ بوفليح نبيل، نفس المرجع السابق، ص 175، 176.

- **المدير التنفيذي Managing Director**: وهو يعتبر المسؤول المباشر عن إدارة الهيئة كما أنه مطالب بتنفيذ إستراتيجيات الاستثمار ومختلف التوجيهات الصادرة عن مجلس الإدارة مع اعتباره عضوا في المجلس وفي نفس الوقت مسؤول أمامه؛
- **لجنة الاستثمار Investment Committee**: تساعد المدير التنفيذي للهيئة عن طريق تقديم توصيات واقتراحات لتعديل سياسات الاستثمار وتحسين مستوى إدارة استثمارات الهيئة؛
- **قسم الشؤون القانونية legal**: مكلف بالمراقبة القانونية لأعمال الهيئة وتوفير الحماية القانونية لاستثماراتها؛
- **قسم المراجعة الداخلية Internal Audit**: مكلف بمراجعة أداء مختلف أقسام الهيئة وتقديم تقارير دورية للمدير التنفيذي؛
- **قسم الإستراتيجيات Strategy Unit**: يتمثل دوره في تقييم استراتيجيات الاستثمار المتبعة وتقديم اقتراحات التعديل للمدير التنفيذي؛
- **قسم التقييم والمتابعة Evaluation and Follow Up**: يسهر على تقييم ومتابعة تطور أداء مختلف أقسام الهيئة وهو يعمل بالتنسيق مع قسم المراجعة الداخلية؛
- **الإدارة المساندة Support Départements**: تتكون من مجموعة مصالح مكلفة بتوفير الدعم المادي والمالي للهيئة، بالإضافة إلى الإشراف على التسجيل المحاسبي لمختلف الأعمال، وتسيير نظام معلومات الهيئة باستخدام التكنولوجيات الحديثة في هذا المجال؛
- **إدارة الاستثمار Investment Départements**: يعتبر أهم قسم بالهيئة يضم مصالح متنوعة تشرف على إدارة مختلف استثمارات الهيئة.

والشكل التالي يوضح الهيكل التنظيمي لهيئة أبوظبي:

الشكل رقم: (09): الهيكل التنظيمي لهيئة الاستثمار لأبوظبي



Source : Abu Dhabi Investment Authority, ADIA Review,2009, p:19.

من خلال الهرم التنظيمي أعلاه يلاحظ أنه في حال انشغال حاكم إمارة أبوظبي الذي يترأس مجلس إدارة أبوظبي يحل محله عضو يعين من طرف المجلس بمرسوم أمري وبالتالي الرقابة هنا تكون استثنائية على مجلس الإدارة وكذا يلاحظ أن جهاز أبوظبي يستثمر أمواله في مختلف القطاعات والمناطق.

ثالثاً: تقييم تجربة هيئة الاستثمار لأبوظبي

إن دراسة تجربة هيئة الاستثمار لأبوظبي مكنتنا من الإطلاع على مميزات هذه التجربة بالإضافة إلى اكتشاف نقائص متعددة تؤثر على أداء الهيئة¹ :

1. المميزات: تتمثل في:

- حيافة الإمارات لأكبر صندوق ثروة سيادي في العالم يساهم في زيادة وزن ونفوذ البلد في النظام المالي والاقتصادي العالمي، ويعزز من مستوى الملاءة المالية للبلد، وحماية الاقتصاد من خطر الصدمات الخارجية الناتجة عن تقلبات أسعار النفط في الأسواق الدولية؛
- توفر الهيئة على خبرة نشاط تفوق الثلاثين سنة يمكن استخدامها في تحسين الأداء ومواجهة مختلف الأوضاع الاقتصادية؛
- تطور الهيكل التنظيمي للهيئة والاستعانة بالخبرة الأجنبية في تسيير استثمارات الهيئة يساهم في رفع العائد وتقليل مخاطر الاستثمار المختلفة.

2. النقائص: تتمثل في:

- عدم وجود رقابة خارجية مستقلة مما يؤدي إلى التقليل من إمكانية تعرض الهيئة للمساءلة؛
- سيطرة الحكومة على مجلس إدارة الهيئة بتواجد ستة أعضاء من الحكومة في المجلس من ضمن عشرة أعضاء مما يقلل من استقلالية الهيئة؛
- عدم نشر تقارير فصلية أو سنوية عن الأداء والنتائج المحققة مما يؤدي إلى التقليل من مستوى شفافية وإفصاح الهيئة.

إن هذه النقائص جعلت الهيئة تصنف ضمن المراتب الأخيرة في مؤشرات الأداء، حيث تصنف الهيئة في المرتبة الأخيرة وفقاً لمؤشر "ترومان بنسبة أداء لا تتجاوز 9% وبنسبة 0% في معيار الحوكمة والشفافية كما صنف مؤشر لينبرغ-مادول الصادر في الربع الأول من سنة 2010 هيئة الاستثمار في المراتب الخيرة بمجموع 3 نقاط من أصل 10 نقاط يتضمنها المؤشر.

¹ بوفليح نبيل، مرجع سبق ذكره، ص 183، 184.

المبحث الثالث: تقييم صندوق ضبط الموارد الجزائري ومدى ارتباطه بالحوكمة ومتطلبات رفعها

يعتبر البترول في الجزائر المساهم الأول في تطوير وتحريك الاقتصاد الوطني، وقد قامت الكثير من الدول ومن بينها الجزائر بإنشاء صناديق الثروة السيادية وتعرف في الجزائر باسم صندوق ضبط الموارد "Fonds de Régulation des recettes" وذلك في سبيل التقليل من الاعتماد الشديد على إيرادات النفط المتقلبة ومواجهة الصدمات الخارجية .

المطلب الأول: عموميات حول صندوق ضبط الموارد الجزائري

سنتعرف من خلال هذا المطلب على المفاهيم الأساسية المتعلقة بصندوق ضبط الموارد كصندوق ثروة سيادي جزائري.

أولاً: إنشاء صندوق ضبط الموارد

يعتبر قطاع المحروقات بالجزائر المحرك الرئيسي للاقتصاد، حيث تعتبر الجزائر رابع مصدر للغاز عالمياً، وتمثل المحروقات 97% من الصادرات الجزائرية (حوالي 65.9 مليار دولار أمريكي سنة 2013) وتمثل 60% من إيرادات الميزانية، ويساهم بنسبة أكبر من الثلث في الناتج المحلي الإجمالي للبلد وبالتالي تم إنشاء صندوق ضبط الموارد من أجل التخفيف من آثار تقلبات سعر الغاز والبترول على الاقتصاد الجزائري.¹

فعلى غرار تجارب بعض الدول المنتجة للمحروقات والتي تعتمد ميزانياتها العامة كذلك على إيرادات النفط والغاز الطبيعي، قامت الجزائر بموجب المادة 10 من قانون المالية التكميلي لسنة 2000، بإنشاء صندوق ضبط الإيرادات (FRR)، مع تسجيله ضمن الحسابات الخاصة للخزينة العمومية تحت رقم 103-302، وقد حددت مهمته الأساسية، من جهة في امتصاص الفوائض المالية السنوية لميزانية الدولة، الناجمة عن ارتفاع إيرادات الجباية البترولية المحصلة عن تلك المقدرة في قوانين المالية السنوية، والتي بدورها تنتج عن ارتفاع سعر برميل النفط في الأسواق عن السعر المرجعي للبرميل في احتساب الجباية البترولية في هذه القوانين ومن جهة أخرى في استخدام أرصده المالية في تسوية عجز الميزانية العامة السنوية في حالة تسجيله نتيجة انخفاض أسعار المحروقات، وكذا تسديد الدين العمومي، مع تكليف وزير

¹ فرحات عباس، سعود وسيلة، حوكمة الصناديق السيادية-دراسة لتجربة كل من النرويج والجزائر-، مجلة الباحث الاقتصادي، العدد 04 ديسمبر 2015، ص 16.

المالية كآمر صرف رئيسي لهذا الحساب، وبالرجوع إلى تقسيم صندوق النقد الدولي لأصناف صناديق الثروة السيادية، فإن صندوق ضبط الإيرادات (FRR) يندرج ضمن صنف صناديق استقرار المالية العامة، والتي تهدف أساسا إلى حماية الميزانية العامة والاقتصاد الوطني من تقلبات أسعار المحروقات، وهو صندوق ذو مصدر سلعي، لأنه يمول بالفروقات بين سعر النفط المباع في الأسواق والسعر المرجعي (\$37 للبرميل)، والذي على أساسه يتم إعداد ميزانية الدولة، أما مسألة تسديد الدين العمومي التي أدرجت لاحقا ضمن استخدامات هذه المصادر، فكان هدفها الأساسي هو إرساء صلابة في الوضعية المالية الخارجية للجزائر، وتقوم عمليات الإيداع والسحب في صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر على قاعدة السعر المرجعي للبرميل، والذي تم تحديده منذ إنشاء الصندوق بسعرين مرجعيين، الأول حدد بـ\$19 للبرميل، واعتمد في قانون المالية لسنة 2000 على أساس متوسط سعر برميل النفط الجزائري "صحاري بلاند" خلال الفترة (1990-1999)، وتم رفع هذا السعر في قانون المالية التكميلي لسنة 2008 ليحدد عند \$37 للبرميل، وهو يعكس متوسط الأسعار المحققة في الفترة (1998-2007)، وكان هدف هذا الإجراء هو التخفيف من تقلبات الأسعار على ميزانية الدولة، وتحسين توقعات الإيرادات في سياق نمو الإنفاق.¹

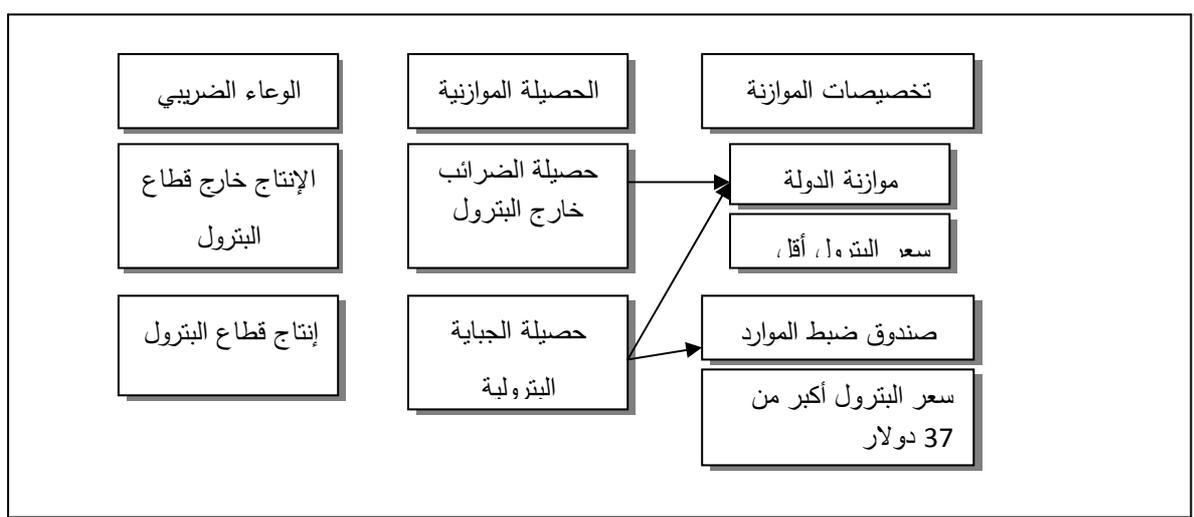
ثانيا: تعريف صندوق ضبط الموارد

هو صندوق ينتمي إلى الحسابات الخاصة للخرينة وبالضبط إلى حسابات التخصيص الخاص، أهم ما يميز هذه الحسابات أنها مستقلة عن الموازنة العامة للدولة أي أنها لا تخضع لقواعد ومبادئ إعداد وتنفيذ الموازنة العامة، كما أنها لا تخضع لرقابة السلطة التشريعية، وهو يهدف إلى تمويل عجز الميزانية العامة للدولة ويتم تمويله عن طريق فائض قيمة الجباية البترولية الناتج عن تجاوز هذه الأخيرة لتقديرات قانون المالية، بالإضافة إلى كل الإيرادات الأخرى المتعلقة بتسيير الصندوق، ويمتد عمله خارج البلد من خلال مساهمته بالتنسيق مع البنك المركزي في سداد وتخفيض المديونية العمومية الخارجية،² ويمكن توضيح أهم مصادر صندوق ضبط الموارد في الشكل الموالي:

¹ مباني عبد المالك، علاق حنان، تحول صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر إلى صندوق ثروة سيادي فرص وتحديات - ، مداخلة ضمن المؤتمر الدولي الثالث حول موقع صناديق الثروة السيادية ضمن النظام المالي العالمي ودورها في تحقيق الاستقرار، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجبيلي بونعامة، خميس مليانة، يومي 29-30 أبريل، الجزائر، 2015، ص 7،8.

