



جامعة وهران 2
كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير
أطروحة
للحصول على شهادة دكتوراه في العلوم
في العلوم التجارية

الصناديق السيادية ومتطلبات إنشاء صندوق سيادي للجزائر

مقدمة ومناقشة علنا من طرف

السيد: حساني بن عودة

أمام لجنة المناقشة

اللقب والاسم	الرتبة	المؤسسة الأصلية	الصفة
مباركي ناصر	أستاذ	جامعة وهران 2	رئيسا
زايري بلقاسم	أستاذ	جامعة وهران 2	مقررا
بن كاملة عبد العزيز	أستاذ محاضر -أ-	جامعة وهران 2	مناقشا
بوفليح نبيل	أستاذ محاضر -أ-	جامعة الشلف	مناقشا
سنوسي بن عبو	أستاذ	المدرسة العليا للاقتصاد بوهران	مناقشا
عمار طهرات	أستاذ محاضر -أ-	جامعة الشلف	مناقشا

السنة الجامعية: 2018-2019

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

إهداء

الحمد لله وحده والصلاة والسلام على من لا نبي بعده

أهدي ثمرة جهدي إلى الوالدين الكريمين حفظهما الله ورعاهما

اللذان أنارا لي درب العلم والمعرفة وحرصا علي منذ نعومة أظفري واجتهدا

في تربيتي وتنشئتي على طاعة الله ورسوله، أرجو لهما الصحة والعافية وإلى كل الإخوة

والأخوات الكرام وإلى زوجتي الفاضلة وأولادي لنا ومحمد قرّة عيني وإلى كل عائلة حساني

وبولسنان وإلى الخال طريش أحمد وأبنائه وإلى جميع الأصدقاء الكرام.

حساني بن عودة

شكر وتقدير

يقول رسول الله صلى الله عليه وسلم

" من لا يشكر الناس لا يشكر الله " صدق رسول الله

الحمد لله رب العالمين وبه أستعين، الحمد لله الذي رزقنا بالعقل وحسن التوكل

وأعاننا على إتمام هذا العمل على ما فيه من ضعف وقصر النظر، فما كنت فيه من صواب

فهو من الله سبحانه وتعالى، فله الحمد والشكر ونسأله العفو والغفران، أقدم تشكراتي الخاصة

للأستاذ القدير والمحترم الدكتور زايري بلقاسم على دعمه لي وعلى عنايته الخاصة وعلى كل

ملاحظاته ونصائحه وتوجيهاته القيمة وأفكاره النيرة التي أسداها لي جزاه الله كل خير، كما

أوجه خالص شكري إلى أساتذتي الكرام أعضاء لجنة المناقشة على قبولهم مناقشة هذه الرسالة

وأتمنى لهم التوفيق، كما لا يفوتني أن أشكر كل موظفي وعمال كلية العلوم الاقتصادية التجارية

وعلوم التسيير بجامعة وهران(2).

حساني بن عودة

❖ فهرس المحتويات:

الصفحة	الموضوعات
-	الإهداء والتشكرات:.....
-	الفهرس:.....
-	قائمة الجداول والأشكال:.....
ص أ- ر	المقدمة:.....
الفصل الأول: الإطار المفاهيمي لصناديق الثروة السيادية	
ص 01	تمهيد:.....
ص 02	المبحث الأول: المقاربة النظرية لصناديق الثروة السيادية:.....
ص 02	المطلب الأول: تعريف صناديق الثروة السيادية:.....
ص 02	1- تعريف المؤسسات والهيئات المالية:.....
ص 09	2- تعريف بعض الاقتصاديين لصناديق الثروة السيادية:.....
ص 12	المطلب الثاني: نقاط الاختلاف بين تعريف صناديق الثروة السيادية:.....
ص 12	1- فيما يتعلق بالسيادية:.....
ص 13	2- فيما يتعلق بالاستثمار:.....
ص 13	3- فيما يتعلق بالأهداف:.....
ص 14	4- فيما يتعلق بمجال النشاط:.....
ص 15	المطلب الثالث: الأسباب التي أدت إلى عدم الإجماع على تعريف واحد لصناديق الثروة السيادية:.....
ص 15	1- حداثة الموضوع:.....
ص 16	2- التنوع في الظاهرة:.....
ص 16	3- تباين وجهات النظر تجاه صناديق الثروة السيادية:.....
ص 17	4- عدم تشابه صناديق الثروة السيادية:.....
ص 18	5- غياب سياسات الإفصاح والشفافية لدى صناديق الثروة السيادية:.....
ص 22	المطلب الرابع: التقارب والاختلاف بين الصناديق السيادية والمؤسسات المالية والهيئات الاستثمارية:.....
ص 22	1- الصناديق السيادية والبنوك المركزية:.....
ص 22	2- الصناديق السيادية وصناديق المعاشات:.....
ص 24	3- الصناديق السيادية والديون العمومية:.....
ص 24	4- الصناديق السيادية والمؤسسات العمومية:.....
ص 24	5- الصناديق السيادية والشركات الخاصة:.....
ص 24	6- الصناديق السيادية واحتياطات الصرف:.....

ص 25	7- الصناديق السيادية وصناديق التحوط:.....
ص 27	8- الصناديق السيادية وصناديق الاستثمارات الخاصة:.....
ص 27	المطلب الخامس: مبررات إنشاء صناديق الثروة السيادية:.....
ص 28	1- تفادي المستقبل المجهول لمورد الأصل الناشب:.....
ص 30	2- تفادي الآثار السلبية لارتفاع إيرادات الثروة الطبيعية:.....
ص 30	3- محدودية الطاقة الاستيعابية للاقتصاد الوطني:.....
ص 31	4- محاولة جلب التكنولوجيا الحديثة:.....
ص 34	المبحث الثاني: كرنولوجيا الصناديق السيادية وتطوراتها:.....
ص 34	المطلب الأول: نشأة صناديق الثروة السيادية:.....
ص 37	المطلب الثاني: سر تعاضم صناديق الثروة السيادية:.....
ص 44	المطلب الثالث: علاقة ظهور صناديق الثروة السيادية بالطفرات النفطية:.....
ص 48	المطلب الرابع: التوطن الجغرافي لمالكي صناديق الثروة السيادية:.....
ص 50	المبحث الثالث: الأنواع المختلفة لصناديق الثروة السيادية:.....
ص 50	المطلب الأول: معيار الهدف:.....
ص 50	1- صناديق الاستقرار:.....
ص 51	2- صناديق الادخار:.....
ص 52	3- صناديق الاستثمار:.....
ص 52	4- صناديق التنمية:.....
ص 53	5- صناديق التقاعد:.....
ص 53	المطلب الثاني: معيار الموارد الطبيعية وخارج الموارد الطبيعية:.....
ص 53	1- الصناديق الممولة من الموارد الطبيعية:.....
ص 54	2- الصناديق الممولة خارج الموارد الطبيعية:.....
ص 56	المطلب الثالث: معيار وجهة الاستثمار:.....
ص 56	1- الصناديق المحلية:.....
ص 56	2- الصناديق الدولية:.....
ص 56	المطلب الرابع: معيار الاستقلالية:.....
ص 57	1- الصناديق غير المستقلة:.....
ص 57	2- الصناديق المستقلة:.....
ص 57	المطلب الخامس: معيار التمويل:.....
ص 58	1- الصناديق الممولة من إيرادات المواد الأولية:.....

ص 58	2- الصناديق الممولة من المدفوعات الجارية:.....
ص 58	3- الصناديق الممولة بعوائد الخوصصة:.....
ص 58	4- الصناديق الممولة من فوائض الميزانية:.....
ص 59	المطلب السادس: معيار هيكل الصندوق:.....
ص 59	1- صندوق له وجود مؤسسي:.....
ص 60	2- صندوق ليس له وجود مؤسسي:.....
ص 61	المبحث الرابع: مية صناديق الثروة السيادية محلياً وعالمياً:.....
ص 61	المطلب الأول: مردودية الصناديق الثروة السيادية بالنسبة للمالك:.....
ص 63	المطلب الثاني: فوائد الدول المضيفة من استثمارات صناديق الثروة السيادية:.....
ص 64	المطلب الثالث: فوائد النظام المالي العالمي من وجود صناديق الثروة السيادية:.....
ص 67	المطلب الرابع: النقاط التي تحسب على صناديق الثروة السيادية:.....
ص 68	خلاصة:.....
الفصل الثاني: إستراتيجية الاستثمار والحوكمة لصناديق الثروة السيادية	
ص 70	تمهيد:.....
ص 71	المبحث الأول: الإستراتيجية الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية:.....
ص 71	المطلب الأول: تطورات استثمارات صناديق الثروة السيادية:.....
ص 75	المطلب الثاني: تغير الإستراتيجية الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية:.....
ص 75	1- استثمارات الصناديق السيادية التقليدية:.....
ص 77	2- استثمارات الصناديق السيادية الحديثة:.....
ص 81	المطلب الثالث: التوجهات الجغرافية لاستثمارات الصناديق السيادية ومرجعياتها:.....
ص 81	1- أكبر الصناديق السيادية التي قامت باستثمارات سنة 2016:.....
ص 82	2- توجهات استثمارات الصناديق السيادية جغرافيا عبر مختلف دول العالم:.....
ص 84	المطلب الرابع: التوجهات القطاعية لاستثمارات الصناديق السيادية:.....
ص 87	المبحث الثاني: صناديق الثروة السيادية - الأزمة المالية العالمية:.....
ص 87	المطلب الأول: مراجعة في دلالات الأزمة المالية العالمية:.....
ص 87	1- نشأة وظهور الأزمة المالية:.....
ص 88	2- أسباب الأزمة المالية:.....
ص 89	3- آثار الأزمة المالية:.....
ص 90	المطلب الثاني: ما قامت به صناديق الثروة السيادية خلال الأزمة المالية العالمية:.....
ص 94	المطلب الثالث: الخسائر التي تكبدتها الصناديق السيادية جراء الأزمة:.....

ص 99	المطلب الرابع: ردود فعل صناديق الثروة السيادية بعد الأزمة المالية العالمية:.....
ص 101	المبحث الثالث: الجدل القائم بخصوص الصناديق السيادية:.....
ص 101	المطلب الأول: مبررات الجدل الدائر بخصوص الصناديق السيادية:.....
ص 106	المطلب الثاني: التدابير الحماائية الغربية حول استثمارات الصناديق السيادية:.....
ص 106	1- موقف المجلس الأوروبي:.....
ص 107	2- الموقف الفرنسي:.....
ص 108	3- الموقف الألماني:.....
ص 109	4- الموقف الايطالي:.....
ص 109	5- الموقف السويسري:.....
ص 110	6- الموقف البريطاني:.....
ص 111	7- الموقف الاسترالي:.....
ص 111	8- موقف الولايات المتحدة الأمريكية:.....
ص 113	المطلب الثالث: ردود فعل مالكي الصناديق السيادية على الحماائية:.....
ص 115	المطلب الرابع: ملاحظات حول المواقف الغربية من استثمارات الصناديق السيادية:.....
ص 117	المبحث الرابع: معايير حوكمة الصناديق السيادية:.....
ص 117	المطلب الأول: مبادئ السلوك الأربعة والعشرون (صيغة التقارب الجديدة):.....
ص 118	1- التعريف بمبادئ سنتياغو:.....
ص 119	2- أهداف مبادئ سنتياغو:.....
ص 120	3- أهمية مبادئ سنتياغو:.....
ص 121	4- ملاحظات حول مبادئ سنتياغو:.....
ص 123	5- درجات الامتثال لمبادئ سنتياغو:.....
ص 126	المطلب الثاني: مبادئ الاستثمار لمنظمة التنمية والتعاون الاقتصادي:.....
ص 126	1- القسم الثاني:.....
ص 126	2- القسم الثاني:.....
ص 127	3- القسم الثالث:.....
ص 128	المطلب الثالث: معايير الشفافية للينبرغ مادول:.....
ص 129	1- المؤشرات الفرعية لمؤشر لينبرغ مادول:.....
ص 129	2- ترتيب الصناديق السيادية وفق مؤشر لينبرغ مادول:.....
ص 131	المطلب الرابع: معايير الأداء لترومان:.....
ص 131	1- مكونات مؤشر ترومان:.....