² بريش عبد القادر وآخرون، الاستقلالية و الشفافية ضمان لفعالية صناديق الثروة السيادية، مداخلة ضمن المؤتمر الدولي الثالث حول موقع صناديق الثروة السيادية ضمن النظام المالي العالمي ودورها في تحقيق الاستقرار، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجبيلي بونعامة، خميس مليانة، يومي 29-30 أبريل، الجزائر، 2015، ص 8.

الشكل رقم (10): أهم مصادر مداخيل صندوق ضبط الموارد الجزائري



Source: Amine Belaïcha et al., colloque internationale, **crise financière internationale ralentissement économique mondial et effets sur les économies euro-maghrébines**, un fond d'investissement d'état pour l'Algérie approche institutionnelle et confrontation un modèle traditionnel des fonds souverains, université de Bejaïa, 2009, P:5.

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن موارد الصندوق تنتج عن الفارق بين الجباية البترولية المحددة في الموازنة على أساس السعر المرجعي المقدر بحدود 37 دولار للبرميل والجبابة الحقيقية الناتجة عن مبيعات البترول المحسوبة على أساس سعر المتوسط في الأسواق الدولية، ويتم تحديده بناء على المعطيات المتوفرة حول تقلبات الأسعار الدولية للبترول.¹

وقد سجل صندوق ضبط الموارد تطورات مهمة في مساره حيث تم إضافة تسبيقات بنك الجزائر الموجهة لتسيير النشاط للمديونية الخارجية لتكون مصدرا من مصادر تمويل الصندوق، مع العلم أن هذا التعديل تزامن مع شروع الحكومة في تنفيذ سياسة الدفع المسبق للمديونية العمومية الخارجية في نفس السنة حيث تتم هذه العملية بالاعتماد على موارد الصندوق بالإضافة إلى التسبيقات المقدمة من البنك المركزي إلى الصندوق كما أصبح يمول عجز الخزينة دون أن يقل رصيد الصندوق عن 740 مليار دينار جزائري.²

¹ عبد السلام بريزة، مرجع سبق ذكره، ص 200.

² بريش عبد القادر وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 9.

ثالثاً: مبررات إنشاء صندوق ضبط الموارد

يمكن تقسيم مبررات إنشاء صندوق ضبط الموارد إلى:¹

1. مبررات داخلية: يعاني الاقتصاد الجزائري من إختلالات هيكلية خطيرة نتيجة ارتباطه القوي بقطاع المحروقات الذي يظهر تأثيره على الاقتصاد وفقاً لثلاث مستويات:
 - تأثير قطاع المحروقات على معدل النمو الاقتصادي: يشكل قطاع المحروقات نسبة معتبرة من الناتج المحلي الإجمالي مما يعني أن معدل النمو الاقتصادي في الجزائر يتحدد بشكل كبير بمعدل النمو الذي يسجله قطاع المحروقات؛
 - تأثير قطاع المحروقات على ميزان المدفوعات: تشكل صادرات قطاع المحروقات المورد الرئيسي للعملة الصعبة في الجزائر، وبما أن الميزان التجاري يمثل أحد المكونات الرئيسية لميزان المدفوعات فإن توازن هذا الأخير مرتبط أساساً بمستويات أسعار المحروقات في الأسواق الدولية؛
 - تأثير قطاع المحروقات على الموازنة العامة للدولة: تعد الجباية البترولية المورد الرئيسي لإيرادات العامة للدولة مما يؤدي إلى تأثير الموازنة العامة للدولة بشكل مباشر بالتغيرات التي تسجلها أسعار النفط على المستوى العالمي، و باعتبار أن تمويل السياسات الاقتصادية العامة للدولة يتم بواسطة الموازنة العامة للدولة فإنه يمكن القول أن أداء قطاع المحروقات يعد المحدد الرئيسي لاستقرار واستمرار تنفيذ مختلف السياسات الاقتصادية في الجزائر، بالإضافة إلى أن ارتباط الاقتصاد الجزائري بأداء قطاع المحروقات يؤدي إلى تعرضه لأزمات وصدمات خارجية دورية على غرار أزمة سنة 1986 التي استمرت تداعياتها إلى غاية نهاية فترة التسعينات من القرن العشرين، والتي يرجع سببها إلى تراجع أداء قطاع المحروقات بسبب انهيار أسعار النفط، ومن هذا المنطلق فإن مبررات إنشاء صندوق ضبط الموارد تكمن في رغبة الحكومة استحداث آلية تعمل على ضبط الإيرادات العامة للدولة وبالتالي الحفاظ على استقرار الموازنة العامة للدولة الأمر الذي يمكنها من تنفيذ سياساتها الاقتصادية، ومن ثم التخفيف من حدة الصدمات التي يتعرض لها الاقتصاد الجزائري.

¹ ريجي كريمة، سرير الحرثسي حياة، واقع وآفاق صناديق الثروة السيادية في النظام المالي العالمي، مداخلة ضمن المؤتمر الدولي الثالث حول موقع صناديق الثروة السيادية ضمن النظام المالي العالمي ودورها في تحقيق الاستقرار، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجبالي بونعامة، خميس مليانة، يومي 29-30 أبريل، الجزائر، 2015، ص 16، 17.

2. مبررات خارجية: تتمثل في:

- تقلبات أسعار النفط في الأسواق العالمية: تتميز أسعار النفط بعدم استقرارها بالنظر لتأثرها بمجموعة من العوامل الاقتصادية والسياسية وهو ما يؤدي إلى تعرض اقتصاديات الدول النفطية من بينها الجزائر لصدمة سلبية حسب مستويات الأسعار المسجلة في الأسواق العالمية؛

- رواج فكرة إنشاء صناديق الثروة السيادية بين الدول النفطية: تعد تجربة الجزائر الأحدث في هذا المجال مقارنة بتجارب بعض الدول النفطية غرار الكويت، الإمارات العربية المتحدة، إيران، وبالتالي يمكن القول أن تأسيس صندوق ضبط الموارد في الجزائر هو نتيجة حتمية لانتشار ورواج فكرة إنشاء مثل هذه الصناديق بين الدول النفطية، كما أن تعدد تجارب هذه الدول يسمح للحكومة بالاستفادة من التجارب الرائدة في هذا المجال.

رابعا: أهمية صندوق ضبط الموارد الجزائري

يستمد صندوق ضبط الموارد أهميته من كونه يعتبر أداة رئيسية وفعالة للسياسة المالية للحكومة ويمكن إيضاح دوره وأهميته فيما يلي:¹

- مساهمة الموارد المالية للصندوق في التقليل من مديونية الدول؛

- ضبط فوائض البترول وتوجيهها في مسار يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني؛

- تغطية العجز في الميزانية العامة والانتقال من حالة العجز إلى حالة التوازن والفائض؛

- يمكن أن يأخذ الصندوق أدوارا مزدوجة حسب أهدافه فإما أن يهتم بمعالجة المشكلات المتعلقة بتقلب الإيرادات النفطية وسوء تقديرها، وهنا يمثل صندوق أو تثبيت كما يمكن أن يستخدم في ادخار جزء من إيرادات النفط للأجيال المقبلة وهنا يسمى صندوق الادخار.

وبالتالي يمكن القول أن صندوق ضبط الموارد يمثل أداة هامة للاقتصاد الجزائري تتزايد أهميته خاصة في السنوات الأخيرة التي ارتفعت فيها أسعار النفط بشكل كبير، كما أن إنشاء الصندوق هو تأكيد واحد للعلاقة المترابطة بين الاقتصاد الجزائري وقطاع المحروقات والذي ظهر تأثيره من خلال عوائد المحروقات، مما يؤدي للتعرض للاقتصاد الجزائري للصدمة سواء سلبية أو ايجابية، الناتجة أساسا عن

¹ زغيب شهرزاد، حلومي حليلة، الاقتصاد الجزائري بين واقع الارتباط وحتمية الزوال، مجلة دراسات الاقتصادية، العدد 11، الجزائر،

الأثر الذي يمكن أن تخلفه التقلبات السعرية للنفط على الاقتصاد الجزائري نتيجة الارتباط الكبير لأداء الاقتصاد الجزائري بقطاع المحروقات.

المطلب الثاني: موقع صندوق ضبط الموارد الجزائري من الحوكمة

تعد الحوكمة من أداة لتقييم الأداء والذي اعتمدت عليه الجزائر وطبقته على صندوقها السيادي، ومن خلال هذا المطلب سنتعرف على مدى تطبيق الجزائر لمبادئ الحوكمة في صندوق ضبط الموارد.

أولاً: تقييم صندوق ضبط الموارد الجزائري وتحليل أدائه

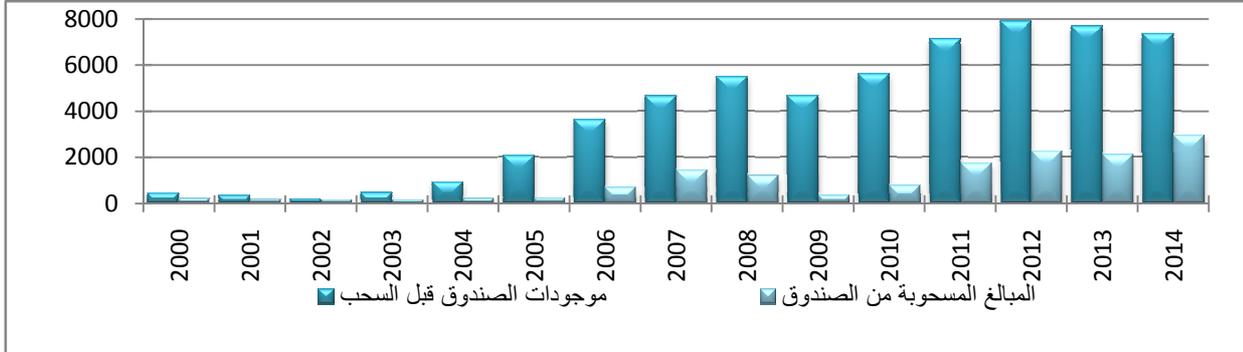
جاء صندوق ضبط الإيرادات الجزائري (FRR)، حسب قيمة الأصول، في المرتبة 18 عالمياً من بين 78 صندوقاً سيادياً تم إحصائهم من طرف معهد صناديق الثروة السيادية (SWF Institute) خلال بداية شهر أبريل 2014، حيث قدرت أصوله بما يعادل 77,2 مليار دولار أمريكي، في حين يحتل المرتبة 9 ضمن الصناديق ذات المصدر السلعي الممولة من العائدات البترولية، كما يحتل المرتبة الأولى إفريقياً متبوعاً بالصندوق الليبي (هيئة الاستثمار الليبي LIC) بمبلغ 66 مليار دولار.¹

ويمكن تحليل أداء صندوق ضبط الإيرادات بعد 15 سنة الأولى من إنشائه، وذلك اعتماداً على سلوك تمويله من ناحية، والتي ارتبطت مباشرة بتطورات أسعار النفط في الأسواق العالمية، ومن ناحية أخرى، على الاقتطاعات والسحب من الصندوق لغرض تسديد الديون العمومية وتسوية عجز الميزانية العامة، ويوضح الشكل التالي حجم موجودات الصندوق قبل السحب والمبالغ المسحوبة منه إلى غاية نهاية 2014:

¹ Sovereign Wealth Rankings, Sovereign Wealth Funds Institute, April 2016, at: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>

الشكل رقم (11): تطور موجودات صندوق ضبط الإيرادات الجزائري والمبالغ المسحوبة منه

الوحدة: مليار دينار جزائري



Source: Fonds de Régulation des Recettes, Ministère des Finances, Algérie, disponible sur: <http://www.dgpp-mf.gov.dz/>

في ظل عدم تسجيل حالة العجز بالميزانيات العامة خلال السنوات الأولى من إنشاء الصندوق ركزت الحكومة على تفعيل وظيفته الثانية المتعلقة بالمدىونية الخارجية، حيث أدخل تعديل بموجب المادة 66 من قانون المالية لعام 2004 نص على فتح في باب إيرادات صندوق ضبط الإيرادات حساب تسبيقات بنك الجزائر الموجهة للتسيير للنشط للمدىونية الخارجية، ويعود ذلك أساسا إلى تحسن الوضع المالي لبنك الجزائر نتيجة ارتفاع احتياطياته من العملة الصعبة، التي كانت قد وصلت حينها إلى حوالي 33 مليار دولار، وإلى إتباع الجزائر لإستراتيجية جديدة تمثلت في الدفع المسبق للدين العمومي الداخلي والخارجي، فبعد أزمة الدين الخارجي التي أعقبت الصدمة الخارجية لسنة 1986، والتي أدت إلى إعادة جدولة الدين الخارجي بين 1994 و1998، انتهجت الجزائر إستراتيجية تقليص المدىونية عن طريق تسديدات مسبقة هامة، خصوصا بين 2004 و2006، حيث عرفت انخفاضا كبيرا للدين العمومي الخارجي، وهذا ما سمح بتقليص معتبر للتعرض المالي للجزائر تجاه باقي العالم، وذلك قبيل بداية الأزمة المالية لعام 2008، حيث سمحت هذه الإستراتيجية بتسديد جزء هام من هذه الديون التي كانت قد بلغت 25,26 مليار دولار سنة 2000 لتستقر عند 5,45 مليار دولار نهاية 2010، حيث استقر الدين الخارجي متوسط وطويل الأجل عند 2,27% فقط من الناتج الداخلي الخام لسنة 2010، وكإحدى مؤشرات مواصلة تعزيز صلابة الوضعية المالية الخارجية الصافية للجزائر، فإن مستوى الدين الخارجي استمر في التناقص خلال السنوات الأربع الماضية، ليصل إلى حوالي 3,07 مليار دولار نهاية 2014، وهو أدنى مستوى

تاريخي، وذلك دلالة على استمرار تقليص المديونية الخارجية في وضع مالي دولي يتميز منذ عدة سنوات بزيادة حدة المخاطر السيادية.¹

ومن خلال موارد صندوق ضبط الإيرادات التي ارتفعت خلال سنتي 2011 و2012 إلى 538,9 مليار دج و252 مليار دج على التوالي، والمتمثلة في الفرق الموجب بين المبالغ المتبقية في الصندوق بعد السحب في السنة N والمبالغ المتبقية في الصندوق بعد السحب في السنة N-1، وعليه فقد تعززت قدرة تمويل الخزينة العمومية، رغم تسجيل الرصيد الإجمالي لعملياتها عجزا خلال تلك الفترة، وبذلك ساهم أيضا نسبيا في تخفيف أثر لصدمة الخارجية على السياسة الميزانية، خاصة فيما تعلق منها بتمويل الاستثمارات العمومية المنفذة، والنفقات الجارية (نفقات المستخدمين والتحويلات الجارية) التي كانت قد عرفت ارتفاعا قويا خلال 2010.²

لكن هناك تطور مهم حدث خلال السنتين الأخيرتين 2013 و2014، حيث أنّ تمويل حالات العجز في 2012 والسنوات التي سبقتها، كان قد تم دون اللجوء إلى الاقتطاعات الفعلية من صندوق ضبط الإيرادات (FRR)، والتي تتمثل في الفرق السالب بين المبالغ المتبقية في الصندوق بعد السحب في السنة N والمبالغ المتبقية في الصندوق بعد السحب في السنة N-1، لكن تمويل عجز سنة 2013، رغم ضعفه، تم باقتطاع قدره 70,2 مليار دج، في حين تشير الإحصائيات الأخيرة إلى ارتفاع تمويل عجز سنة 2014 باقتطاع فعلي قدره 1155 مليار دج، وذلك بسبب الارتفاع في المبالغ المسحوبة من الصندوق مقابل تراجع إيراداته، والتي تعكس حالة الهبوط الكبير لأسعار النفط في الأسواق العالمية بأكثر من 50% خلال المنتصف الثاني من سنة 2014، وعليه وفي ظل بقاء أسعار النفط منخفضة إلى ما دون 60 دولار للبرميل خلال الثلاثي الأول من 2015، فإنه من المتوقع أن تتواصل الضغوط التمويلية على كل من الاستثمارات العمومية المنفذة في الجزائر، وكذا على النفقات الجارية في الميزانية خلال الفترات القادمة.³

وكنتيجة عامة لتقييم دور صندوق ضبط الإيرادات، يمكن القول أنه رغم المساهمة المعتبرة له في الأجل القصير، إلا أن آلية عمله والتي تبقى مرهونة بأسعار المحروقات وعائداتها لا تتجاوز إطار السياسة

¹ بريش عبد القادر وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 9.

² بريش عبد القادر وآخرون، نفس المرجع السابق، ص 10.

³ Fonds de Régulation des Recettes, Ministère des Finances, Algérie, disponible sur : <http://www.dgpp-mf.gov.dz/>

المالية العامة، مما يعني أنها لا تصل إلى الحد الذي يمكن وصف نشاط الصندوق كتتنوع لمصادر تمويل الميزانية العامة.

ثانيا: واقع وآفاق صندوق ضبط الموارد وأثره على الاقتصاد الجزائري

1. واقع صندوق ضبط الموارد الجزائري وأثره على الاقتصاد (المستند على الإيراد النفطي): حاليا يعرف صندوق ضبط الموارد تراجعا ملحوظا وهذا راجع إلى عدة عوامل أهمها التراجع المحسوس لسعر النفط، و من بين أهم الأسباب التي أدت إلى انهيار أسعار النفط هي قوة صرف الدولار مقابل العملات الدولية، لأن ارتفاع مؤشر سعر صرف الدولار بالنسبة للعملات الرئيسية تدريجيا منذ بداية عام 2014 أدى إلى ارتفاع فاتورة الاستيراد للدول المستهلكة رغم انخفاض أسعار البترول، حيث صارت هذه الأخيرة تقلل من عملية الاستيراد للتقليل من الفاتورة، وهذا راجع لارتفاع سعر صرف عملتها مقارنة مع الدولار، كما أن التراجع في النمو في الدول الصناعية المتقدمة والاقتصاديات الناشئة في العالم في سنة 2014 كان من بين أهم أسباب انهيار أسعار النفط، حيث بلغت نسبة النمو في منطقة الأورو بـ 0.20%، إضافة إلى ذلك ارتفاع مخزون النفط بمعدل 5 مليون برميل من الخام التجاري الأمريكي الإجمالي البالغ قيمته 361.7 مليون برميل، وأورد معهد النفط الأمريكي زيادة مشابهة في مخزون النفط الخام بقيمة 5.1 مليون برميل، ورفض منظمة الأوبك وعلى رأسها السعودية ودول الخليج تخفيض حجم الإنتاج وإعادة النظر في سقفه، أما فيما يتعلق بآثار ذلك على الاقتصاد الجزائري، فهي وخيمة لأن الجزائر سوف تخسر حوالي 40% من إيراداتها بالعملة الصعبة وذلك لأن أهم مورد لها هي الجباية البترولية، التي تحسب في بداية مشروع قانون المالية في حدود 37 دولارا للبرميل لترتفع أثناء إعداد الحساب الختامي للدولة من خلال امتصاص العجز إلى حوالي 75 دولارا كجباية بترولية، هذا ما سوف يؤثر على صندوق ضبط الموارد.¹

2. آفاق صندوق ضبط الموارد (المستند على قطاعات أخرى):

حسب المؤشرات فإن آفاق الاعتماد على قطاع المحروقات لزيادة إيرادات صندوق ضبط الموارد أصبح مهدد جراء البيئة الحالية (انخفاض سعر ومخزون النفط)، وفي ظل هذه الأزمة أصبح من الصعب تحقيق زيادة في صندوق ضبط الموارد حتى وإن ارتفع سعر البترول مجددا لعوامل أخرى ومؤقتة لان النفط

¹ خثير محمد، فقاير فيصل، واقع صندوق ضبط الموارد الجزائري، دوره وآفاقه المستقبلية، مداخلة ضمن المؤتمر الدولي الثالث حول موقع صناديق الثروة السيادية ضمن النظام المالي العالمي ودورها في تحقيق الاستقرار، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجليلي بونعامة، خميس مليانة، يومي 29-30 أبريل، الجزائر، 2015، ص 12، 13.

يعد من ثروات التي ستزول مع الوقت، وبالنسبة للجزائر فهي تتوفر على إمكانات هائلة في عدة قطاعات يمكن الاعتماد عليها في زيادة إيرادات صندوق ضبط الموارد تتمثل في:¹

- امتلاكها لأحد أكبر مصادر الطاقة الشمسية في العالم، وهي وقادرة على إنتاجها وتصديرها لأنه باستطاعتها تلقي الطاقة الشمسية بنحو 3000 ساعة سنويا مما يسمح لها بإنتاج وتصدير الكهرباء ويضاف إليها حقول الرياح التي لها إمكانات كبيرة لإنتاج الطاقة الكهربائية، كما أن تراجع أسعار البترول جعل الحكومة الجزائرية تعجل بالولوج إلى الاستغلال التجاري لهذه الطاقات المتجددة رغم صعوبة المهمة سواء من ناحية إيجاد وتخصيص الموارد المالية اللازمة الكافية أو توفير الموارد البشرية المؤهلة؛

- الاستغلال الجيد لقطاع الفلاحة بكل ما يزرع به من موارد خاصة المحاصيل الكبرى التي تحقق الأمن الغذائي والتصدير؛

- العناية بالقطاع السياحي وتشجيع ترقية قطاع الخدمات والصيد البحري والسهر على تحرير المبادرة المالية من خلال السماح بقيام بنوك إسلامية ومؤسسات تأمين إسلامية لجعل الجزائر قطب مالي عالمي في المغرب العربي.

ثالثا: صندوق ضبط الموارد الجزائري ومبادئ سنتياغو لصناديق الثروة السيادية

1. لمحة عن حوكمة صندوق ضبط الموارد في الجزائر: إن تطبيق قواعد الحوكمة سيساعد في بناء الثقة المتبادلة بين المؤسسات الاقتصادية بما فيها القطاعين المالي والمصرفي، خاصة في وقت تتزايد فيه أهمية الحصول على رأس المال والبحث على تحقيق معدلات نمو اقتصادي قصد تخطي الأزمة المالية العالمية وتقليل تداعياتها ورغبة في زيادة التكامل مع المجتمع الاقتصادي العالمي، وقد بذلت الجزائر جهودا مكثفة نحو بناء إطار مؤسسي لحوكمة المؤسسات، حيث عملت على تحسين مناخ الأعمال بها وانفتاح اقتصادها، فضلا عن قيام الحوكمة بتنفيذ إصلاحات هيكلية فإنها تعمل على تحفيز نمو القطاع الخاص، وفي نفس الوقت الذي تجري فيه الخوصصة واستكشاف فرص النمو خارج قطاع البترول، ستزداد أهمية حوكمة المؤسسات لضمان المساءلة والشفافية في العمليات المتعلقة بإدارة الأعمال، وهذا ما أدى بالجزائر إلى إصدار مشروع النظام المالي المحاسبي الجديد والذي يتوافق مع معايير المحاسبة الدولية ومعايير الإبلاغ المالي، والذي أصبح ساري المفعول ابتداء من 1 جانفي 2010.²

¹ خثير محمد، فقاير فيصل، نفس المرجع السابق، ص 14.

² ربحي كريمة وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 19.

وفي الحديث عن حوكمة صناديق الثروة السيادية، يري خبراء في الاقتصاد أن إنشاء صناديق سيادية في الجزائر على غرار بعض البلدان المصدرة للنفط، لا يعتبر الحل الأمثل، وهناك أشكال أخرى للاستثمار في الخارج يمكنها أن تكون بديلا ناجحا عن هذه الصناديق من خلال توسيع دائرة استثمارات مماثلة لتلك التي تقوم بها شركة سوناطراك الدولية إلى شركات عمومية أخرى على غرار خطوط الطيران الجوية الجزائرية التي تملك إمكانيات شراء حصص في شركات طيران إفريقية، وعلى الرغم من توجه الدول نحو تأسيس صناديق سيادية لإدارة استثمارها وتنميتها، إلا أنها لا تخلو من تحفظات المراقبين، من أهم هذه التحفظات مستوى الإفصاح والشفافية المقرونين بإدارة أصول الصناديق ومدى الاستفادة من عائداته لدعم تنمية اليوم على حساب تنمية الغد، ودرجة أمان أصول الصندوق وسلامته وتقلبات الاقتصاد العالمي.¹

2. موقع حوكمة صندوق ضبط الموارد الجزائري من المؤشرات الدولية للحوكمة

رغم المراتب الجيدة التي يتمتع بها صندوق ضبط الإيرادات (FRR) في الترتيب الدولي للصناديق السيادية من حيث قيمة الأصول، إلا أن الواقع ليس كذلك فيما يتعلق بترتيبه حسب مسألة الشفافية والإفصاح، فحسب مؤشر Linaburg-Maduell للشفافية، الذي يعتمد معهد صناديق الثروة السيادية (WSFI)، فإن صندوق ضبط الإيرادات الجزائري لم يتحصل إلا على نقطة واحدة من عشرة، وهو أدنى ترتيب لشفافية الصناديق السيادية، في حين يتطلب تمتع صندوق سيادي ما بشفافية كافية الحصول على 8 نقاط على الأقل، أما وفق مؤشر ترومان الذي يقيس الحوكمة والشفافية فإن صندوق ضبط الموارد تحصل على 9.5 نقطة وبالتالي فإن شفافية و حوكمة الصندوق ضعيفة.²

المطلب الثالث: تقييم حوكمة صندوق ضبط الموارد الجزائري ومتطلبات الرفع منها

سنقوم من خلال هذا المطلب بتقييم عام لتجربة صندوق ضبط الموارد ومن ثم تقييم مدى تطبيقه للحوكمة والتعرف على المتطلبات الضرورية للرفع من حوكمة صندوق ضبط الموارد.

¹ الصناديق السيادية مخاطرة باحتياطات الصرف في الخارج، شوهدي بتاريخ 2016/4/15 على الساعة 18:20 على الرابط: <http://www.djazair.com/alahrar/2286/>

² Linaburg-Maduell Transparency Index, Sovereign Wealth Funds Institute (SWFI), April 2016, at: <http://www.swfinstitute.org/statistics-research/linaburg-maduell-transparency-index/>

أولاً: التقييم العام لتجربة صندوق ضبط الموارد الجزائري

إن التجربة الجزائرية في مجال صناديق الثروة السيادية تشوبها بعض النقائص نذكر البعض منها

في النقاط التالية:¹

1. موارد الصندوق: إن اقتصار موارد الصندوق على فائض الإيرادات البترولية يعرضه لصدّامات خطيرة في حالة انخفاض أسعار النفط إلى مستويات متدنية لفترات طويلة، مما يعني أن الصندوق غير مستقل عن تقلبات أسعار النفط، كما أن استمراره في النشاط مستقبلاً غير مؤكد.

2. مجال عمل الصندوق: إن تركيز مجال عمل الصندوق الداخلي واقتصار عمله الخارجي على سداد المديونية العمومية الخارجية يؤدي إلى وجود سيولة مالية معطلة في الصندوق، وبالتالي حرمان البلد من عوائد معتبرة يمكن الحصول عليها في حالة استثمار أصول الصندوق خارج البلد.

إن النقائص التي تميز صندوق ضبط الموارد تفرض على الحكومة ضرورة إخضاع الصندوق لإصلاحات شاملة وجذرية تشمل أهداف الصندوق وحوكمته ومجال عمله، كما أن رفض تطوير وتوسيع مجال عمل الصندوق ليشمل الاستثمار الخارجي بحجة التخوف من الأزمات المالية العالمية وما تخلفه من خسائر معتبرة على استثمارات صناديق الثروة السيادية أمر غير مبرر باعتبار أن الأزمات المالية العالمية ظرفية وغير مستدامة، وأن تأثيرها على صناديق الثروة السيادية مرتبط بمدى كفاءة وفعالية أنظمة إدارة وتسيير استثمارات الصناديق، كما أن حصر مجال عمل الصندوق داخل البلد لا يعني بالضرورة عدم تعرضه لخطر الأزمات العالمية التي قد تؤثر بصورة غير مباشرة على الصندوق عن طريق تأثيرها على مستويات أسعار النفط والمواد الأولية في الأسواق العالمية، وفي السياق نفسه يمكن ذكر مجموعة من المبررات التي تدعم الموقف المساند لتطوير وإصلاح صندوق ضبط الموارد وهي:²

- **ضعف الطاقة الاستيعابية للاقتصاد الجزائري:** يعاني الجهاز الإنتاجي في الجزائر من مشاكل هيكلية تؤثر في قدرته على تغطية الطلب الكلي المحلي فضلاً عن الاستجابة لأي زيادة في الطلب، وبالتالي فإن الاستعمال الداخلي للفوائض المالية المحققة يؤدي إلى ارتفاع معدلات التضخم وارتفاع حجم الواردات لتغطية الزيادة في الطلب المحلي، لذلك فإن الاستثمار الخارجي للفوائض المالية يحافظ على استقرار الاقتصاد الوطني؛

¹ بريش عبد القادر وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 17.

² بريش عبد القادر وآخرون، نفس المرجع السابق، ص 18.

- تحمل تكلفة الفرصة البديلة: إن الاحتفاظ بالفوائض المالية وعدم استثمارها خارجيا يؤدي إلى تضييع الحكومة لفرص استثمارية خارجية يمكن استغلالها في تحقيق عوائد إضافية للبلاد؛
- تدهور قيمة أصول الصندوق: إن الامتناع عن استثمار أصول الصندوق والاحتفاظ بها في شكل سيولة نقدية يعرضها لخطر فقدان قيمتها بسبب ظاهرة التضخم.

ثانيا: تقييم تطبيق الحوكمة في صندوق ضبط الموارد الجزائري:

يخضع صندوق ضبط الموارد بالجزائر إلى عملية تقييم لمدى تطبيق الحوكمة به، حتى يتم تحديد نقاط القوة والضعف من أجل دعمها أو تقويمها:¹

1. حوكمة الصندوق: إن صندوق ضبط الموارد في شكله الحالي عبارة عن حساب من حسابات الخزينة العمومية وبالتالي فهو غير مستقل عن الموازنة العامة للدولة، مما يؤدي إلى حدوث تداخل بين وظائف الصندوق والموازنة العامة، الأمر الذي يقلل من فعالية الصندوق في ضبط الموازنة العامة خلال فترات ارتفاع الجباية البترولية، كما أن انفراد وزارة المالية بحق إدارة وتسيير الصندوق يعني سيطرة الحكومة على الصندوق مما يؤدي إلى تدني كفاءة استغلاله بالنظر لهيمنة الاعتبارات السياسية على حساب الاعتبارات الاقتصادية في تسيير الصندوق.

2. المراقبة والمساءلة: إن اعتبار صندوق ضبط الموارد حساب خاص من حسابات الخزينة العمومية يؤدي إلى عدم خضوعه لرقابة البرلمان بالنظر إلى أن العمليات الخاصة بحسابات الخزينة تتم خارج الموازنة العامة للدولة، مما يعني عدم وجود رقابة مستقلة على الصندوق وبالتالي التقليل من فرص خضوع الحكومة للمساءلة.

3. الشفافية والإفصاح: عدم نشر تقارير دورية تفصيلية عن الصندوق يقلل من شفافية التسيير ويؤدي إلى حرمان الرأي العام من الإطلاع على تطور وضعية الصندوق.

ثالثا: متطلبات الرفع من حوكمة صندوق ضبط الموارد الجزائري

هناك عوامل أساسية وأخرى مساعدة للرفع من حوكمة صندوق ضبط الموارد في الجزائر نوردتها كما يلي :

1. العوامل المساعدة للرفع من حوكمة صندوق ضبط الموارد: إن الدور الذي يقوم به صندوق ضبط الموارد في وقتنا الحالي، لا يجعل الصندوق ذا كفاءة وفعالية ولتحسين وضعه وجعله ذو كفاءة يتطلب إعداد استراتيجيات طويلة المدى تستجيب للأداء العالمي، والتي تعتمد أساسا على تغيير نظرة الحكومة لهذا

¹ فرحات عباس، سعود وسيلة، مرجع سبق ذكره، ص 17، 18.

الصندوق من أداة تعمل على ضبط الميزانية وسداد المديونية إلى أداة مستدامة تعمل على المحافظة على ثروة الأجيال القادمة، كما أن الهدف الرئيسي لاستراتيجيته هو تحويل مداخيل النفط باعتبارها ثروة زائلة إلى مداخيل الأصول باعتبارها أصول دائمة، إن وضع هذه الاستراتيجية يتطلب مجموعة من الإجراءات تتمثل فيما يلي:¹

- **تعديل أهداف الصندوق:** وذلك لتحقيق مايلي:

- الحفاظ على حقوق الأجيال القادمة في استغلال مداخيل الثروة النفطية من خلال تحويلها إلى مداخيل أصول مالية مستدامة؛
- السماح باستثمار موارد الصندوق في الأسواق المالية العالمية مع الالتزام بمبدأ تعظيم العوائد والتقليل من المخاطر؛
- الحفاظ على استقرار وضبط الميزانية العامة للدولة من خلال امتصاص فوائض الإيرادات النفطية وتمويل العجز الموازي مع الحفاظ على معدلات تضخم منخفضة؛
- سداد الدين الداخلي والخارجي.

- **تعديل هيكل الصندوق:** وذلك من خلال فصل الصندوق عن الخزينة العمومية، وتحويله من مجرد حساب إلى هيئة مستقلة مكونة من مجموعة من المصالح يرأسها مدير عام يتمتع بالاستقلالية التامة عن وزارة المالية ويخضع لسلطة البرلمان، يتم تعيينه بواسطة رئيس الجمهورية بعد موافقة البرلمان مع اقتراح تغيير اسم للصندوق ليصبح صندوق تنمية الاستثمارات العامة والحفاظ على الأجيال؛

- **زيادة شفافية الصندوق:** وذلك بإخضاع الصندوق لرقابة البرلمان من خلال تقديم مدير الصندوق لتقارير فصلية عن أداء الصندوق كما أن استخدام الحكومة لموارد الصندوق في تمويل العجز الميزانية أو سداد المديونية والذي يجب أن يتم بموافقة البرلمان، بالإضافة إلى نشر تقارير الدورية عن أداء الصندوق وعرضها على الرأي العام ومؤسسات الدولة والمجتمع المدني من أجل زيادة المصداقية والشفافية؛

- **تكوين إطارات عالية الكفاءة:** بحيث تكون مختصة في مجال توظيف الأموال في الأسواق المالية العالمية تستند لها مهمة تسيير الصندوق بالإضافة إلى الاستفادة من خبرات ودراسات الباحثين الاقتصاديين. إن مسألة مستويات الشفافية من شأنها تسهيل المساءلة، وهي أمر ينطوي على أهمية فائقة

¹ ريمة برارمة، محمد بوهدة، تقييم أداء صندوق ضبط الموارد الجزائري مقارنة مع التجربة النرويجية-الواقع والأفاق-، مداخلة ضمن الملتقى العلمي الدولي الثالث حول موقع صناديق الثروة السيادية ضمن النظام المالي العالمي ودورها في تحقيق الاستقرار، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجبلالي بونعامة، خميس مليانة، يومي 29-30 أفريل، الجزائر، 2015، ص 16-18.