ص 133	2- ترتيب بعض الصناديق السيادية وفق مؤشر ترومان:.....
ص 135	خلاصة:.....
	الفصل الثالث: بعض التجارب الدولية والإقليمية لصناديق الثروة السيادية
ص 137	تمهيد:.....
ص 138	المبحث الأول: صندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج:.....
ص 138	المطلب الأول: التعريف بصندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج:.....
ص 139	المطلب الثاني: المراحل التي مر بها صندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج:.....
ص 142	المطلب الثالث: الهيئات المشرفة على الصندوق وطرق تمويله:.....
ص 148	المطلب الرابع: استثمارات الصندوق قطاعيا وجغرافيا:.....
ص 155	المطلب الخامس: حوكمة صندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج:.....
ص 155	1- نظام رقابة فعال للصندوق:.....
ص 157	المطلب السادس: نظام إدارة المخاطر متعدد الجوانب في الصندوق:.....
ص 158	1- إدارة مخاطر السوق:.....
ص 159	2- إدارة مخاطر الائتمان:.....
ص 160	3- إدارة مخاطر المقابلة:.....
ص 160	4- إدارة المخاطر التشغيلية:.....
ص 161	المبحث الثاني: جهاز أبو ظبي للاستثمار:.....
ص 161	المطلب الأول: التعريف بجهاز أبو ظبي للاستثمار:.....
ص 163	المطلب الثاني: مراحل تطور جهاز أبو ظبي للاستثمار:.....
ص 165	المطلب الثالث: تسيير جهاز أبو ظبي للاستثمار:.....
ص 167	المطلب الرابع: قواعد الاستثمار في الجهاز:.....
ص 168	1- إستراتيجية الاستثمار لدى جهاز أبو ظبي للاستثمار:.....
ص 172	2- عوائد الاستثمار لدى جهاز أبو ظبي للاستثمار:.....
ص 174	المطلب الخامس: حوكمة جهاز أبو ظبي للاستثمار:.....
ص 176	المبحث الثالث: جهاز قطر للاستثمار:.....
ص 176	المطلب الأول: التعريف بجهاز قطر للاستثمار:.....
ص 178	المطلب الثاني: كرنولوجيا تطور جهاز قطر للاستثمار:.....
ص 178	المطلب الثالث: هيكل جهاز قطر للاستثمار:.....
ص 180	المطلب الرابع: استثمارات جهاز قطر للاستثمار:.....
ص 180	1- تطور استثمارات جهاز قطر للاستثمار:.....

ص 182	المطلب الخامس: حوكمة جهاز قطر للاستثمار:.....
ص 184	المبحث الرابع: الهيئة العامة للاستثمار في الكويت:.....
ص 184	المطلب الأول: التعريف بالهيئة العامة للاستثمار:.....
ص 186	المطلب الثاني: مبادئ الهيئة العامة للاستثمار وأهدافها:.....
ص 186	1- مبادئ الهيئة العامة للاستثمار:.....
ص 187	2- أهداف الهيئة العامة للاستثمار:.....
ص 188	المطلب الثالث: الإدارة التنظيمية للهيئة العامة للاستثمار:.....
ص 190	المطلب الرابع: الخطة الاستثمارية للهيئة العامة للاستثمار:.....
ص 190	1- مبادئ الاستثمار لدى الهيئة العامة للاستثمار:.....
ص 190	2- استثمارات الهيئة العامة للاستثمار:.....
ص 192	المطلب الخامس: الحوكمة والتدقيق لدى الهيئة العامة للاستثمار:.....
ص 194	المبحث الخامس: صندوق الاحتياطي العام للدولة في عمان:.....
ص 194	المطلب الأول: التعريف بصندوق الاحتياطي العام للدولة:.....
ص 195	المطلب الثاني: مراحل تطور الصندوق:.....
ص 196	المطلب الثالث: الهيكل الإداري الخاص بالصندوق:.....
ص 198	المطلب الرابع: إستراتيجية الاستثمار الخاصة بالصندوق:.....
ص 198	1- المحفظة المرجعية لاستثمارات الصندوق:.....
ص 199	2- التوزيع الجغرافي لاستثمارات الصندوق:.....
ص 201	المطلب الخامس: حوكمة صندوق الاحتياطي العام للدولة:.....
ص 203	خلاصة:.....
الفصل الرابع: قواعد إدارة الصناديق السيادية ومتطلبات إنشاء صندوق سيادي للجزائر	
ص 205	تمهيد:.....
ص 206	المبحث الأول: المبادئ والمعايير الأساسية لإنشاء صندوق سيادي:.....
ص 206	المطلب الأول: بناء الهيكل المؤسسي والحوكمة:.....
ص 206	1- الهيكل المؤسسي:.....
ص 212	2- حوكمة إدارة وتسيير الصندوق:.....
ص 217	المطلب الثاني: العمل وفق قواعد الميزانية:.....
ص 217	1- مفهوم الضبط الموازي:.....
ص 219	2- أسس عمليات الضبط الموازي:.....
ص 221	المطلب الثالث: العمل وفق استراتيجيات استثمار دقيقة:.....

ص 222	1- أهمية القواعد الاستثمارية لصندوق الثروة السيادي:.....
ص 222	2- متطلبات القواعد الاستثمارية لصندوق الثروة السيادي:.....
ص 223	3- تحديد التوجهات الاستثمارية السليمة لصندوق الثروة السيادي:.....
ص 225	4- وضع مجلس لأخلاقيات الاستثمار بالصندوق:.....
ص 226	المطلب الرابع: شفافية المعطيات والبيانات:.....
ص 226	1- أهمية الشفافية:.....
ص 228	2- متطلبات إرساء الشفافية في الصندوق:.....
ص 229	المطلب الخامس: الرقابة على عمل الصندوق:.....
ص 229	1- أهمية الرقابة على أشغال الصندوق:.....
ص 230	2- مستويات الرقابة الفعالة:.....
ص 232	3- شروط الرقابة الفعالة:.....
ص 233	المبحث الثاني: تقييم صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر:.....
ص 233	المطلب الأول: الطبيعة القانونية والتنظيمية لصندوق ضبط الإيرادات:.....
ص 233	1- الظروف الاقتصادية التي سبقت إنشاء صندوق ضبط الإيرادات:.....
ص 237	2- تعريف صندوق ضبط الإيرادات:.....
ص 238	3- التعديلات القانونية التي خضع لها الصندوق:.....
ص 241	المطلب الثاني: تقييم صندوق ضبط الإيرادات على مستوى الاستخدام:.....
ص 241	1- طرق تمويل الصندوق:.....
ص 242	2- العمليات التي جرت على صندوق ضبط الإيرادات:.....
ص 245	3- فعالية الصندوق على مستوى الاستخدام الداخلي والخارجي:.....
ص 249	4- ملاحظات على استخدامات صندوق ضبط الإيرادات:.....
ص 251	المطلب الثالث: تقييم الصندوق على مستوى الشفافية والحوكمة:.....
ص 251	1- طريقة تسيير الصندوق:.....
ص 252	2- الإطار التنظيمي والتشريعي للصندوق:.....
ص 253	المطلب الرابع: تقييم الصندوق على مستوى الرقابة:.....
ص 253	1- مميزات الرقابة على حسابات التخصيص الخاص:.....
ص 254	2- الرقابة على عمل صندوق ضبط الإيرادات:.....
ص 254	المطلب الخامس: واقع الصندوق ومبررات إصلاحه:.....
ص 255	1- رصد صندوق ضبط الإيرادات:.....
ص 256	2- مستقبل صندوق ضبط الإيرادات ومبررات إصلاحه:.....

ص 257	المبحث الثالث: نموذج مقترح للصندوق السيادي الجزائري:.....
ص 257	المطلب الأول: نوع الصندوق السيادي الواجب إنشاؤه في الجزائر:.....
ص 257	1- أثر قطاع النفط على الأسس الاقتصادية في الجزائر:.....
ص 260	2- نوع الصندوق السيادي الواجب إنشاؤه:.....
ص 261	المطلب الثاني: الأساس القانوني للصندوق المقترح ومبادئ الحوكمة اللازمة:.....
ص 261	1- الطبيعة القانونية للصندوق:.....
ص 262	2- الهيكل التنظيمي للصندوق:.....
ص 265	3- الموارد البشرية:.....
ص 266	4- نظام الحوكمة في الصندوق:.....
ص 268	المطلب الثالث: قواعد الميزانية في الصندوق المقترح:.....
ص 268	1- في مجال الإيرادات:.....
ص 269	2- في مجال النفقات:.....
ص 270	المطلب الرابع: قواعد الاستثمار في الصندوق المقترح:.....
ص 271	1- إستراتيجية الاستثمار:.....
ص 273	2- مراحل تنفيذ الاستثمارات:.....
ص 274	3- إدارة المخاطر الاستثمارية:.....
ص 276	المطلب الخامس: الطابع الرقابي على الصندوق المقترح:.....
ص 277	1- البنك المركزي:.....
ص 278	2- وزارة المالية:.....
ص 279	3- المجلس الشعبي الوطني:.....
ص 280	خلاصة:.....
ص 282	الخاتمة:.....
ص 291	قائمة المصادر والمراجع:.....
ص 304	الملحق:.....