لصندوق ضبط الإيرادات، لأن الملكية الحكومية للصندوق تقتزن بالحاجة إلى معايير رفيعة المستوى فيما يتعلق بالمساءلة، وحيث أن مبادئ سنتياغو التوجيهية تركز على قضايا الحوكمة والشفافية والمساءلة، وإدارة المخاطر، وهي المبادئ التي يتبناها اليوم المنتدى الدولي لصناديق الثروة السيادية (IFSWF)، فإن هناك إمكانية أمام الجزائر للاستفادة من هذه المبادئ لأجل تعزيز أداء وموقع صندوق ضبط الإيرادات ككيان مؤسستي مالي قوي، ومن أجل تطوير عمله للتحويل إلى صندوق ثروة سيادي، وهذا ما يتطلب أولاً الانضمام إلى المنتدى الدولي لصناديق الثروة السيادية، الذي أنشأته سنة 2009 الصناديق الواضحة لمبادئ سنتياغو¹ ثم العمل على تبني وتحقيق بعض المبادئ منها:²

- ضرورة وجود إطار قانوني سليم وواضح ومفصح عنه، يوضح العلاقة بين صندوق ضبط الإيرادات وغيره من كيانات الدولة؛
- توضيح الغرض من إنشاء الصندوق من منظور السياسات، والإفصاح عن هذا الغرض علناً من أجل أن يسهم في الحوكمة الرشيدة والشفافية؛
- التنسيق الوثيق بين أنشطة الصندوق وصياغة السياسة الاقتصادية الكلية، خاصة في الجانب المالي والنقدي منها؛
- توفير قواعد واضحة بشأن منهجية الصندوق إزاء التمويل، قواعد السحب والإنفاق والإفصاح عنها مما يساعد على ضمان الاتساق بين أنشطة الصندوق وعمليات الميزانية وأهدافها، وعلى إدارة الاستثمارات العمومية في الأجلين القصير والطويل؛
- ضرورة حصول صانعي السياسات والمستعملين الآخرين على بيانات بشكل يشمل عمليات صندوق ضبط الإيرادات، وهو ما سيكفل دقة المعلومات المتاحة عن أداء الاقتصاد الوطني؛
- دعم وتعزيز الاستقلالية التشغيلية في إدارة عمليات صندوق ضبط الإيرادات، وذلك كأحد هياكل الحوكمة الواضحة والسليمة وتقسيم الأدوار والمسؤوليات، ومعايير المحاسبة والمراجعة عالية المستوى.

2. العوامل الأساسية كمتطلبات لفعالية صندوق ضبط الموارد الجزائري: إن نجاح صندوق الثروة السيادي في أداء وظائفه يعتمد على مدى سلامة ووضوح القوانين والتوجيهات المنظمة لنشاطاته، وفي هذا المجال يتعين على الحكومة إصدار قانون أساسي للصندوق مستقل عن قانون المالية مع اعتباره المرجع الرئيسي لجميع اللوائح والتعليمات المتعلقة بالصندوق علماً أن إصدار هذا القانون يجب أن يتم وفقاً للمراحل التالية:

¹International Forum of Sovereign Wealth Funds, IFSWF, Mai 2016, at: <http://www.ifswf.org/index.php>

²مباني عبد المالك، علاق حنان، مرجع سبق ذكره، ص 12.

- تشكيل لجنة مستقلة مكونة من خبراء اقتصاديين وقانونيين يعهد إليها مهمة إعداد النسخة الأولية للقانون مع العلم أنه يمكن للجنة الاستفادة من التجارب الدولية في هذا المجال بما فيها مبادئ سنتياغو المعتمدة من قبل صندوق النقد الدولي شريطة أن يتم تكيف هذه القواعد والمبادئ وفقا للخصائص الاقتصادية والمبادئ القانونية المعمول بها في الجزائر؛

- تقديم الحكومة مشروع القانون للبرلمان لمناقشته وإثرائه ومن ثم المصادقة عليه؛

- دخول القانون حيز التنفيذ بعد مصادقة رئيس الجمهورية عليه وشرع الحكومة في إصدار اللوائح والتعليمات المفسرة لمضمون القانون.

إن القانون الأساسي الخاص بالصندوق يجب أن يتضمن مجموعة من المبادئ الواجب احترامها

والتي يمكن إبرازها فيما يلي:¹

• ضمان استقلالية الصندوق عن الحكومة وعدم خضوعه للاستغلال السياسي و ذلك من خلال تأسيس هيئة مستقلة تعهد إليه نيابة عن الحكومة ولحسابها الخاص مهمة إدارة واستثمار فائض قيمة الجباية البترولية المحول إليه سنويا من الموازنة العامة للدولة من خلال مجلس إدارة للصندوق الذي يعتبر أعلى سلطة في إدارة الصندوق تتمثل مهامه في:

- إعداد وتعديل إستراتيجية الاستثمار الخاصة بالصندوق؛

- إصدار تعليمات ولوائح متعلقة بإدارة الصندوق؛

- إنشاء وتطوير الهيكل التنظيمي للصندوق؛

- تعيين المدير التنفيذي المكلف بإدارة الصندوق؛

- مراقبة أداء الفريق المكلف بإدارة الصندوق؛

- يتكون مجلس الإدارة من أعضاء معينين بحكم مناصبهم وأعضاء مستقلين يتم تعيينهم بواسطة مرسوم رئاسي وفق إدارة الدول الناجحة في هذا المجال.

• تحديد الأهداف الإستراتيجية للصندوق مع ضمان التقيد بها وعدم تجاوزها و المتمثلة في :

- تحويل الثروة النفطية إلى ثروة مالية مستدامة؛

- ضمان حق الأجيال القادمة في الاستفادة من الثروة النفطية؛

- الحفاظ على توازن الموازنة العامة وحمايتها من خطر الصدمات الخارجية؛

¹ بريس عبد القادر وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 10-12.

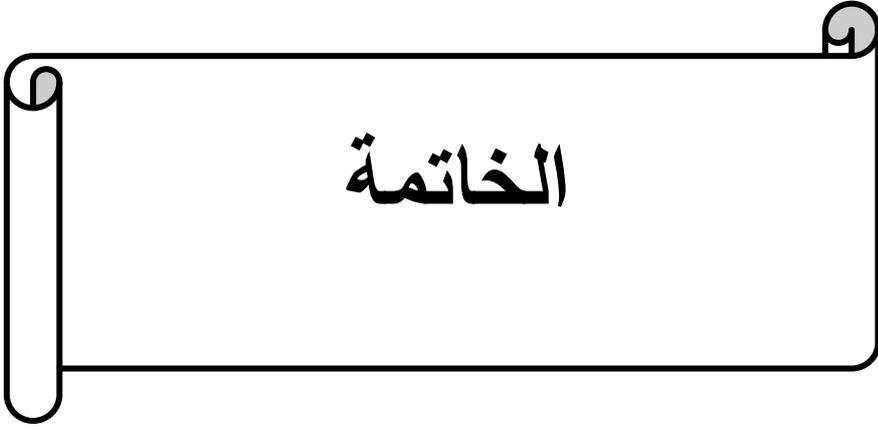
- تخفيض المديونية العمومية؛
- تمويل المشاريع الإستراتيجية الكبرى التي تساهم تحقيق تنمية اقتصادية مستدامة.
- تحديد صلاحيات ومهام مختلف الهيئات المكلفة بالإشراف والتنفيذ والمراقبة مع ضمان عدم وجود تداخل بين مهامها من خلال تكريس مبدأ الإفصاح والمساءلة في معاملات الصندوق.
- تعزيز أنظمة الرقابة الداخلية الخاصة بالصندوق والرقابة التي تمارسها وزارة المالية على نشاط الصندوق، يخضع الصندوق برقابة دورية مستقلة من طرف البرلمان عن طريق لجنة برلمانية مكلفة بالمراقبة المستمرة لأداء الصندوق بالإضافة إلى رقابة مجلس المحاسبة.
- تدعيم الشفافية والإفصاح بنشر جميع القوانين والتعليمات واللوائح المنظمة لنشاط الصندوق وتقارير فصلية وسنوية حول أداء الصندوق يتم تقديمها مجالس إدارة الصندوق بالإضافة إلى وزارة المالية علماً أن هذه التقارير يجب أن تخضع للمراجعة والمصادقة من طرف مكتب محاسبة دولي، ويتم نشر هذه التقارير عبر وسائل الإعلام المختلفة لتمكين الرأي العام من الإطلاع عليها.

خلاصة الفصل

يعتبر صندوق التقاعد الحكومي النرويجي من بين الصناديق الرائدة على مستوى الدول المتقدمة وعلى مستوى العالم بصفة عامة ، وهو من بين أكبر وأنجح التجارب في العالم في مجال حوكمة صناديق الثروة السيادية ويعود ذلك إلى طريقة تسيير الصندوق واعتماده على معايير ومبادئ الحوكمة الجيدة بدءاً من الشفافية في كامل معاملاته وصولاً إلى الرقابة الدقيقة على كل ماله علاقة بالصندوق، وبالتالي يعد النموذج المثالي لصناديق الثروة السيادية في العالم من حيث الحوكمة.

كما تصنف الصين كأكبر دولة من حيث حجم الأصول إلا أنها تفتقر للشفافية والإفصاح ومبادئ الحوكمة الجيدة، ونفس الشيء بالنسبة لهيئة أبوظبي للاستثمار التابعة لدولة الإمارات العربية المتحدة ، إذ عليها العمل على تحسين حوكمة صناديق بزيادة الالتزام بمبادئ سانتياغو.

وبالنسبة لتجربة الجزائر فإنها تصنف ضمن الدول التي تحاول تطبيق مبادئ الحوكمة في صناديق الثروة السيادية، وهي الأخرى تفتقر للشفافية والإفصاح ومبادئ الحوكمة الجيدة، وللوصول إلى المستوى المطلوب عليها أن تطور وتعديل حوكمة صندوق ضبط الموارد للارتقاء بمستوى باقي التجارب الناجحة على غرار تجربة النرويج ، وذلك حسب ما تم التطرق إليه سابقاً، من جهة أخرى يعتبر إنشاء الجزائر لصندوق ضبط الموارد تأكيداً على رغبة الحكومة في إيجاد وسيلة للتخفيف من خطر الصدمات الخارجية على الموازنة العامة بصفة خاصة والاقتصاد الكلي بصفة عامة، وعليه يترتب على الجزائر الرفع من تطبيق الحوكمة في صندوق ضبط الموارد عن طريق تعزيز الحوكمة والإفصاح في تسيير صندوق ضبط الموارد ومشاركة الهيئات المنتجة والممثلة للشعب في المراقبة والإشراف وتسيير الصندوق وأيضاً زيادة مراقبة المالية العامة وإضفاء مزيد من الشفافية.



تعتبر ظاهرة صناديق الثروة السيادية من أبرز الظواهر الاقتصادية في الألفية الثالثة بسبب زيادة عددها و أحجام أصولها واستثماراتها حيث أنه لها أهمية كبيرة ودور مهم في الحفاظ على استقرار النظام الاقتصادي والمالي العالمي خاصة بعد الأزمة المالية العالمية لسنة 2008, لما لها من مزايا على اقتصاديات الدول المالكة لها بوجه عام و على الاقتصاد الجزائري بصفة خاصة.