❖ قائمة الجداول:

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
1	التفاوت في تقديرات أصول صناديق الثروة السيادية	ص 20
2	تقديرات أصول الصناديق السيادية لبعض المؤسسات المالية سنة 2007	ص 21
3	الفرق بين صناديق الثروة السيادية والبنوك المركزية وصناديق التقاعد الحكومية	ص 23
4	تقديرات منظمة الأوبك للنفط والغاز لسنة 2017	ص 29
5	مصنوفة الاختيارات المتاحة لاستخدام الفوائض المالية للدول الربية	ص 33
6	مراحل ظهور صناديق الثروة السيادية في العالم للفترة (1953-2016)	ص 35
7	عدد الدول التي تمتلك أكثر من صندوق ثروة سيادي في شهر جويلية 2018	ص 42
8	ترتيب أهم الصناديق السيادية في شهر جويلية 2018	ص 47
9	أهداف مجموعة من صناديق الثروة السيادية	ص 60
10	التوجهات القطاعية لاستثمارات الصناديق السيادية سنة 2016	ص 85
11	مساهمة الصناديق السيادية في إنقاذ بعض البنوك العالمية	ص 91
12	خسائر الصناديق السيادية الخليجية خلال الأزمة المالية	ص 95
13	ملخص حول المسائل الواردة في مبادئ سنتياغو	ص 121
14	ترتيب بعض الدول حسب معيار الالتزام بمبادئ سنتياغو سنة 2014	ص 125
15	اختلاف وجهات النظر في حوكمة الصناديق السيادية	ص 128
16	تصنيفات صناديق الثروة السيادية في مؤشر ترومان سنة 2015	ص 133
17	تفصيلات الموازنة العامة السنوية النرويجية (2016-2017)	ص 146
18	توزيع الاستثمارات الخارجية لصندوق المعاشات الحكومية العام النرويجي	ص 149
19	معدلات الأرباح الصافية لصندوق المعاشات الحكومية العام النرويجي	ص 153
20	مخاطر السوق باستخدام الانحراف الثابت لسنة 2017	ص 158
21	تصنيف المحفظة الاستثمارية لسندات الصندوق عام 2017	ص 159
22	مراحل تطور جهاز أبو ظبي للاستثمار	ص 163
23	مراحل تطور جهاز قطر للاستثمار	ص 178
24	أهم استثمارات جهاز قطر للاستثمار للفترة (2008-2016)	ص 181
25	كرنولوجيا تطور صندوق الاحتياطي العام للدولة في عمان	ص 196
26	توزيع المحفظة الاستثمارية لصندوق الاحتياطي العام للدولة في عمان سنة 2016	ص 198
27	بعض الصفقات الاستثمارية لصندوق الاحتياطي العام للدولة في عمان حتى سنة 2016	ص 199
28	التوزيع الجغرافي للمحفظة الاستثمارية لصندوق الاحتياطي العام في عمان 2016	ص 199
29	أمثلة على قواعد الانفاق العام المحددة في بعض الدول	ص 220
30	أمثلة على قواعد الإيراد المحددة في بعض الدول	ص 221
31	مؤشرات الميزان التجاري للفترة (1996-2000)	ص 235

❖ قائمة الجداول:

الصفحة	عنوان الجدول	الرقم
ص 236	عمليات الخزينة العمومية للفترة (1996-2000)	32
ص 243	موارد صندوق ضبط الإيرادات للفترة (2000-2016)	33
ص 244	مسحوبات صندوق ضبط الإيرادات للفترة (2000-2016)	34
ص 248	دور الصندوق في تمويل عجز الميزانية للفترة (2000-2015)	35
ص 273	هيكل المحفظة الاستثمارية المستهدفة للصندوق المقترح	36

❖ قائمة الأشكال:

الرقم	عنوان الشكل	الصفحة
1	أهم العمليات التي من الممكن أن تقوم بها الصناديق السيادية	ص 14
2	معدلات تداول مصطلح صناديق الثروة السيادية على (Google)	ص 16
3	درجات الشفافية والمخاطرة لصناديق الثروة السيادية	ص 19
4	تطورات أصول الصناديق السيادية في جويلية 2018	ص 36
5	تطور حصة الصين والهند من الناتج الداخلي الخام العالمي	ص 38
6	مقارنة بين تطورات الناتج الداخلي الخام للولايات المتحدة والصين	ص 38
7	مقارنة الناتج الداخلي الخام للصين والولايات المتحدة الأمريكية ومنطقة الأورو	ص 39
8	تطورات أسعار النفط حسب سلة أوبك للفترة (2003-2015)	ص 40
9	تقديرات نمو أصول صناديق الثروة السيادية الخليجية	ص 40
10	تطور عدد الصناديق السيادية في الفترة (1956-2016)	ص 43
11	تطورات سعر برميل النفط للفترة (1940-2019)	ص 44
12	توزيع مالكي الصناديق السيادية جغرافياً في شهر جويلية 2018	ص 48
13	توزيع الصناديق السيادية النفطية وغير النفطية للفترة (2015-2018)	ص 55
14	إستراتيجية كل طرف تجاه صناديق الثروة السيادية	ص 66
15	التطور العددي والكمي لاستثمارات الصناديق السيادية	ص 72
16	وزيع استثمارات الصناديق السيادية محلياً وخارجياً للفترة (2007-2016)	ص 74
17	التوزيع القطاعي لاستثمارات صناديق الثروة السيادية للفترة (1995-2008)	ص 76
18	توزيع حجم استثمارات الصناديق السيادية حسب الدولة المالكة سنة 2016	ص 81
19	التوجهات الجغرافية لاستثمارات الصناديق السيادية (2015-2016)	ص 82
20	استثمارات الصناديق السيادية داخل منظمة (OCDE) وخارجها للفترة (2007-2016)	ص 83
21	استثمارات الصناديق السيادية في أوروبا سنة 2016	ص 84
22	التوزيع القطاعي لاستثمارات الصناديق السيادية للفترة (2007-2016)	ص 85
23	نخفاض قيم الأصول لكبريات المؤسسات والبنوك العالمية سنة 2008	ص 97
24	معدلات تداول مصطلح التهديد المقترن بمفهوم صناديق الثروة السيادية على (Google)	ص 101
25	ملخص لنقاط الاقتراب والاختلاف بين ملاك الصناديق السيادية والدول الغربية	ص 114
26	ترتيب بعض الصناديق السيادية وفق مؤشر لينبرغ مادول في الربع الأول سنة 2018	ص 130
27	الهيكل التنظيمي لإدارة الصندوق (Nbim)	ص 143
28	موارد واستخدامات صندوق المعاشات الحكومية العام النرويجي	ص 145
29	تطور عجز الميزانية النرويجية وتحويلات صندوق المعاشات الحكومية العام النرويجي	ص 147
30	تطور الأصول المالية لصندوق المعاشات الحكومية العام النرويجي (2008-2017)	ص 150
31	التوزيع الجغرافي لاستثمارات الخارجية للصندوق في 2017/07/31	ص 151

❖ قائمة الأشكال:

الرقم	عنوان الشكل	الصفحة
32	أرباح صندوق المعاشات الحكومية العام النرويجي للفترة (1998-2017)	ص 152
33	توزيع الأرباح عبر فئات الاستثمار الثلاثة للفترة (1998-2017)	ص 154
34	مستويات الرقابة المفروضة على صندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج	ص 156
35	تغيرات مخاطر المحفظة باستخدام مؤشر الانحراف الثابت للفترة (2010-2017)	ص 158
36	العلاقة الوظيفية بين جهاز أبو ظبي للاستثمار والحكومة	ص 164
37	جنسيات الموظفين المستخدمين في جهاز أبو ظبي للاستثمار	ص 165
38	الهيكل التنظيمي لجهاز أبو ظبي للاستثمار	ص 166
39	مراحل تنفيذ خطط الاستثمار لجهاز أبو ظبي للاستثمار	ص 168
40	توزيع الاستثمارات الأجنبية لجهاز أبو ظبي للاستثمار 2014	ص 169
41	المحفظة المرجعية لجهاز أبو ظبي للاستثمار 2017	ص 170
42	عائدات الاستثمار لجهاز أبو ظبي للاستثمار للفترة (2008-2017)	ص 172
43	هيكل الحوكمة لجهاز أبو ظبي للاستثمار	ص 174
44	الهيكل التنظيمي لجهاز قطر للاستثمار	ص 179
45	الهيكل التنظيمي للهيئة العامة للاستثمار	ص 189
46	العمليات التي تقوم بها الهيئة العامة للاستثمار	ص 191
47	توزيع الاستثمارات الأجنبية لصندوق الاحتياطي العام للدولة سنة 2016	ص 200
48	الهيكل المؤسسي المطلوب للصناديق السيادية	ص 211
49	وجهات الاستثمار للصناديق السيادية وفق معدل العائد/ المخاطر	ص 224
50	تطورات أسعار النفط بالدولار للفترة (1996-2000)	ص 234
51	تطورات الدين الخارجي للجزائر للفترة (2000-2016)	ص 246
52	رصيد صندوق ضبط الإيرادات في نهاية الفترة (2000-2016)	ص 255
53	حصة الحماية البترولية من إيرادات الميزانية في الجزائر للفترة (2000-2016)	ص 259
54	مهام وعمليات صندوق الاستقرار والادخار الوطني	ص 262
55	الهيكل التنظيمي للصندوق السيادي المقترح في الجزائر	ص 263
56	موارد واستخدامات صندوق الاستقرار والادخار الوطني	ص 270
57	هيكل الرقابة على الصندوق السيادي المقترح في الجزائر	ص 277

المقدمة

أولاً: تمهيد:

لم يُبد العالم كثيراً من الاهتمام غداة ظهور أول صندوق ثروة سيادي في دولة الكويت سنة 1953، حيث لم تثر النقاشات والحوارات الاقتصادية المتعلقة بإنشائه ولا بأهدافه، وحتى مع ظهور بعض الصناديق الأخرى في آسيا والشرق الأوسط بداية السبعينيات، حيث اعتبرت الصناديق السيادية آنذاك أداة لتسيير مخزونات الثروة الناتجة عن الفوائض المالية المترتبة عن صادرات المواد الأولية والسلع الأساسية، وقد شهد العالم في العشرية الأخيرة من القرن الواحد والعشرون نمواً متسارعاً لهذه الظاهرة قيد الدراسة، حيث وصل عددها حسب معهد الصناديق السيادية إلى 80 صندوقاً سيادياً وحجمها تعدى 7.880 تريليون دولار خلال الربع الثاني من سنة 2018، وقد ارتبط هذا النمو في الكثير من الأحيان بوضعية الاقتصاد العالمي وخاصة معدلات النمو الاقتصادي في الولايات المتحدة الأمريكية والصين ودول منظمة التنمية والتعاون الاقتصادي، بالإضافة إلى أثر التطورات الحاصلة في مجال الأسواق النفطية على إجمالي موارد الصناديق السيادية النفطية.

وتزداد أهمية صناديق الثروة السيادية اليوم عندما يتم مقارنة حجمها مع التوظيفات المالية الأخرى، مما يجعلها مركزاً مالياً يساعد في التمويل المالي للاقتصاد العالمي، ويحافظ على التوازنات الاقتصادية العالمية من جهة، ومن جهة أخرى تمنح الدول المالكة لها هامش مناورة للمحافظة على استقرار ميزانيتها السنوية وتمويل المشاريع الضخمة والمحافظة على الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي، وقد لعب النفط دوراً هاماً في تشكيل الصناديق السيادية، حيث تشير إحصائيات سنة 2018 إلى أن 53.84% من إجمالي أصول الصناديق السيادية مصدره النفط والغاز.

وقد أدت الصدمة النفطية التي عرفتتها الأسعار في العشرية الأخيرة والتي وصل فيها سعر خام برنت إلى أكثر من 120 دولار أمريكي في مارس 2012، إلى تشكيل فوائض مالية ضخمة للدول الغنية بالبترو، حيث ظهرت هذه الطفرة النفطية بسبب العديد من العوامل أهمها انتعاش الطلب العالمي على الطاقة في العالم، وفي كبريات الدول المصنعة كالصين والولايات المتحدة الأمريكية واليابان، كما أن النفط في حد ذاته مادة ذات طلب كبير عالمياً، مقارنة بباقي مصادر الطاقة الأخرى، من الفحم والطاقة الكهرومائية، الطاقة النووية والطاقات المتجددة الأخرى، كما ساعد في تزايد الطلب على النفط في العالم الاستقرار العام في العرض العالمي للنفط، وتحكم منظمة أوبك في نظام الخاص للدول الأعضاء.

ويمكننا القول أن بعض الإحصائيات الدالة عن إجمالي ثروات الصناديق السيادية غير دقيقة لاعتبارات مختلفة، أهمها عدم الإجماع على تعريف واحد لمفهوم الصناديق، حيث تختلف العديد من الهيئات والمؤسسات المالية في دمج بعض الصناديق في خانة الصناديق السيادية أو إلغائها، كما لا توضح بعض الصناديق السيادية الضخمة في العالم من حجم أصولها بشكل شفاف، مما يزيد من غموض التقديرات لاحتياطياتها المالية، الأمر الذي أوقع تصادماً وسجلاً واسعاً بين آراء الدول والاقتصاديين حول الدواعي الإستراتيجية لهذه الصناديق، حيث يرى البعض أنها أصول استثمارية بحتة، تساعد على منح السيولة الكافية للاقتصاد العالمي، وتدفع به للخروج من الأزمات المالية.