جاءت مبادئ سنتياغو من اجل إزالة مخاوف الدول المتقدمة وتعزيز الشفافية والإفصاح وحوكمة صناديق الثروة السيادية وقد ساهمت هذه المبادئ منذ نشرها في شروع العديد من الدول المالكة لهذه الصناديق في توضيح وتفسير هياكلها وترتيبات حوكمتها، ومع ذلك مازالت الحاجة إلى زيادة الوضوح المؤسسي وتعزيز الممارسات والإشراف السليم لصناديق الثروة السيادية وبالأخص النفطية منها. ومن التجارب الدولية في حوكمة صناديق الثروة السيادية التي تم دراستها في مقدمتها تجربة النرويج المتمثلة في "صندوق التقاعد الحكومي" التي تعد تجربة رائدة في مجال الحوكمة والشفافية والإفصاح وتعد النموذج الأمثل لتطبيق حوكمة صناديق الثروة السيادية، كما تطرقنا إلى تجربة الصين التي تعد الدولة الأكبر من حيث حجم أصول الصناديق واستثماراتها، وتقييم حوكمة صناديقها، واخترنا تجربة الإمارات العربية المتحدة المتمثلة في "هيئة أبو ظبي للاستثمار" كنموذج عربي رائد وتقييم موقعها من الحوكمة، وفي الأخير ختمنا الدراسة بحالة تجربة الجزائر من خلال "صندوق ضبط الموارد" وتقييم مدى تطبيقه للحوكمة والمتطلبات اللازمة للرفع من حوكمته.

اختبار الفرضيات:

يتضح مما تقدم تأكيد أو نفي الفرضيات التي بنيت عليها الدراسة كمايلي:

- تقوم كل من الدول النفطية وغير النفطية بإنشاء صناديق الثروة السيادية لحماية اقتصادياتها من خطر الصدمات الخارجية، وتحسبا لنضوب الثروة النفطية مستقبلا بالنسبة للدول النفطية وكذلك كمدخرات للأجيال القادمة، وقد ساهمت صناديق الثروة السيادية في التصدي للأزمة المالية العالمية منذ بداية صيف 2007 وذلك عن طريق تدخلاتها المباشرة في الأسواق المالية الأمريكية والأوروبية للحفاظ على استقرارها وسيولتها، إلا أن هذا النجاح لم يستمر طويلا بسبب فشل سياسات معالجة الأزمة المنفذة من قبل الدول المتقدمة مما أدى إلى تعرض الصناديق لخسائر معتبرة في استثماراتها وفي مواردها بسبب انخفاض أسعار النفط والمنتجات في الأسواق وبالتالي تساهم صناديق الثروة السيادية بشكل ايجابي وسلبى؛ (وهذا ما ينفي صحة الفرضية الأولى)؛

- قامت صناديق الثروة السيادية باستثماراتها في البنوك والمؤسسات المالية العالمية من أجل تحقيق أرباح هائلة، مما زاد من مخاوف الدول الغربية من الهيمنة على اقتصادياتها؛ وبالتالي بروز عدة مواقف وردود من مختلف هذه الدول حول إنشاء صناديق الثروة السيادية؛ (وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثانية)؛
- تعد تجربة صندوق الثروة السيادية النرويجية من أنجح التجارب في تطبيق الحوكمة والنموذج الأمثل للدول يمكن الاستفادة من تجاربها في هذا المجال وذلك من خلال الخضوع للمساءلة والشفافية والحوكمة والإفصاح بالنسبة لصناديق ثروتها السيادية؛ حيث أن توفر قدر عال من الشفافية والمساءلة حول نشاطات الصندوق يؤدي إلى سرعة اكتشاف وتصحيح الأخطاء المرتبطة باستثمارات الصندوق، وتنوع في الاقتصاد لدوره المهم في التقليل من التعرض للصدمات الخارجية. (وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثالثة)؛
- يعتبر إنشاء صندوق ضبط الموارد في الجزائر خطوة ايجابية يمكن الاستفادة منها لدعم استقرار الاقتصاد الوطني، إلا أنها تعد تجربة متواضعة الفعالية من حيث تطبيق مبادئ الحوكمة والشفافية على صندوقها خاصة عند مقارنتها مع التجربة النرويجية الرائدة وحتى تنجح في هذا المجال عليها الاستفادة من تجربة النرويج والعمل بها في هذا المجال، حيث انه ينبغي على الجزائر أن تفكر في إنشاء صندوق ثروة سيادي مستقل، مع مراعاة أن يكون هذا الصندوق مبنيا على معايير وظروف تلائم الاقتصاد الوطني، كاستثماره بداخل الجزائر نظرا لكبر الطاقة الاستيعابية للاقتصاد؛ (وهذا ما يثبت صحة الفرضية الرابعة).

نتائج الدراسة:

- من خلال الدراسة النظرية والتطبيقية التي قمنا بها، تم التوصل إلى النتائج التالية:
- ظهرت صناديق الثروة السيادية بالمفهوم الحديث منذ تأسيس هيئة الاستثمار الكويتية سنة 1953 ثم صندوق أرخبيل كيريباتي سنة 1956 ليتوالى فيما بعد تأسيس العديد من صناديق الثروة السيادية؛
- صناديق الثروة السيادية عبارة عن أداة مالية مستحدثة ومدارة بطريقة مباشرة أو غير مباشرة من طرف الحكومة التي تنشأها لأغراض استثمارية أو ادخارية، ويتم تمويلها عن طريق الفوائض المالية المحققة في ميزان المدفوعات أو الموازنة العامة للدولة، كما أن مجال نشاطها قد يكون داخلي أو خارجي؛
- تختلف مبررات ودوافع إنشاء صناديق الثروة السيادية من بلد لآخر إلا أن أهمها يتمثل في الاستعداد للنضوب الطبيعي للموارد الطبيعية، والحاجة إلى إيجاد أصول جديدة لتعويض الانخفاض المحتمل في الدخل القومي، كما أن عدم قدرة اقتصاديات بعض الدول على امتصاص واستيعاب الفوائض المالية المحققة يعد سببا مهما في لجوء هذه الدول إلى إنشاء صناديق الثروة السيادية من أجل استثمار هذه الفوائض خارج الوطن والتخفيف من الانعكاسات السلبية للتدفقات المالية الناتجة عن الثروة الطبيعية؛

- يمكن تصنيف صناديق الثروة السيادية باستخدام عدة معايير على غرار مصدر دخلها تبعاً لهدفها الأساسي، وفقاً لمجال عملها، ووفقاً لوظيفتها، ولدرجة استقلالية الصندوق.
- تشير إحصائيات 2015 إلى تواجد 78 صندوق ثروة سيادي في العالم، علماً أن الصناديق السيادية النفطية تعد أبرز أنواع هذه الصناديق، وقد قدرت حجم الأصول بـ 7106.73 مليار دولار؛
- ساهمت صناديق الثروة السيادية في التصدي للأزمة المالية العالمية منذ بداية صيف 2007 وذلك عن طريق تدخلاتها المباشرة في الأسواق المالية الأمريكية والأوروبية للحفاظ على استقرارها وسيولتها، إلا أن هذا النجاح لم يستمر طويلاً بسبب فشل سياسات معالجة الأزمة المنفذة من قبل الدول المتقدمة مما أدى إلى تعرض الصناديق لخسائر معتبرة في استثماراتها وفي مواردها بسبب انخفاض أسعار النفط والمنتجات في الأسواق العالمية؛
- تركز صناديق الثروة السيادية في ثلاثة مناطق جغرافية تتمثل في الشرق الأوسط وشمال إفريقيا التي تمتلك 19 صندوق، ومنطقة آسيا التي تضم كل من دول جنوب شرق آسيا وآسيا الوسطى والمحيط الهادي التي تتوفر مجتمعة على 23 صندوق، ومنطقة أوروبا التي تمتلك 07 صناديق؛
- إن تنامي صناديق الثروة السيادية شكل مخاوف على الدول الغربية، لأن محفظة هذه الصناديق تدخل كاستثمارات في الأسواق المالية وتصبح منافسة لها وبالتالي التفوق، ومنه ظهر الجدل بخصوص صناديق الثروة السيادية والذي أدى إلى انبثاق مبادئ سنتياغو من هيمنتها على اقتصادياتها وهذا أدى إلى بروز عدة مواقف؛
- تساعد مبادئ سنتياغو التي تم إعدادها من طرف صندوق النقد الدولي بالتنسيق مع الدول المالكة والمستقبلية لاستثمارات الصناديق في تعزيز حوكمة صناديق الثروة السيادية بالنظر لطبيعتها الغير إلزامية وقابليتها للتكيف مع الخصائص الاقتصادية والتنظيمية الخاصة بكل بلد؛
- لا تزال مؤشرات قياس أداء صناديق الثروة السيادية في مراحلها الأولية، وفي هذا المجال يتوفر حالياً مؤشرين لقياس الأداء هما مؤشر "ترومان" ومؤشر "لينبرغ مادول"، علماً أن مؤشرات قياس الأداء تعد وسيلة مهمة لتحسين حوكمة وشفافية صناديق الثروة السيادية نتيجة تقييمها المستمر لمختلف سياسات تسيير وإدارة هذه الصناديق؛
- تعد تجربة النرويج بصندوق التقاعد الحكومي من أنجح التجارب في هذا المجال وهذا بسبب توفر بيئة اقتصادية وسياسة سليمة تتميز بارتفاع مستويات الحوكمة الاقتصادية والسياسية في هذا البلد، ووجود إستراتيجية استثمار واضحة المعالم والأهداف تتميز بالمرونة والقدرة على التكيف مع الأوضاع الاقتصادية

السائدة، كما أن توفر قدر عال من الشفافية والمسائلة حول نشاطات الصندوق يؤدي إلى سرعة اكتشاف وتصحيح الأخطاء المرتبطة باستثمارات الصندوق، ولتنوع اقتصادها دور مهم في التقليل من تعرضها للصدمات الخارجية؛

- هناك ثلاثة مؤشرات رئيسية يتم استخدامها لتقييم مدى التزام صندوق الثروة السيادية بمعايير الشفافية والحوكمة هي مبادئ سندياغو، مؤشر ترومان، مؤشر لينبرغ مادول؛

- رغم أن الصين تحتل المراتب الأولى عالميا من حيث حجم صناديق الثروة السيادية إلا أن هذه الصناديق تفقر إلى الشفافية والإفصاح لذا يجب على إدارة صناديق الثروة السيادية الصينية أن تعزز من الإجراءات، التي تضمن إضفاء شفافية أكثر على هذه الصناديق؛

- صندوق الثروة السيادي للإمارات العربية المتحدة لازال غير شفاف، أي كل المعلومات المتعلقة باستثماراتها غير معلن عنها بالتفصيل، وهذا ما يجعل الدول المتلقية تتحفظ على استثماراتها بدواعي المحافظة على الأمن القومي، لذا لا بد من العمل من أجل زيادة شفافية صناديقها لكي لا تضيع الفرص الاستثمارية المتاحة؛

- إن إنشاء صندوق ضبط الموارد يدل على رغبة الحكومة في إيجاد وسيلة لتخفيف خطر الصدمات الخارجية على الموازنة العامة بصفة خاصة، وعلى الاقتصاد الجزائري بصفة عامة، وترشيد استغلال مداخيل الثروة النفطية باعتبارها ثروة ناضبة وغير مستدامة؛

- عند التقييم العام لصندوق ضبط الموارد نجد أنه يعاني من عدة نقائص تشمل حوكمته ومجال عمله، بالإضافة إلى مصادر التمويل ومستويات الشفافية والإفصاح في الصندوق، وهي نقائص تفرض على الحكومة إخضاع الصندوق لإصلاحات وتعديلات جذرية وشاملة بغرض إزالة النقائص التي تميز تجربة الجزائر في هذا المجال؛

توصيات الدراسة:

على ضوء النتائج المتوصل إليها، يمكن اقتراح مجموعة من التوصيات والاقتراحات على النحو التالي:

- على الدول المالكة لصناديق الثروة السيادية إضفاء المزيد من الشفافية لتبديد المخاوف الغير مبررة التي تبديها البلدان المتقدمة والمنظمات الاقتصادية العالمية اتجاه صناديق الثروة السيادية وحتى تتجح في ذلك

عليها تطبيق مبادئ سندياغو والاستفادة من التجربة الناجحة في هذا المجال والمتمثلة في تجربة النرويج؛

- المشاركة في الجهود الدولية التي تهدف إلى إرساء مبادئ عالمية منظمة لنشاطات صناديق الثروة السيادية على غرار مبادرة صندوق النقد الدولي المتمثلة بمبادئ سندياغو؛

- ينبغي على الجزائر أن تفكر في إنشاء صندوق ثروة سيادي مستقل، مع مراعاة أن يكون هذا الصندوق مبنيا على معايير وظروف تلاءم الاقتصاد الوطني، كاستثماره بداخل الجزائر نظرا لكبر الطاقة الاستيعابية للاقتصاد؛

- إن الصدمة الخارجية الناجمة عن أي تراجع محتمل في أسعار البترول ستعمق مباشرة من أزمة عجز الموازنة الجزائرية التي يبدو أن الحكومة غافلة عنها بسبب وجود بعض الأموال في صندوق ضبط الموارد، كما أنه ليس من حق الحكومة استخدام حق الأجيال القادمة في التغطية على المشاكل الاجتماعية وتأجيل البحث عن حلول حقيقية؛

- ضرورة إخضاع صندوق ضبط الموارد لتعديلات وإصلاحات جذرية تشمل الإطار القانوني والهيكل التنظيمي للصندوق وتوسيع مجال عمل الصندوق ليشمل الاستثمار الخارجي مع تزويد الصندوق بإستراتيجية استثمار مرنة وفعالة؛

- تعزيز علاقات التعاون مع الدول الرائدة في هذا المجال على غرار النرويج والاستفادة من خبراتها في مجال إدارة وتسيير استثمارات الصندوق؛

- إن كفاءة وفعالية صندوق الثروة السيادي يعتمد على مدى صحة وسلامة الوضع الاقتصادي للبلد وفي هذا المجال يتعين على الحكومة تركيز جهودها على معالجة الاختلالات التي تميز الاقتصاد الجزائري وتقليل تبعيته المفرطة لقطاع المحروقات وتنويع اقتصادها.

آفاق الدراسة:

بعد عرض أهم النتائج المتوصل إليها والتوصيات المقدمة بخصوص هذه الدراسة، يمكن سرد أهم

آفاق الدراسة المستقبلية المرتبطة بدعائم موضوع البحث على سبيل المثال مايلي:

- دراسة آفاق صناديق الثروة السيادية وأثرها على استقرار النظام المالي العالمي خاصة خلال الأزمات؛

- إعطاء حق للأجيال القادمة من البترول؛

- توسيع مهام صندوق ضبط الموارد بطريقة تمكنه من حماية الاقتصاد الجزائري من خطر الأزمات المالية والاقتصادية العالمية؛

- إنشاء صندوق ثروة سيادية في الجزائر يهتم بزيادة الطاقة الاستيعابية للاقتصاد الوطني.

ولا يفوتنا في نهاية هذه الدراسة كبحث أكاديمي أن نذكر بأن كل عمل بشري لابد أن يوجد فيه من النقص والهفوات والنقائص التي يسبق التعلم منها أو يذهل الفكر عنها، أو تغض الطرف عنها، أو ننقص منها أو نزيد عنها، فإن أحسنا فمن الله وحده فله الحمد والشكر، وإن جانبنا الصواب فيما سطرناه فلا حيلة لنا فيما كان.

فسبحان من أبقى أن يكون الكمال إلا لكتابه، "وما تشاءون إلا أن يشاء الله".

«وَقُلْ اَعْمَلُوا فَسَيَرَى اللَّهُ عَمَلَكُمْ وَرَسُولُهُ وَالْمُؤْمِنُونَ»

سورة التوبة (105)



قائمة المراجع

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

1. الكتب:

- إبراهيم سيد أحمد، حوكمة الشركات ومسؤولية الشركات غير الوطنية وغسيل الأموال، دار الجامعة، مصر، 2010.
- أويستين نورينج، التجربة النرويجية في التنوع الاقتصادي الخاص بالصناعة النفطية، مركز الإمارات للدراسات والبحوث الإستراتيجية، الطبعة الأولى، أبو ظبي، 2007.
- جمال مهدي، مبادئ وممارسات حوكمة الشركات، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، مصر، 2009.
- صفاء عبد الجبار الموسوي، واثق علي الدين محيي المنصوري، اقتصاديات صناديق الثروة السيادية، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، 2014.
- صلاح حسن، معايير حوكمة المؤسسات المالية، دار الكتاب الحديث، مصر، 2010.
- طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات، الدار الجامعية، مصر، 2005.
- عبد الحكيم أبو بكر، دراسات وبحوث في التأمين - بحوث علمية محكمة -، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان.
- عبد الحميد عبد المطلب، التطور الاستراتيجي، الدار الجامعية، مصر، 2008.
- علاء فرحان، حوكمة المؤسسات والأداء المالي لإستراتيجية المصارف، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2011.
- محمد مصطفى سليمان، حوكمة الشركات ومعالجة الفساد المالي والإداري، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، مصر، 2006.
- محمد مصطفى سليمان، حوكمة الشركات، الدار الجامعية، مصر، 2008.
- مروة أحمد وآخرون، الأزمة المالية العالمية الآفاق المستقبلية، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2011.

2. الرسائل والأطروحات الجامعية:

- إباد احمد، إدارة الصناديق السيادية وصناديق التحوط، رسالة ماجستير، تخصص إدارة أعمال، جامعة دمشق، سورية، 2009.
- بوفليح نبيل، دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية-الواقع والآفاق مع الإشارة إلى الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2011.
- سليمان عبد الكريم، دور صناديق الثروة السيادية في ترشيد الإيرادات النفطية العربية مع الإشارة إلى حالة أبو ظبي، رسالة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014.
- شوقي بورقية، الكفاءة التشغيلية للمصارف الإسلامية دراسة تطبيقية مقارنة، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف - الجزائر، 2009.
- عبد السلام بريزة، دور صناديق الثروة السيادية في إدارة الفوائض البترولية، دراسة مقارنة بين صندوق ضبط الموارد الجزائري وصندوق التقاعد الحكومي النرويجي، رسالة ماجستير، تخصص اقتصاديات الأعمال والتجارة الدولية، جامعة سطيف، الجزائر، 2013.
- فكري عبد الغني محمد جودة، مدى تطبيق مبادئ الحوكمة في المصارف الفلسطينية وفقا لمبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية ومبادئ لجنة بازل للرقابة المصرفية، رسالة ماجستير، كلية التجارة، فلسطين، 2008.
- مريم بن عدي، مروة حمادة، دور الحوكمة في تحسين أداء المؤسسات العامة (دراسة حالة جامعة 8 ماي 1945 -قائمة)، مذكرة لنيل شهادة الماستر في العلوم السياسية، جامعة 8 ماي 1945 ، قائمة، 2014.

3. المجلات والتقارير:

- بن إسماعيل حياة، صناديق الثروة السيادية من ...إلى...أين؟، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 29، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2013.
- دائرة البحوث في اتحاد المصارف العربية ،مجلة اتحاد المصارف العربية ، العدد 333، بيروت، 2008.

- زغيب شهرزاد، حلّمي حلّمة، الاقتصاد الجزائري بين واقع الارتباط وحتمية الزوال، مجلة دراسات الاقتصادية، العدد 11، الجزائر، 2008.
 - صناديق الثروة السيادية، مجلة اضاءات مالية ومصرفية، نشرة توعوية يصدرها معهد الدراسات المصرفية الكويتية، السلسلة السادسة، العدد الخامس، الكويت، 2013.
 - عبد القادر بريش، قواعد تطبيق مبادئ الحوكمة في المنظومة المصرفية مع الإشارة إلى حالة الجزائر، مجلة الإصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد لعالمي، المدرسة العليا للتجارة العدد 01، 2006.
 - عبد المجيد قدي، الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد السادس، جامعة الجزائر، الجزائر، 2009.
 - فرحات عباس، سعود وسيلة، حوكمة الصناديق السيادية-دراسة لتجربة كل من النرويج والجزائر-، مجلة الباحث الاقتصادي، العدد ديسمبر، 2015.
 - كمال العقريب، تقييم واقع ودور صناديق الثروة السيادية في تحقيق الاستقرار في الاقتصاد العالمي، مجلة الاقتصاد الجديد، العدد العاشر، المجلد 14، جامعة خميس مليانة، الجزائر، 2014.
 - لسوس مبارك، بن عبد العزيز فطيمة، قراءة في الصناديق السيادية مع الإسقاط على حالة الجزائر، مجلة الأبحاث الاقتصادية لجامعة سعد البلّيدة، العدد السادس، الجزائر، 2012.
 - مجموعة العمل الدولية حول صناديق الثروة السيادية، تقرير حول المبادئ والممارسات المتعارف عليها: مبادئ سنتياغو، صندوق النقد الدولي، 2008.
 - مركز أبو ظبي للحوكمة، سلسلة النشرات التثقيفية ، أساسيات الحوكمة مصطلحات ومفاهيم.
4. الملتقيات و المؤتمرات والندوات:

- بريش عبد القادر وآخرون، الاستقلالية و الشفافية ضمان لفعالية صناديق الثروة السيادية، مداخلة ضمن المؤتمر الدولي الثالث حول موقع صناديق الثروة السيادية ضمن النظام المالي العالمي ودورها في تحقيق الاستقرار، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجليلي بونعامة، خميس مليانة، يومي 29-30 أبريل، الجزائر، 2015.
- بزارية محمد، صناديق الثروة السيادية و دورها في تنويع الاستثمار خارج الاقتصاديات الوطنية، مداخلة ضمن المؤتمر الدولي الثالث حول موقع صناديق الثروة السيادية ضمن النظام المالي العالمي ودورها في تحقيق الاستقرار، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجليلي بونعامة، خميس مليانة، يومي 29-30 أبريل، الجزائر، 2015.

- بوفش وسيلة، بنون خير الدين، **حوكمة الصناديق السيادية حسب مبادئ سنتياغو**، مداخلة ضمن الملتقى العلمي الثالث حول موقع صناديق الثروة السيادية ضمن النظام المالي العالمي ودورها في تحقيق الاستقرار، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة الجبلاي بونعامة، خميس مليانة، يومي 29، 30 أفريل، الجزائر، 2015.
- بومنجل السعيد، **الحوكمة العالمية مدخل لإدارة الأزمة المالية العالمية الراهنة**، بحوث وأوراق عمل الملتقى الدولي حول الأزمة المالية العالمية والاقتصادية، الجزائر، 2009.
- جمال الدين سحنون، ساعد غنية، **التوزيع الجغرافي لصناديق الثروة السيادية**، مداخلة ضمن المؤتمر الدولي الثالث حول موقع صناديق الثروة السيادية ضمن النظام المالي العالمي ودورها في تحقيق الاستقرار، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجبلاي بونعامة، خميس مليانة، يومي 29-30 أفريل، الجزائر، 2015.
- خثير محمد، فقاير فيصل، **واقع صندوق ضبط الموارد الجزائري، دوره وآفاقه المستقبلية**، مداخلة ضمن المؤتمر الدولي الثالث حول موقع صناديق الثروة السيادية ضمن النظام المالي العالمي ودورها في تحقيق الاستقرار، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجبلاي بونعامة، خميس مليانة، يومي 29-30 أفريل، الجزائر، 2015.
- خليل عبد القادر، بوفاسة سليمان، **صناديق الثروة السيادية بين ضغوطات الهيئات الدولية وتحديات الحوكمة**، مداخلة ضمن الملتقى العلمي الثالث حول موقع صناديق الثروة السيادية ضمن النظام المالي العالمي ودورها في تحقيق الاستقرار، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة الجبلاي بونعامة، خميس مليانة، يومي 29، 30 أفريل، الجزائر، 2015.
- ريجي كريمة، سرير الحرسي حياة، **واقع وآفاق صناديق الثروة السيادية في النظام المالي العالمي**، مداخلة ضمن المؤتمر الدولي الثالث حول موقع صناديق الثروة السيادية ضمن النظام المالي العالمي ودورها في تحقيق الاستقرار، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجبلاي بونعامة، خميس مليانة، يومي 29-30 أفريل، الجزائر، 2015.
- ريمة برارمة، محمد بوهدة، **تقييم أداء صندوق ضبط الموارد الجزائري مقارنة مع التجربة النرويجية-الواقع والأفاق**، مداخلة ضمن الملتقى العلمي الدولي الثالث حول موقع صناديق الثروة السيادية ضمن النظام المالي العالمي ودورها في تحقيق الاستقرار، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجبلاي بونعامة، خميس مليانة، يومي 29-30 أفريل، الجزائر، 2015.