في حين يرى البعض الآخر أنها تسعى لفرض هيمنتها الاقتصادية والسياسية على الدول المتلقية لاستثماراتها، وأنها مسؤولة عن تفاقم الأزمة المالية سنتي (2007-2009)، وأنها تساعد على تنويع مصادر الدخل للدول المالكة، بموارد دائمة ومستقرة ومضمونة، تتجنب بها الصدمات والهزات التي تضرب أسعار أسواق المواد الأولية، وتعمل على إتاحة السيولة التي تحتاجها الاستثمارات الكبرى للدول المستقبلية لها.

وقد احتل الصناديق السيادية العربية جزءاً هاماً من هيكل الصناديق السيادية العالمية، والتي أنشأت أساساً من الفوائض النفطية، حيث ارتأت هذه الدول المحافظة على جزء من هذه الموارد في شكل صناديق تستثمر في شراء السندات الخاصة بالخزانة الأمريكية، وأسهم بعض المؤسسات والشركات العالمية، مثل أسهم البنوك وشركات التأمين، وكذا الدخول في حصص استثمارية في شركات العقارات، شركات الفنادق، شراء حصص في الموانئ الأمريكية...

وعملاً على تفادي الجدل الكبير الذي صاحب نمو صناديق الثروات السيادية في العالم، وزيادة حدة الحمائية على استثماراتها خاصة في الولايات المتحدة الأمريكية وبعض الدول الأوروبية الأخرى، فقد عمل صندوق النقد الدولي على صياغة مبادئ سنياغو لتقريب وجهات النظر، ووضع بنود تشريعية غير ملزمة يمكن الاعتماد عليها لتحقيق رضا الطرفين، والتي تتضمن مبادئ ونصوص لحوكمة الأداء وزيادة معدلات الشفافية والإظهار على عمل صناديق الثروة السيادية، كما قامت منظمة التنمية والتعاون الاقتصادية بتقديم المبادرات التي تهدف إلى فهم أفضل لممارسات الصناديق.

وقد خلصت الدراسات المستمرة والمتتالية على وضع بعض المؤشرات التي تصنف وفقها معايير الشفافية والأداء للصناديق السيادية، حيث يصنف صندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج من بين أهم الصناديق السيادية ذات الشفافية العالية في العالم، من جانب آخر تعد الصناديق السيادية الخليجية من بين أهم الصناديق السيادية الموجودة في العالم، خاصة جهاز أبو ظبي للاستثمار، جهاز قطر للاستثمار، الهيئة العامة للاستثمار وكذا صندوق الاحتياطي العام للدولة في عمان...

وكغيرها من الدول التي ذكرناها سابقاً، فقد سمحت الطفرة النفطية الأخيرة للجزائر من تكوين فوائض مالية، سمحت لها بتأسيس صندوق سيادي سنة 2000 تحت مسمى صندوق ضبط الإيرادات، الذي يصنف لدى العديد من المؤسسات المختصة في مجال الصناديق السيادية على أنه صندوق سيادي، رغم أنه صندوق للخزينة العمومية مكلف بالاستقرار ويختص بشكل كبير على المستوى الداخلي ولا يقوم باستثمارات خارجية.

حيث فرضت الوقائع الاقتصادية في الجزائر والتحولت العديدة، سواء فيما يخص المنهج الاقتصادي أو على مستوى التدايعات الاقتصادية والاجتماعية، التي صاحبت كل مرحلة من المراحل وخاصة الأزمة الاقتصادية لسنة 1986، بالإضافة إلى الارتباط الشديد للاقتصاد الوطني بالمحروقات الذي يشكل حوالي 98 بالمائة من إجمالي الصادرات، على إقامة صندوق سيادي يعمل على تخفيف الصدمات البترولية، وامتصاص الفائض الناجم عن أسعار البترول الأعلى من التوقعات المدونة في الميزانية، كما يعمل على تخفيض المديونية العمومية.

وقد عرف صندوق ضبط الإيرادات قصوراً في العديد من الجوانب المرتبطة بالتسيير الناجح للصناديق السيادية، خاصة إذا ما قورن بالمعايير التي تعمل ضمنها أبحج الصناديق السيادية في العالم، خاصة في مجالات الإيداع والإنفاق، حيث يمول الصندوق من فوائض النفط التي تتميز بالتقلب الشديد في الأسواق الدولية، مما يجعله عرضة للصدمات الخارجية، كما لا يعتمد الصندوق على جلب إيرادات جديدة من الاستثمارات الخارجية التي تدر عوائد مالية هامة هذا من جهة، ومن جهة أخرى فقد عرف الصندوق تحويلات مالية ضخمة أدت إلى استنزاف أصوله عبر الزمن، دون أن يكون لهذه العمليات الرقابة الكافية من الهيئات التشريعية والرقابية المختصة، كون الصندوق من حسابات التخصيص الخاصة التي تتميز بضعف الرقابة عليها وعدم خضوعها لأسس الحوكمة بالشكل المطلوب، كما لا يصدر عن الصندوق أي تقارير دورية تعزز من مستوى

الشفافية، مثل تلك المعمول بها في غالبية الصناديق السيادية على غرار صندوق المعاشات الحكومية العام النرويجي أو جهاز أبو ظبي للاستثمار، ولا يمثل صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر لمبادئ سنتياغو الموجهة لحوكمة الصناديق، مما جعله يصنف في مراكز متأخرة وفق مؤشرات الشفافية للينبرغ مادول وترومان.

ثانياً : إشكالية البحث: انطلاقاً من الحقائق السابقة، يمكننا أن نطرح الإشكالية الرئيسية الآتية:

- ما هي المتطلبات الكفيلة بإنشاء صندوق سيادي يسمح بالإدارة الفعالة للعائدات النفطية في الجزائر، على ضوء المعايير والأسس التي تعمل وفقها الصناديق السيادية الناجحة في العالم؟
- وانطلاقاً من هذه الإشكالية الرئيسية، تطرح الأسئلة الفرعية التالية:
- ما مفهوم صناديق الثروة السيادية، وما أهميتها الاقتصادية؟
 - فيما تتمثل إستراتيجية الاستثمار والحوكمة لصناديق الثروة السيادية؟
 - ما هي أسس ومعالم صناديق الثروة السيادية الناجحة في العالم؟
 - ما هي الأدوات الناجحة لإدارة الصناديق؟ وما متطلبات إنشاء صندوق سيادي للجزائر؟

ثالثاً : فرضيات البحث:

- للإجابة على الإشكالية الرئيسية والتساؤلات الفرعية المحيطة بها، انطلقنا من الفرضيات الآتية:
- الصناديق السيادية مفهوم متعدد الخصائص ذو أهمية اقتصادية بالغة؛
 - تعتمد الصناديق السيادية الناجحة على منظومة مركبة من قواعد الحوكمة والإدارة والاستثمار؛
 - تأكل أصول صندوق ضبط الإيرادات راجع إلى القصور في آليات عمله؛
 - يسمح إنشاء صندوق سيادي للجزائر على ضوء القواعد السليمة من تحقيق أغراض اقتصادية كلية؛

رابعاً : أسباب اختيار موضوع البحث:

يعود سبب اختياري للموضوع إلى أسباب موضوعية وأخرى ذاتية.

- الأسباب الموضوعية: وتتجلى هذه الأسباب في أهمية صناديق الثروة السيادية على الساحة الدولية، وتعاضم الدراسات والكتابات حول هذا الموضوع، بالإضافة إلى أهمية الصناديق السيادية محلياً ودورها في تمويل الميزانيات الوطنية وضمان استقرارها من تقلبات أسعار النفط في الأسواق الدولية.

- الأسباب الذاتية: وتتعلق بالميول الشخصي لمثل هذه المواضيع الاقتصادية من جهة، ومن جهة أخرى ملائمتها للتخصص وكذا محاولة إثراء المكتبات الجامعية بدراسة جديدة حول موضوع الصناديق السيادية.

خامساً : أهمية البحث:

تستمد هذه الدراسة أهميتها من خلال تزايد دور صناديق الثروة السيادية في الاقتصاد العالمي، كأداة للتمويل المالي الدولي للمدى البعيد، وكذا قيامها بدور الاستقرار ودعم التنمية المحلية، كما تتجلى أهمية الدراسة في تقديمها لمقترح صندوق ثروة سيادي جزائري وهو صندوق الاستقرار والادخار الوطني الذي يسعى إلى إرساء وتحقيق أهداف اقتصادية كلية.

سادساً : أهداف الدراسة:

تحاول هذه الدراسة إبراز أهمية صناديق الثروة السيادية وصياغة الأسس والقواعد الأساسية لإدارة وتسيير الصناديق السيادية الناجحة في العالم، مع تطبيق هذه القواعد في اقتراح نموذج صندوق سيادي للجزائر قادر على تحقيق الأهداف الاقتصادية المرجوة.

سابعاً : حدود البحث:

من الناحية الزمنية ينطلق بحثنا هذا من سنة إنشاء صندوق ضبط الإيرادات سنة 2000 إلى غاية يومنا هذا، أما عن الحدود المكانية للبحث فقد قمنا بدراسة مجموعة متفرقة من الصناديق السيادية، بداية من صندوق المعاشات الحكومية العام النرويجي، جهاز أبو ظبي للاستثمار، جهاز قطر للاستثمار، الهيئة العامة للاستثمار في الكويت، صندوق الاحتياطي العام للدولة في عُمان، من أجل المقارنة مع صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر.

ثامناً : منهجية البحث:

استخدمنا في هذا البحث المنهج الوصفي التحليلي الاستقرائي لتنظيم وتحليل سلسلة من الأفكار والفرضيات والمعطيات المتاحة، على اعتبار أنها الطريقة الأفضل والأنسب لمثل هذه المواضيع، آمليين أن يكون اختيارنا لهذا المنهج مركزاً ساخماً للوقوف على تحليل دقيق وسليم للظاهرة قيد الدراسة، وتفسيرها تفسيراً علمياً يتسم بالدقة والموضوعية، ليشكل في الأخير خلاصة لمجموعة من النتائج والاستنتاجات التي تكون إجابة شافية لإشكالية الموضوع، ونظرة سليمة وصائبة وتحليل دقيق للفرضيات التي تم طرحها.

تاسعاً : صعوبات البحث:

يمكننا إيجاز بعض الصعوبات والمعوقات التي واجهتنا في هذه الدراسة في النقاط التالية:

- تضارب الأرقام والإحصائيات المتعلقة بحجم الصناديق السيادية بشكل عام ما بين المؤسسات والهيئات الرسمية؛
- عدم وجود قدر كاف من البيانات والمعلومات المتعلقة بالصناديق السيادية الخليجية مقارنة بصندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج؛

- شح المعلومات والإحصائيات الخاصة بتطور صندوق ضبط الإيرادات، وعدم وجود تقارير ودوريات خاصة بالصندوق؛

عاشراً : الدراسات السابقة:

سنحاول في هذا الجانب استعراض الدراسات السابقة التي تناولت موضوع الدراسة، وقد وجدنا العديد منها التي قامت بتحليل واقع هاته الصناديق وآفاقها المستقبلية، ومن بين هذه الدراسات نجد:

1. دراسة (Caroline Breton Delacour): les fonds souverains (ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale); les échos éditions ; groupe eyralles2009

قامت الباحثة بتحليل موارد الصناديق السيادية المختلفة وأهدافها واستراتيجيات الاستثمار فيها، وكذا وزنها في الاقتصاد العالمي وسبل حوكمتها على ضوء مبادئ سنتيغو، مع الإشارة إلى أهم الصناديق السيادية الموجودة في العالم، وقد خلصت الدراسة إلى بروز الصناديق السيادية كقوة اقتصادية عالمية وحاجة الاقتصاديات الغربية لها بصفة عام وفرنسا بصفة خاصة، باعتبارها مستثمر يتميز بضخامة

رؤوس الأموال وطول مدة الاستثمارات، ولهذا تدعو الباحثة إلى الحوار الثنائي بين ملاك الصناديق والدول المتلقية لاستثماراتها.

2. دراسة (Helene Raymond): les fonds souverains ; revue de l'économie mondiale 2010;

France2010، قامت الدراسة بتحليل الصناديق السيادية وتعريفها وأسباب لجوء الدول إلى إنشاء هذا النوع من الصناديق، وفعالية هذه الصناديق نسبة إلى أهدافها الأولية المقترحة، وأثرها على الاقتصاد العالمي خاصة خلال الأزمة المالية العالمية، وقد خلصت الدراسة إلى أن سوء فهم الصناديق السيادية راجع إلى التعميم الكبير وعدم الشفافية التي تتميز بها العديد من هذه الصناديق، كما ترى أن مبادئ سنتياغو ستسمح بتفعيل الشفافية وزيادة حجم المعلومات المتعلقة بالصناديق.

3. دراسة بوفليخ نبيل: دور الصناديق السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية الواقع والأفاق مع الإشارة إلى حالة

الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية جامعة الجزائر(03)، السنة الجامعية (2010-2011)، قام الباحث بتحليل اقتصاديات النفط وأهميتها الاقتصادية، وكذا محددات الطلب على النفط والعرض عليه ومستقبل هذا المورد الطاقوي في المدى القريب والبعيد، بالإضافة إلى قراءة في صناديق الثروة السيادية وواقعها وآفاقها المستقبلية، مع عرض أهم التجارب الدولية في مجال الصناديق السيادية، ومقارنتها بصندوق ضبط الإيرادات في الجزائر، حيث خلصت الدراسة إلى القصور الشديد في عمل هذا الصندوق، مع تقديم مقترح جديد لصندوق الاستثمار الجزائري، يتضمن إطار قانوني واضح ومتكامل ورؤية استثمارية ذات أبعاد متميزة.

4. دراسة سفين بيرنيت: حين يتكلم المال: صناديق الثروة السيادية في خطاب للعولمة، بحث منشور بمركز كارنيغي

للشرق الأوسط سنة 2008، حيث قام الباحث بدراسة الصناديق السيادية العربية وتحليل استراتيجياتها الاستثمارية وأسباب صعودها ونمو حجم أصولها، وكيف تحولت إلى قوى مالية هامة في الساحة الدولية، كما أظهر الباحث ردود الفعل الدولية على هذا التطور والصعود للصناديق السيادية العربية، وقدم توصيات إلى أصحاب القرار السياسي الغربي والمؤسسات الدولية وملاك الصناديق السيادية العربية.

5. دراسة ماجد عبد الله المنيف: صناديق الثروة السيادية ودورها في إدارة الفوائض النفطية، ورقة مقدمة للملتقى الطاقة

العربي ببيروت 2009، حيث قارن الباحث بين الطفرات النفطية الثلاث، وتحديد مميزاتها وخصائصها وأسبابها، كما قام بتحليل الصناديق السيادية وتقدير أصولها ومعايير حوكمتها، وتأثيرات الأزمة المالية على تطورها.

6 دراسة ايريك لو بورينو و ابراهيم الجمالي: صندوق سيادي للبنان: توصيات أولية، جريدة السادسة ببيروت

2014، حيث قام الباحثان بدراسة الصناديق السيادية وتأثيرات الإطار المؤسسي على مستقبل الصناديق، ومتطلبات إنشاء الصناديق السيادية اعتماداً على معايير التوظيف السليم والشفافية واحترام قواعد السحب والإيداع واستخدام الأصول، كما قدم الباحثان بعض التوصيات من أجل تصميم صندوق سيادي للبنان.

وتتميز دراستنا هذه عن باقي الدراسات السابقة في مايلي:

- يتميز البحث بدراسة ماهية الصناديق السيادية بشكل مفصل، ويقدم أهميتها الاقتصادية على المستويين الدولي والوطني، والمشاكل التي دارت حولها خصوصاً الجدل الذي رافق نموها وتغلغلها في النظام المالي العالمي؛

- يقدم البحث أهم المعايير التي تعتمد عليها مجموعة من الصناديق السيادية الناجحة في العالم، ويستخلص القواعد العامة للتسيير الناجح للصناديق السيادية؛

- يوضح عوامل قصور صندوق ضبط الإيرادات ويقترح صندوق الاستقرار والادخار الوطني على ضوء المعايير والأسس الحديثة.

إحدى عشر : خطة البحث:

لتحليل الموضوع والإجابة على الإشكالية المطروحة، قمنا بتقسيم هذا الموضوع إلى أربع فصول مبينة كما يلي:

الفصل الأول: تحدثنا في هذا الفصل عن الصناديق السيادية بشكل عام ومفهومها النظري، من خلال توضيح التعاريف المختلفة التي تم التطرق إليها، سواء التعاريف الموسعة التي تأخذ جميع الصناديق الموجودة في العالم ضمن خانة الصناديق السيادية، مما يزيد من عددها وحجمها، أو تلك التعاريف التي تعتمد على قواعد موضوعية مضبوطة لتحديد الصناديق، بالإضافة إلى دراسة أنواع الصناديق السيادية الموجودة وأهم الصناديق السيادية الموجودة في العالم، ودورها في الاقتصاديات المحلية بشكل خاص والاقتصاد العالمي بشكل عام، وهذا من أجل إعطاء صورة واضحة وجلية عن هذا المفهوم الاقتصادي وفهمه بصورة دقيقة وفهم أسباب ظهوره ومبررات تطوره.

الفصل الثاني: حاولنا في الفصل الثاني دراسة الإستراتيجية الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية في العالم، وتوجهاتها القطاعية والجغرافية عبر العالم، كما تطرقنا فيه إلى مسألة تعاطي صناديق الثروة السيادية مع الأزمة المالية التي أصابت العالم نهاية سنة 2007، وكذا الجدل الذي صاحب نمو وتطور الصناديق السيادية في العالم، وانتقالها من هامش الأسواق المالية إلى مراكزها، ودور الهيئات والمؤسسات المالية الدولية كصندوق النقد الدولي ومنظمة التنمية والتعاون الاقتصادي في تقريب وجهات النظر ومحاوله تأسيس مبادئ وأركان عامة، يتم المضي وفقها قدماً إلى حوكمة صناديق الثروة السيادية، وإيجاد واقع استثماري شفاف بعيد عن الحمائية المفروضة من قبل الدول الغربية.

الفصل الثالث: وهو الفصل المتعلق بدراسة بعض التجارب الدولية والإقليمية لصناديق الثروة السيادية، كصندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج وجهاز قطر للاستثمار وجهاز أبو ظبي للاستثمار والهيئة العامة للاستثمار وأخيراً صندوق الاحتياطي العام للدول في عمان، وهي صناديق ثروة سيادية مكونة أساساً من الموارد النفطية، حيث نسعى في هذا الفصل إلى دراسة الجوانب التنظيمية والهيكلية لهذه الصناديق والنواحي الايجابية والسلبية التي لاحظناها على هذه الصناديق، وكذا القيام بتقييم هذه التجارب ودراسة السبل التي اتخذتها، والطرق التي اعتمدها لبناء نموذج نمطي للصناديق السيادية الناجحة.

الفصل الرابع: تحدثنا فيه عن القواعد الأساسية لإدارة الصناديق السيادية ومتطلبات إنشاء صندوق سيادي للجزائر، حيث ركزنا فيه على المبادئ العامة لإقامة صندوق ثروة سيادي ناجح، مع الإشارة إلى تجارب الصناديق السيادية الناجحة في العالم، على غرار صندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج، من خلال عمليات الحوكمة والنظام المؤسسي، ضبط قواعد الميزانية، العمل وفق القواعد الاستثمارية العالمية المتعارف عليها، شفافية المعطيات والبيانات وإتاحتها للجمهور، بالإضافة إلى إحكام الأدوات الرقابية اللازمة سواء الداخلية والخارجية المستقلة، كما قمنا في هذا الفصل بتقييم صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر وفعاليتها في إدارة الثروات النفطية وآفاقه المستقبلية، لنخرج في الأخير بمقترح صندوق ثروة سيادي للجزائر مبني على القواعد الأساسية المذكورة سابقاً، يتم فيه تفادي المشاكل التي صاحبت إنشاء وعمل صندوق ضبط الإيرادات، ويعتمد على أساليب وتقنيات مستحدثة، تمكنه من إدارة فعالة وناجحة لأصوله.

لفصل الأول
الإطار المفاهيمي لصناديق
الثروة السيادية

تمهيد:

حظي مفهوم الصناديق السيادية في السنوات الأخيرة باهتمام بارز في وسائل الإعلام والدوائر الاقتصادية والسياسية ولدى رجال المال والأعمال في العالم، وخصوصاً في الأوساط الغربية، فبعد سنة 2007 زادت الكتابات والتقارير والندوات التي تهدف إلى تفسير هذه الظاهرة على مستوى الاقتصاد العالمي، نظراً إلى عدة عوامل ومعطيات من أهمها النمو المتزايد للأصول المجمعة لهاته الصناديق السيادية، وكذا حالة الاختلال والاضطراب التي أصابت النظام المالي العالمي بعد الأزمة المالية العالمية، وما خلفته من حاجة ماسة إلى السيولة وإلى دعم المؤسسات المتعثرة، بالإضافة إلى المخاوف التي ظهرت في الدول الغربية من النوايا الجيوستراتيجية لاستثمارات الصناديق السيادية.

غير أن كل هذا الاهتمام لم يصب في خانة التحديد الدقيق والتعريف الجامع للظاهرة، والدليل على ذلك تضارب الأرقام والبيانات المتعلقة بحجم الأصول واستثماراتها وأهدافها...

ولذلك سنقوم في هذا الفصل بالتطرق إلى المقاربة النظرية لمفهوم الصناديق السيادية ضمن (المبحث الأول) وكذا كرنولوجيا الصناديق السيادية وتطوراتها وحجم الأصول المالية التي تديرها وأهم الصناديق السيادية الموجودة حالياً (المبحث الثاني)، أنواع الصناديق السيادية وتوزيعها حسب مختلف المعايير ضمن (المبحث الثالث) وأخيراً الصناديق السيادية، الوافد الجديد للنظام المالي العالمي حيث نقوم بإبراز دورها في النظام المالي الدولي (المبحث الرابع).

المبحث الأول: المقاربة النظرية للصناديق السيادية

المشكلة في تعريف الصناديق السيادية، أننا أمام مفهوم تعددت حلقاته واتسعت جوانبه، بالشكل الذي يحتم على الدارس أن يضع ضوابط دقيقة تحكمه، فقد زادت التعاريف المتفككة تارة والمتضاربة تارة أخرى من ضبابية الظاهرة الاقتصادية، بالشكل الذي أدى إلى عدم القدرة على تحديد الحجم الفعلي والحقيقي للأصول المدارة من قبلها، لذلك سنشير في هذا الجانب إلى التعاريف الشاملة والجزئية للصناديق السيادية، عسانا في هذا أن نضع الظاهرة في مصافها الحقيقي.