- زبيري رايح، بوزيان فتيحة، **صناديق الثروة السيادية والحوكمة**، مداخلة ضمن الملتقى الدولي حول موقع صناديق الثروة السيادية ضمن النظام المالي العالمي ودورها في تحقيق الاستقرار، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية و علوم التسيير، جامعة الجيلالي بونعامة، خميس مليانة، يومي 29، 30 أفريل، الجزائر، 2015
- سعدية قصاب وآخرون، **صناديق الثروة السيادية العربية المخاوف والتحديات**، مداخلة ضمن المؤتمر الدولي حول موقع صناديق الثروة السيادية ضمن النظام المالي العالمي ودورها في تحقيق الاستقرار، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجيلالي بونعامة، خميس مليانة، يومي 29-30 أفريل، الجزائر، 2015.
- سليمان ناصر، ربيعة بن زيد، **دور الحوكمة في إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية**، مداخلة ضمن المؤتمر الدولي الثالث حول دور الحوكمة في تفصيل أداء المؤسسات والاقتصاديات، يومي 19 و 20 نوفمبر، جامعة حسيبة بن بوعلي، الجزائر، 2013.
- سماي علي، قشرو فتيحة، **صناديق الثروة السيادية في ظل الأزمة المالية العالمية 2008**، مداخلة ضمن الملتقى الدولي الثالث حول موقع صناديق الثروة السيادية ودورها في تحقيق الاستقرار، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجيلالي بونعامة، خميس مليانة، يومي 29-30 أفريل، الجزائر، 2015.
- سماي علي، قشرو فتيحة، **صناديق الثروة السيادية في ظل الأزمة المالية العالمية 2008**، مداخلة ضمن الملتقى الدولي الثالث حول موقع صناديق الثروة السيادية ودورها في تحقيق الاستقرار، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجيلالي بونعامة، خميس مليانة، يومي 29-30 أفريل، الجزائر، 2015.
- شريقي عمر، **دور وأهمية الحوكمة في استقرار النظام المصرفي**، مداخلة ضمن الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية و علوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي 21 و 22 أكتوبر، 2009.
- عبد المجيد قدي، **الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة**، مداخلة ضمن مؤتمر الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجنان، يومي 13-14 مارس، لبنان، 2009.
- كواش خالد، بن قمجة زهرة، **الإستراتيجية الإستثمارية لصناديق الثروة السيادية لدول مجلس التعاون الخليجي في ظل أزمة الرهن العقاري**، مداخلة ضمن المؤتمر الدولي حول موقع صناديق الثروة السيادية

- ضمن النظام المالي العالمي ودورها في تحقيق الاستقرار، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجبالي بونعامة، خميس مليانة، يومي 29-30 أفريل، الجزائر، 2015
- لعاطف عبد القادر، فوقة فاطمة، متطلبات حوكمة إدارة الصناديق السيادية-إشارة إلى التجربة الصينية، مداخلة ضمن الملتقى الدولي الثالث حول موقع صناديق الثروة السيادية ضمن النظام المالي العالمي ودورها في تحقيق الاستقرار، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية و علوم التسيير جامعة الجبالي بونعامة، خميس مليانة، يومي 29-30 أفريل، الجزائر، 2015.
- مباني عبد المالك، علاق حنان، تحول صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر إلى صندوق ثروة سيادي- فرص وتحديات- ، مداخلة ضمن المؤتمر الدولي الثالث حول موقع صناديق الثروة السيادية ضمن النظام المالي العالمي ودورها في تحقيق الاستقرار، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجبالي بونعامة، خميس مليانة، يومي 29-30 أفريل ، الجزائر، 2015 .
- محمد ياسين غادر، محددات الحوكمة ومعاييرها، مداخلة ضمن المؤتمر الدولي حول عولمة الإدارة في عصر المعرفة، جامعة الجنان، طرابلس، يومي 15-17 ديسمبر، 2012.

ثانيا: المراجع باللغات الأجنبية

- Benchmarking Series, **The Santiago Compliance Index 2013**, Geo-economics, January 2014.
- Philippe Bouyoux, **Les Conditions d'une Contribution Positive des fouds souverains à l'économie mondiale**, document élaboré sous la responsabilité de la direction générale du trésor de la politique économique, n°28, Janvier, 2008.
- A. Blundell Wignall, Yu-Wei Hu Juan Yermo, **Sovereign Wealth and Pension Fund Issues**.
- Abu Dhabi Investment Authority, ADIA Review 2009
- Amine Belaïcha et al., colloque internationale, **crise financière internationale ralentissement économique mondial et effets sur les économies euro-maghrébines**, un fond d'investissement d'état pour l'Algérie approche institutionnelle et confrontation un modèle traditionnel des fonds souverains, université de Bejaïa.
- Benjamin J, Richardson, **Sovereign Wealth Funds and the quest for sustainability**, Insights from Norway New Zealand Journal, of Nordic commercial law, issue 2011.
- Caroline Bertin Delacour ,**Les fonds souverains Ces nouveaux de l'économie mondiale**, Les Echos Editions, Paris, 2009.

- Edwin.Truman, **sovereign wealth funds: Threat or Salvation?**, Prterson Institute For international economics, Washington DC
- Iacob N. Koch-Weser, **China Investment Corporation: Recent Developments in Performance, Strategy and Governance**, U.S.-China Economic and Security Review Commission.
- IMF, **An approved by Mark Aien and JAIME Caruana**,SWFs- A Work Agenda. Prepared by Monetary and Capital Marekets and Policy Development and Review Department, February 29, 2008.
- International monetary fund, **Sovereign wealth funds: A work agenda**, working paper, Washington.
- Jean Matouk, **De la souveraineté financière**,Revue d'économie financière, Les fonds souveains, Association d'économie financière, Numéros hors-serie, Paris, 2009.
- Jean-Paul Betbeze, **fonds souverains, solution a la crise**, revue d'économie financière ,association d'économie financière , N : hors série ,2009.
- **Norges Bank Investment Management**, GPFGE annual Report, 2009
- Norwegian Ministry of Finance, **the Norwegian Government pension Fund Global adherence with the Santiago principles**.
- OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions Wo:14. "2008 OECD Publishing France.
- Rolando Ossowkietai, **I Managing the Oil Revenue**, The Rol Of fiscal Institution Occasional, (Washington DC International Monetary fund), 2008.
- Sigbjorn. Atle. Berg, **le Fonds du pétrole du gouvernement norvégien, présentation au collège de contrôle et surveillance des Ressources Pétrolières**, Norges Bank Investment Management ,26 juin 2003, Norvège.
- Sigbjorn. Atle. Berg, **le fonds du pétrole du gouvernement Norvégien**, Bank ventrale de Norvège ,26 juin 2003.
- Sovereign Wealth Fund Institute , **what is a Sovereign Wealth Fund**.
- Stig Sollund, **Government pension Fund Globa**, tax la Department Expert Meeting, Moscow, 2011.

ثالثا: المواقع الإلكترونية

- الخليج أون لاين، صناديق الثروة السيادية.... ملاذ دول الخليج في الأزمات، أنظر الرابط:

<http://alkhaleejonline.net/>

- محمود حسن يوسف، **محددات الحوكمة ومعاييرها**، بنك الاستثمار الدولي، يونيو 2007 أنظر الرابط:
<http://www.said.net/doat/hasn/hawkama.doc>

- **معهد صناديق الثروة السيادية**، أنظر الرابط:
<http://piie.com/publications/>

- **موقع الصندوق السيادي للكويت**، أنظر الرابط:
<http://www.kia.gov.kw/en/Pages/default.aspx>

- **Fonds de Régulation des Recettes**, Ministère des Finances, Algérie, disponible sur:
<http://www.dgpp-mf.gov.dz/>

- **International Forum of Sovereign Wealth Fund**, Santiago Principals: 15 cases studies, 6th
Annual Meeting DOHA, 2014, voir sit:
www.IFSWF.ORG.

- **Sven Behrendt**, Santiago Compliance Index 2014, Geo Economica, oct.2014. sit web:
[http //www.goeconomica.com/index.php/analyses.html](http://www.goeconomica.com/index.php/analyses.html)

- <http://www.djazairss.com/alahrar/2286/>

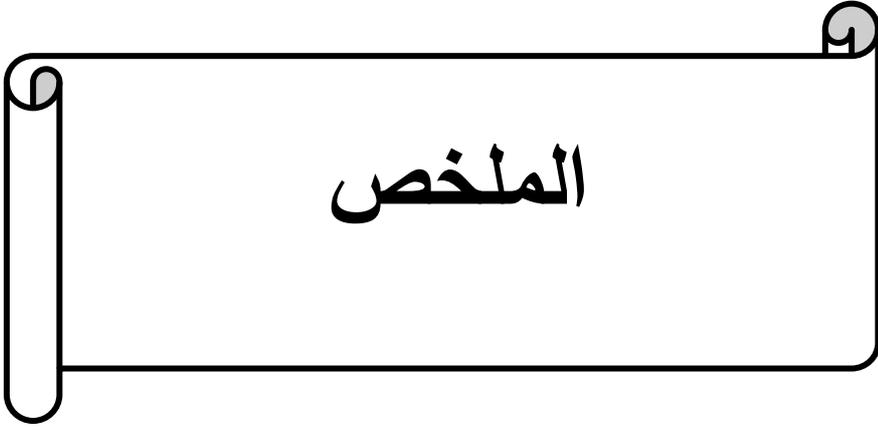
- <http://www.ifswf.org/index.php>.

- <http://www.kia.gov.kw>.

- [www. swfinstitute.org](http://www.swfinstitute.org).

- [www.nbim.no/en/about-us/government-pension-Fund-Global-](http://www.nbim.no/en/about-us/government-pension-Fund-Global)

- www.SWF Institute Orgeresearch.php.



تعتبر صناديق الثروة السيادية ظاهرة متجددة على الساحة المالية العالمية، فهي لم تلقى اهتماما ملحوظا إلا خلال الأزمة المالية العالمية الراهنة لسنة 2008، إذ أن صناديق الثروة السيادية شكلت مخاوف على الدول المتقدمة وعلى هذا الأساس تم انبثاق مبادئ سانتياغو التي تعمل على إرساء هيكل شفاف و سليم للحكومة فبغية معرفة موقع الحوكمة من صناديق الثروة السيادية تم دراسة تجارب دولية في هذا المجال على رأسها تجربة النرويج و إسقاط واقع الحوكمة على صندوق ضبط الموارد الجزائري.

الكلمات المفتاحية: الحوكمة، صناديق الثروة السيادية، صندوق التقاعد الحكومي النرويجي، صندوق ضبط الموارد الجزائري، النظام المالي العالمي، مبادئ سانتياغو.

Summary

Sovereign wealth funds have existed for more than a century, however as of the 2008 global financial crisis they were put in the spotlight. The world's leading governments had some concerns about these funds which led to the creation of Santiago principles in order to promote the governance in that matter. Many international studies were made to see the impact of the governance on the sovereign wealth funds such as the Norwegian experience regarding the Norwegian government pension fund, and the Algerian experience regarding the Algerian revenue regulation fund.

Key Words: The Governance, sovereign wealth funds, Norwegian government pension fund, Algerian Revenue Regulation Fund, global financial system, Santiago principles.