المطلب الأول: تعريف الصناديق السيادية (Sovereign wealth funds)

1- تعريف المؤسسات والهيئات المالية: يعرف صندوق النقد الدولي الصناديق السيادية على أنها صناديق أو ترتيبات للاستثمار، ذات غرض خاص تملكها الحكومة العامة وتنشئها لأغراض اقتصادية كلية، فهي تحتفظ بالأموال أو تتولى توظيفها أو إدارتها لتحقيق أهداف اقتصادية كلية مستخدمة في ذلك استراتيجيات استثمارية، تتضمن الاستثمار في الأصول المالية الأجنبية طويلة وقصيرة الأجل، وتمول الصناديق السيادية من خلال عمليات الصرف الأجنبي وعوائد الخوصصة وفوائض الميزانية والصادرات السلعية⁽¹⁾، وهنا نلاحظ بعضاً من الشمولية في تعريف الصندوق خاصة فيما يخص مصادر التمويل، حيث وضع صندوق النقد الدولي ثلاث شروط يجب أن تتوفر في الصناديق، حتى يمكننا أن نطلق عليها صفة الصناديق السيادية، وهي:⁽²⁾

❖ **صفة الملكية:** يجب أن تكون الصناديق مملوكة ومراقبة من قبل الدولة، وهي الصفة الغالبة على الصناديق السيادية الموجودة عموماً، وكمثال على ذلك نجد صندوق المعاشات الحكومية العام النرويجي (GPFG)، الصندوق السيادي

⁽¹⁾ International monetary fund; Sovereign wealth fund; A work agenda; working paper; Washington DC ; February 29, 2008, p26. www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/022908.pdf

“SWFs are special purpose public investment funds, or arrangements. These funds are owned or controlled by the government, and hold, manage, or administer assets primarily for medium- to long-term macroeconomic and financial objectives; The funds are commonly established out of official foreign currency operations, the proceeds of privatizations, fiscal surpluses, and/or receipts resulting from commodity exports. These funds employ a set of investment strategies which include investments in foreign financial assets”.

⁽²⁾ Alain demarolle; rapport sur les fonds souverains; la documentation français; ministère de l'économie des finances et de l'emploi ; Paris France 2008; p04. <http://www.ladocumentationfrancaise.fr/var/storage/rapports-publics/084000299.pdf>

السنغافوري (Temasek) الهيئة العامة للاستثمار (KIA) المملوكة بنسبة 100% لدولة الكويت، صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر (FRR) مملوك للدولة وتشرف عليه وزارة المالية.

❖ **آجال الاستثمار:** أن تدير الصناديق السيادية أصولاً مالية لآجال زمنية طويلة، وهذا يُبين عدم حاجتها الملحة للسيولة في المدى القريب، عكس البنوك المركزية وبعض فئات الصناديق الاستثمارية الأخرى، فمثلاً تقوم محافظة صندوق المعاشات الحكومية العام النرويجي على الاستثمار في السندات في فترات زمنية تمتد من 03 إلى 07 سنوات كحد أقصى⁽¹⁾ كما يقوم صندوق الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي في الشيلي (ESSF) بالاستثمار في السندات السيادية، أدوات السوق المالي، وشراء الودائع المصرفية والسندات السيادية المرتبطة بالتضخم لفترات زمنية طويلة⁽²⁾.

❖ **الهدف:** أن تهدف الصناديق السيادية إلى تحقيق أغراض اقتصادية كلية، مثل تنوع مصادر الدخل، وكمثال على هذه الصناديق نجد جهاز أبو ظبي للاستثمار (ADIA)، صندوق سنغافورة (GIC)، الهيئة العامة للاستثمار في الكويت (KIA)، جهاز قطر للاستثمار (QIA)، كما تهدف بعض الصناديق السيادية إلى الادخار للأجيال المستقبلية مثل صندوق البيروا للتراث في كندا، وصندوق الاستقرار الوطني في تايوان، كما يمكنها أن توجه الصناديق كأداة لاستقرار الميزانية مثل صندوق الاحتياطي العام للدولة في عمان، كما يهدف صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر إلى تحقيق الاستقرار في الميزانية العامة وتخفيض الدين العمومي.

كما تشير منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية (OCDE) إلى أن الصناديق السيادية هي أوعية استثمار مملوكة ومدارة بصفة مباشرة أو غير مباشرة من طرف الحكومات الوطنية، وتمول هذه الصناديق من احتياطات النقد الأجنبي، أو من إيرادات الموارد الطبيعية وخاصة النفط والغاز الطبيعي، أو من موارد الدولة العامة أو أي مداخيل أخرى، حيث تهدف هذه الصناديق إلى تحقيق أهداف اقتصادية مختلفة، كتنويع الموارد وتحقيق التنمية الاقتصادية، أو تمويل المعاشات المستقبلية والحفاظ على الثروة

⁽¹⁾ نيل بوفليج، فعالية صناديق الثروة السيادية كأداة لتسيير مداخيل النفط في الدول العربية، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، مجلة دولية دورية محكمة تصدرها جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف، العدد رقم 04، الجزائر 2010، ص 89. على الرابط الإلكتروني:

http://www.univ-chlef.dz/RATSH/Article_Revue_Academique_N_04_2010/Article_10.pdf

⁽²⁾ ministry of finance; annual report sovereign wealth funds 2016; Santiago, Chile 2016; p31.

<http://www.hacienda.cl/english/sovereign-wealth-funds/economic-and-social-stabilization-fund/investment-policy.html>

للأجيال المقبلة⁽¹⁾، ونلاحظ أن الفرق بين تعريف منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية وصندوق النقد الدولي، كما من في أن صندوق النقد الدولي حدد بدقة ملكية الدولة للصندوق والتي تكون بصفة مباشرة، في حين أن المنظمة لم تذكر آجال الاستثمار طويلة أو قصيرة الأجل، أما المعهد المتخصص للصناديق السيادية فيقول أن الصندوق السيادي هو كيان استثماري مملوك للدولة، يجري إنشاؤه عادة من فوائض ميزان المدفوعات، أو عمليات النقد الأجنبي أو عائدات الخوصصة أو من المدفوعات التحويلية الحكومية، أو من الفوائض المالية أو من إيرادات تصدير الموارد الأولية أو هذه الموارد مجتمعة، وتأتي غالبية أصول الصناديق السيادية من احتياطات النقد الأجنبي الرسمية، الناتجة عن بيع صادرات السلع الأساسية، كالنفط والغاز الطبيعي والمعادن...، حيث مثلت أكثر من 53.84% سنة 2018⁽²⁾ من إجمالي الأصول المملوكة للصناديق السيادية، وكمثال على هذه الصناديق نجد الصناديق السيادية لمنطقة مجلس التعاون الخليجي (GCC)*، وصندوق ضبط الإيرادات في الجزائر والصندوق السيادي في ليبيا ونيجيريا...، ومن أساسيات هذا التعريف أن ترجع ملكية الصندوق للحكومة السيادية، حيث يدار الصندوق بعيداً عن المؤسسات المالية والهيئات الحكومية الأخرى، ويستثمر في مجموعة الأصول المالية المختلفة لتحقيق عائد مجزي⁽³⁾، ومن مبررات هذا التعريف أن الغاية من الاحتفاظ بأصول مالية وطنية، هي أهداف اقتصادية كلية، غالباً ما تتجسد في محاولة تنويع الموارد الخاصة بالدخل الوطني الإجمالي، مجابهة الصدمات الاقتصادية وأزمات النظام الرأسمالي، تنمية الاقتصاد الوطني والرفع من كفاءة البنية القاعدية، دعم المؤسسات والشركات الوطنية.

كما أن معظم الصناديق السيادية المدرجة في هذه التعاريف مواردها ناتجة من فوائض الحسابات الجارية، الناشئة أساساً من ارتفاع أسعار الموارد الأولية كالبترو، الغاز والمعادن الأخرى... الخ، بالإضافة إلى ارتفاع عوائد الصادرات السلعية وفوائض الميزان التجاري، وبهذا فإن تعريف معهد الصناديق السيادية يقترب من تعريف منظمة التنمية والتعاون الاقتصادي في تحديد

(1) A. Blundell - wignall, yu-wei hu Juan yermo; sovereign wealth and pension fund issues; OCED working papers on insurance and private pensions NO: 14; 2008; OCED publishing France january2008; p04. At <http://www.oecd.org/dataoecd/8/10/40345767.pdf>; «12/08/2015»

(2) sovereign wealth fund institute; what is a sovereign fund; <https://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/> «18/07/2018».

(*) (Gulf Cooperation Council - مجلس التعاون الخليجي)

(3) Bernardo Bortolotti; Towards A New Normal Highlights Of The SWF Annual Report 2014; Università Commercial Luigi Bocconi; Sovereign Investments Workshop; Ispi Palazzo Clerici; 29 June 2015; P04. http://www.ifswf.org/sites/default/files/Publications/SIL_Report_2015.pdf «06/07/2018»

طبيعة الصندوق، وفي الموارد المالية التي يجري إنشاؤه منها، غير أنه يختلف مع تعريف صندوق النقد الدولي، حيث لم يذكر هدف الصناديق السيادية ولا المدة الزمنية التي تتخذها استثماراتها، وكمثال على هذا الاختلاف يعتبر صندوق احتياطي المعاشات الفرنسية صندوقاً سيادياً، حسب تصنيف المعهد المتخصص في الصناديق السيادية (SWFI)، بينما لا يعتبره كذلك تعريف صندوق النقد الدولي⁽¹⁾، من جانب آخر عرفت وزارة الخزانة الأمريكية الصناديق السيادية على أنها عبارة عن أوعية استثمار، تابعة للحكومات العامة ممولة من احتياطات العملات الأجنبية، وتدار من قبل جهاز أو هيئة وبشكل منفصل عن الاحتياطات الرسمية⁽²⁾، ووفق تعريف المعهد هناك نوعان من الصناديق السيادية الأولى صناديق الموارد الأولية الناتجة عن صادرات الموارد الطبيعية، وصناديق خارج الموارد الأولية والتي تمول من عمليات التجارة الخارجية وفائض ميزان المدفوعات⁽³⁾، حيث نلاحظ أن وزارة الخزانة الأمريكية لم تشر في تعريفها إلى باقي الموارد المستخدمة في تمويل الصناديق السيادية، مثل فوائض ميزان المدفوعات أو عائدات الخوصصة أو التحويلات الحكومية الأخرى، أما عن مركز وارتون للأبحاث التابع لجامعة بنسلفانيا بالولايات المتحدة الأمريكية، فقد عرف الصناديق السيادية على أنها صناديق مسيطر عليها من قبل الحكومة، متكونة من الأصول الأجنبية، وجدت لأغراض اقتصادية مختلفة، من غير دعم العملة الوطنية⁽⁴⁾، إذ يمكن استخدامها للأهداف التالية:

❖ **تمويل رواتب المتقاعدين الرسميين:** أي أن الحكومة يمكنها أن تصرف رواتب المتقاعدين من أصول صندوق الثروة السيادي، والتي يعجز عن تغطيتها صندوق التقاعد الحكومي الرسمي، المنشأ لهذا الغرض والممول بصفة أساسية من هذه الشريحة في المجتمع، ونجد عادة هذه الحالة في البلدان التي يزيد فيها متوسط العمر النسبي عن المعدلات العالمية كالنرويج مثلاً،

(1) Hélène Raymond ; les fonds souverains ; revue de l'économie mondiale 2010; publications du CEPII, la découverte paris France2009; p78. http://www2.cepii.fr/PDF_PUB/em/2010/em2010-05.pdf

(2) Lee Hudson Teslik; Sovereign Wealth Funds; Council on Foreign Relations. January 28, 2009; <https://www.cfr.org/background/sovereign-wealth-funds; «02-08-2018» à 00^h.01>

(3) Robert kimmitt; in praise of foreign investment best practices for sovereign wealth funds; international economy; Washington spring USA 2008; p62. (R .kimmitt is deputy of the us department of the treasury). www.international-economy.com/tie_sp08_kimmit.pdf

(4) يسري مهدي حسن، رافع أحمد حسن، الصناديق السيادية ومتطلبات إنشاء صندوق سيادي للعراق، مجلة الكوت للعلوم الاقتصادية، الإصدار السابع، العراق سنة 2012، ص04. على الرابط الإلكتروني: <https://www.iasj.net/iasj?func=fulltext&Id=60480>

إذا استخدم صندوق المعاشات الحكومية العام في تمويل نظام التقاعد الحكومي، كما يهدف صندوق الاستقرار الروسي المؤسس سنة 2004 إلى تغطية معاشات المتقاعدين الحكوميين⁽¹⁾.

❖ **تغطية العجز الحكومي عند هبوط الإيرادات أو ارتفاع النفقات:** وهي الحالة التي تسجل فيها الدولة صدمات مالية تؤثر على توازن الميزانية العمومية، إما عن طريق تراجع المداحيل الجبائية وغير الجبائية، وهذا يحدث عموماً في الدول التي تتميز بضعف هيكلها في اقتصادها، والتي تعتمد على إيرادات الموارد الطبيعية، حيث تهدف الصناديق إلى تعديل الموازنة في حالات انخفاض أسعار النفط مثلاً عن المستوى المحدد في الميزانية، أو ممكن أن تبقى الإيرادات مستقرة وترتفع التكاليف، نظراً لتمويل برامج حكومية على المدى البعيد، أو حدوث أزمات أو حروب أو نفقات إعادة الاعمارو كمثال على هذه الصناديق نجد صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر، صندوق الاحتياطي العام للدولة في عمان، الصندوق الوطني الكازاخستاني (Kazakhstan national fund).

❖ **إدارة الفوائض المالية الكبيرة:** تستخدم الصناديق السيادية لإدارة العائدات المرتفعة للنفط والغاز الطبيعي مثلاً، والحصول على الأرباح من إدارة وتسيير الاحتياطات الأجنبية بصورة عامة، وكمثال على هذه الجزئية يهدف جهاز الاستثمار في أبو ظبي إلى تعظيم الأرباح والفوائد، من التوظيفات المالية في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا، كما يهدف الصندوق لأن تصبح دبي مركزاً للاقتصاد العالمي.

والملاحظ على تعريف مركز وارتون للأبحاث أنه يوازي بين جميع أنواع الصناديق السيادية (أضف الصناديق السيادية التي تهدف إلى تمويل معاشات المتقاعدين)، وبذلك سيزيد عدد وحجم الأصول المالية الكلية المرتبطة بالصناديق السيادية في تقديره، كما أن هذا لا يتوافق بشكل تام مع ما جاء به تعريف صندوق النقد الدولي ومنظمة التنمية والتعاون الاقتصادي.

أما مركز لندن للخدمات المالية فيعرف الصندوق السيادي بكونه حافظة كبيرة للأموال المملوكة والمدارة لمدة طويلة من قبل الحكومة، والتي تستثمر في أصول محلية أو أجنبية (على الغالب في الأصول الأجنبية)، حيث تمول هذه الصناديق السيادية من

⁽¹⁾ chambre de commerce Luxembourg; Les fonds souverains : une solution d'avenir pour le Luxembourg ? Actualité & tendances ; Bulletin économique de la Chambre de Commerce ; n°4 mars 2008 ; p09.

http://www.cc.lu/uploads/tx_userccpublications/A_T_4.pdf . «07/07/2018»

الاحتياطات النقدية الأجنبية الرسمية، كما يمكن أن تتضمن هاته الصناديق السيادية الصناديق المخصصة للتقاعد⁽¹⁾، وبهذا يكون مركز لندن للخدمات المالية قد قدم تعريفاً موسعاً نوعاً ما للصناديق السيادية بدمجها لصناديق التقاعد، ويقترّب من تعريف مركز وارتون للأبحاث التابع لجامعة بنسلفانيا، وعليه يصبح في هذا الصدد صندوق (Calpers) في كاليفورنيا صندوقاً سيادياً، وهو ما يختلف عن مجموع التعريفات السابقة، ويقدم (Ashby h.b monk) الباحث في مركز التقاعد في معهد بوسطن بالولايات المتحدة الأمريكية دراسة مستفيضة حول (is Calpers a sovereign wealth fund?)، حيث ينفي أن يكون صندوق التقاعد السابق صندوقاً سيادياً لعدة اعتبارات، أهمها أنه غير مملوك ومدار بصفة مباشرة من طرف الدولة، ولا يدير أوعية مالية تابعة لها، وأن المستفيدين من الصندوق هم العمال والمتقاعدين وليست ولاية كاليفورنيا، ويضيف أن الصندوق في حد ذاته ينفي أن يكون صندوقاً سيادياً، وهذا كي يتفادى الحمائية التي فرضت على استثمارات الصناديق السيادية ويقلل من التكاليف المرتبطة بذلك⁽²⁾؛ كما يقع الإشكال بخصوص الصندوق السيادي الفرنسي (caisse des dépôts)، حيث اعتبرت المديرية الحالية لصندوق النقد الدولي (Christiane Lagarde) أنه صندوق سيادي، في حين لا تعتبره تصنيفات أخرى كذلك، من جهته اعتبر معهد (Mc kinsey) الصندوق السيادي على أنه صندوق ممول من احتياطات البنوك المركزية، يسعى إلى تعظيم الأرباح المحققة من عمليات الاستثمار بمحددات مخاطر معينة⁽³⁾، وبهذا التعريف يكون المعهد قد ألغى جميع الصناديق الممولة من فوائض الميزانية العامة الناتجة عن زيادة الإيرادات عن التكاليف وإيرادات عمليات الخوصصة، كما لم يشر المعهد إلى نطاق الاستثمار الداخلي أو الخارجي وإلى مدة الاستثمار، ويتفق تعريف معهد (Mc kinsey) مع تعريف بنك (Deutsche bank) الذي يركز على الملكية والموارد والهدف، حيث يقول أن الصناديق السيادية هي وسائط مملوكة للدولة وتدير الموارد المالية العامة لها، الناتجة عن السيولة الفائضة في القطاع العمومي⁽⁴⁾، أو بسبب

(1) يسري مهدي حسن، مرجع سبق ذكره، ص 04.

(2) Ashby H.B Monk; is Calpers a sovereign wealth fund? ; centre for retirement research at Boston college; December 2008; number 8-21; p05. http://crr.bc.edu/wp-content/uploads/2008/12/IB_8-21-508.pdf

(3) ماجد عبد الله المنيف، صناديق الثروة السيادية ودورها في إدارة الفوائض النفطية، ملتقى الطاقة العربي بيروت سبتمبر 2009، ص 14. على الرابط: www.arabenergyclub.com/site/wp-content/uploads/2009/10/swfs-in-beirut.pdf

(4) Steffen Kern; swfs and foreign investment policies- an update; deutsche Bank research; Germany October 22, 2008; p02. (Kern; Directeur pour International Financial Markets Policy à la Deutsche Bank Research). www.dbresearch.com/prod/dbr_internet_en_prod/prod00000000232851.pdf

فوائض الميزانية أو الاحتياطات الرسمية للبنوك المركزية، حيث تستثمر هذه الموارد المالية في أصول متنوعة ومختلفة، كما تهدف الصناديق السيادية إلى تحقيق التوازن والاستقرار الاقتصادي، وتنوع مصادر الدخل الوطني عبر استثمارات طويلة الأجل⁽¹⁾.

ويلخص البنك السمات الأساسية للصناديق السيادية في مايلي: السيادية، أصول منفصلة عن احتياطات الصرف للبنك المركزي، التعامل بقدر أكبر من العملات الأجنبية، عدم وجود مسؤوليات قانونية واضحة، قدرة أكبر على تحمل المخاطر، أفق استثماري طويل الأجل، احتمالية التعامل مع استثمارات إستراتيجية لتعزيز مردودية ذلك على الدولة، ويشير بنك (Deutsche bank) إلى عدم اقتران البنوك بأي قواعد قانونية ومسؤوليات تشريعية مع الصناديق السيادية كما يلمح إلى إمكانية أن تحتل استثمارات الصناديق السيادية دواعي جيواستراتيجية، يمكنها أن تؤثر على الأمن القومي⁽²⁾.

من جهتها قدمت المفوضية الأوروبية تعريفاً آخراً للصناديق السيادية، حيث تقول أنها أوعية استثمار مملوكة من قبل الدولة، تدير محافظ متنوعة في الأصول المالية المحلية والأجنبية، ولا تعد بالظاهرة الجديدة بل يعود تاريخها إلى خمسينيات القرن الماضي، وتعود ملكية الصناديق السيادية في الغالب إلى الدول الريع الغنية بمادة النفط⁽³⁾، كما حددت مؤسسة (Monitor group) مجموعة من المميزات والخصائص التي تتضمنها الصناديق السيادية، وهي: صناديق مملوكة للدولة ذات السيادة، تسيير بعيداً عن المؤسسات العمومية الأخرى كالبنك المركزي ووزارة المالية، مستقلة وغير مرتبطة بالمؤسسات الاجتماعية وصناديق التقاعد، تستثمر في الأصول المالية ذات الأصناف المتعددة، وذات المردودية العالية من أجل تحقيق أهداف اقتصادية بحتة⁽⁴⁾.

(1) Steffen Kern; swfs and foreign investment policies- an update; op.cit; p02.

(2) جون فرانسيس سزيك، صناديق الثروة السيادية في منطقة الخليج، مركز الدراسات الدولية والإقليمية، الاقتصاد السياسي لمنطقة الخليج، تقرير موجز رقم (03)، كلية الشؤون الدولية بجامعة جورج تاون في قطر 2012، ص 07. على الرابط:

<https://www.files.ethz.ch/isn/134307/ARABICPoliticalEconomySummaryReportFinal.pdf>

(3) commission des communautés européennes; communication de la commission au parlement européen , au conseil, au comité économique et social européen et au comité des régions, approche européenne commune en matière de fonds souverains ; Bruxelles ; le 27 fevrier 2008 ; COM (2008) 115 final ; p02. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?uri=CELEX%3A52008DC0115>

(4) Steven coissard et autres; l'émergence des fonds souverains réalité et enjeux; revue d'économie financière. Hors-série, 2009. Les fonds souverains: numéro hors-série 2009; p11.

وبهذا تكون مؤسسة (Monitor group) قد قدمت تعريفاً ضيقاً للصناديق السيادية، وحددت شرط امتلاك الدولة للصندوق، وأن لا تتكفل وزارة المالية أو البنك المركزي بإدارة وتسيير الصناديق، وهو ما يتضارب مع التعريفات السابقة، التي لم تركز على هذا الجانب، وألغت المؤسسة صناديق التقاعد الحكومية من القائمة التي تضمنها تعريف مركز لندن للخدمات المالية، وبهذا يكون التعريف الأخير قد شدد على خصائص الصناديق، وبالتالي ستكون تقديراته في الحدود الدنيا⁽¹⁾. وعموماً فإن للتعريف الضيقة مبرراتها الخاصة، والتي تكمن في أنه من غير الممكن إدراج الصناديق المملوكة خارج الحكومات وذات استثمارات عمومية داخلية، في إطار الصناديق السيادية، بحيث أنه لا بد من أن تتوفر الصناديق على ميزات معينة كالاستثمار طويل المدى ولفترات زمنية مقبولة على المستوى الخارجي.

2- تعريف بعض الاقتصاديين للصناديق السيادية: بالنسبة إلى تعريف الاقتصاديين للظاهرة، نلاحظ أنهم لم

يضعوا الصناديق السيادية في وحدة متجانسة واحدة، حيث يقول الأستاذ (Helmut reisen) وهو خبير لدى منظمة التنمية والتعاون الاقتصادي (OCDE development centre) وأستاذ بجامعة (Bale) في ألمانيا، أن الصناديق السيادية هي صناديق استثمار مملوكة للحكومات، تنشأ من خلال مصدرين أساسيين وهما فوائض إيرادات الموارد الطبيعية وخاصة النفط والغاز الطبيعي، أو من تحويلات الاحتياطات الرسمية المملوكة للبنك المركزي، مثل صناديق سنغافورة والصين التي تتميز بمعدلات مرتفعة للدخار الوطني، مقارنة بالدولة النفطية التي تسجل معدلات منخفضة في هذا الجانب⁽²⁾.

أما بالنسبة لـ (Edwin Truman) وهو مستشار وعضو لدى مؤسسة (Peterson institute) وصاحب مؤشر حوكمة الصناديق السيادية، فيعرف الصناديق السيادية على أنها مجموعة من الأصول المالية الدولية، المملوكة من طرف الحكومات والمسيرة من قبلها لأغراض اقتصادية كلية ومالية، بحيث تختلف هذه الأهداف والأغراض من دولة إلى أخرى⁽³⁾.

(1) Steven coissard et autres; op.cit; p11.

(2) Helmut reisen; fonds souverains et économie du développement ; la vie économique ; revue de politique économique 07/08/2008 ; France 2008; p28. <https://www.oecd.org/fr/developpement/pdm/40865791.pdf>

(3) Truman Edwin m; sovereign wealth fund acquisitions and other foreign government investments in the united states: assessing the economic and national security implications; Peterson institute for international economics; Washington November 14, 2007; p02; <https://piie.com/sites/default/files/publications/papers/truman1107.pdf>

من جهته يقول (Steffen kern) وهو خبير لدى مركز أبحاث (Deutsche bank)، أن الصناديق السيادية هي صناديق استثمار مملوكة من قبل الحكومات، وتمول من الاحتياطيات الأجنبية، حيث تظهر على شاكلة صناديق استقرار الموازنة العمومية، صناديق الادخار للأجيال المستقبلية، صناديق إدارة الاحتياطيات الرسمية، صناديق التنمية وصناديق التقاعد، حيث تقوم هذه الصناديق باستثمارات طويلة الأجل، وبشكل خاص في الأسواق الخارجية⁽¹⁾.

كما يضع الاقتصادي (Robert kemmitt) وهو عضو مكتب الخزانة في الولايات المتحدة الأمريكية، تعريفاً موسعاً لصناديق السيادية، في كونها قنوات رأسمالية متعددة الخصائص، تملكها وتسيطر عليها الحكومات العامة، وتقوم باستثمار أصولها في الخارج⁽²⁾.

ويذهب في هذا الاتجاه الأستاذ (Sven behrendt) وهو باحث زائر في مركز كارنيغي للشرق الأوسط، وخبير في قضايا السياسة العالمية والمفاوضات الدولية وإستراتيجية الشركات والدبلوماسية، عمل قبل تعيينه في مركز كارنيغي في المنتدى الاقتصادي العالمي ومجموعة بيرتلسمان (Bertelsmann group) للأبحاث السياسية، حيث يعرف الصناديق السيادية على أنها مجتمعات مالية ضخمة لأصول خاضعة للحكومات، صممت أساساً لاستخدامها من أجل القيام بالاستثمارات الخارجية وتحقيق العوائد المرتفعة⁽³⁾.

(1) Steffen Kern; Fonds souverains: nouvelles réalités économiques et réponses politiques; Revue d'économie financière; Hors-série, 2009; Les fonds souverains : numéro hors-série 2009; p276.

Directeur pour International Financial Markets Policy à la Deutsche Bank Research. Deutsche Bank AG [steffen.kern@db.com]; [http://www.dbresearch.com]

(2) Robert Kimmitt; sovereign wealth funds and the world economy ; foreign affairs; vol 87 n°01 Washington dc 2008.

(3) سفين بيرنت، حين يتكلم المال، صناديق الثروة السيادية العربية في خطاب العولمة، أوراق كارنيغي، مركز كارنيغي للشرق الأوسط، العدد 12 أكتوبر تشرين الأول 2008، ص03. [www.carnegieendowment.org/program/arabic]

كما يمكننا الإشارة إلى تعريف الاقتصادي (Anne-celine cambier) وهو محلل اقتصادي لدى مركز الأبحاث المستقل (IEIF) في فرنسا، الذي يقول أن الصناديق السيادية صناديق استثمار عمومية، تستثمر في الأصول الخاصة الأجنبية، وتختلف من حيث المميزات عن الاحتياطات النقدية المملوكة من طرف السلطات العمومية، والتي يحتفظ بها لأغراض السياسة المالية⁽¹⁾، ويتفق مع هذا التعريف الاقتصاديان (Bertrand et yves) من جامعة بوردو الفرنسية، اللذان يعرفان الصناديق السيادية على أنها صناديق استثمار عمومية، تستمد مواردها من فوائض احتياطات الصرف، فوائض عائدات البترول والغاز، فوائض الجباية العامة، حيث تتركز الصناديق السيادية بصفة كبيرة في منطقة الخليج العربي، مثل صناديق المملكة العربية السعودية والكويت وقطر، ودول آسيا الأخرى مثل الصين وروسيا⁽²⁾.

في حين نجد بعض التعاريف الضيقة التي حددت مجالاً محدوداً لتمييز هاته الصناديق، من بينها تعريف (Caroline bertin delacour) وهي محامية ومختصة في مجال عمليات الدمج والتملك الخاصة بالشركات العالمية، حيث عرفت الصناديق السيادية على أنها أوعية استثمارية خاصة مملوكة للحكومات، تمول من احتياطات الصرف الأجنبي والاحتياطات الرسمية المملوكة للدولة، حيث تهدف إلى تحقيق أغراض اقتصادية كلية، من خلال الاستثمار في أصول أجنبية لآجال طويلة الأمد⁽³⁾.

بالإضافة إلى تعريف الاقتصادية (Helene raymond) وهي أستاذة بجامعة غرب باريس، التي ركزت على الآجال الطويلة للاستثمار، حيث ذكرت أن الصناديق السيادية هي صناديق استثمار عمومية طويلة الأجل، تستثمر على الأقل جزء من أصولها في الخارج، وبذلك فهي تدمج صناديق الادخار والاستثمار في سلة واحدة، عكس التعاريف الضيقة الأخرى،

(1) Anne- celine cambier ; fonds souverains: l'immobilier français cible d'investissement; institut de l'épargne immobilière et foncière ; Paris - France; septembre2012 ; p04. www.ieif.fr.

(2) Bertrand Blancheton, Yves Jegourel, "Les fonds souverains : un nouveau mode de régulation du capitalisme financier ?", Working Papers of GREThA, n° 2009-04; France 2009 p03. <http://ideas.repec.org/p/grt/wpegrt/2009-04.html>.

[GREThA : groupe de recherche en économie théorique et appliquée]; université Montesquieu bordeaux iv ; France.

(3) Caroline Bertin delacour; les fonds souverains (ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale); les échos éditions ; groupe eyralles2009 ; France 2009 ; p21.

حيث تهدف الصناديق السيادية إلى تكوين مدخرات وطنية، أو المساهمة في تمويل النفقات الآجلة والتنمية الاقتصادية⁽¹⁾، كما نجد تعريف الاقتصادي (M jean arthis) وهو رئيس لجنة المالية في مجلس الشيوخ الفرنسي، الذي يقول أن الصناديق السيادية هي صناديق عمومية تحت وصاية الدولة تستثمر في الأصول طويلة الأجل، تتميز بضخامة الأصول المالية التي تديرها، وعدم التحوط من درجة المخاطرة المترتبة عن الاستثمارات الأجنبية، وتتميز بنقص الشفافية فيما يتعلق بحجمها ونشاطاتها وتوظيف أصولها، الشيء الذي زاد من عدم اليقين واحتدام الجدل في الدول الصناعية حولها⁽²⁾.

المطلب الثاني: نقاط الاختلاف بين تعريف الصناديق السيادية

نلاحظ من خلال كل التعاريف السابقة سواء الصادرة عن مؤسسات مالية أو بنوك أو مراكز دراسات أو من بعض الاقتصاديين المختصين في هذا المجال، عدم الإجماع على تعريف موحد للصناديق السيادية، حيث تختلف هاته التعاريف باختلاف الصناديق السيادية في حد ذاتها، واتساع نطاقها سواء المسيرة من قبل الدولة، أو من قبل البنوك المركزية أو أجهزة مستقلة أخرى، ومن حيث دوافع إنشائها بين الدول النفطية التي تسعى إلى الدخول في نهج اقتصادي يسمح بتنوع الاقتصاد الريعي، الذي يتميز بالهيكلية الضعيفة وضعف القدرة في توظيف الفوائض على استثمارات وطنية، أو بين دول أخرى قوية اقتصادياً مثل الصين، التي تسعى إلى تحقيق المزيد من الأرباح والفوائد في الاستثمارات الخارجية، ويمكننا في هذا الصدد رصد أهم نقاط الخلاف بين أنواع الصناديق السيادية الموجودة في العالم في العناصر التالية:

1- فيما يتعلق بالسيادية: من المتعارف عليه سواء على المستوى الاقتصادي أو القانوني، أن السيادة جزء من كيان الدولة ورمز من رموزها، والسيادة (La souveraineté) مصطلح ظهر مع ظهور ملامح الدولة الحديثة، خلال القرنين الثالث عشر والسادس عشر⁽³⁾، ويخص المصطلح الدولة المستقلة من جميع مظاهر الخضوع والاستعمار، والدولة المتحكمة في

(1) Hélène Raymond ; les fonds souverains ; op.cit. ; p77.

[Hélène Raymond est professeur à l'université Paris Ouest Nanterre La Défense.]

(2) M jean Arthuis; rapport d'information au nom de la commission des Finances, du contrôle budgétaire et des comptes économiques de la Nation (1) sur le rôle des fonds souverains ; sénat n°336 ; session ordinaire du 2007,2008 annexe au procès-verbal de la séance du 15 mai 2008; France 2008 ; p 08.

(3) Matouk Jean; De la souveraineté financière ; In: Revue d'économie financière ; Hors-série, 2009 ; Les fonds souverains : numéro hors-série ; France 2009 ; pp. 61-72 ; http://www.persee.fr/doc/ecofi_0987-3368_2009_hos_9_1_5417.

أراضيها ذات سلطة على قراراتها المختلفة، بحيث لا يمكننا أن نطلق هذا الوصف على إقليم أو جماعة داخل الدولة الواحدة، كما لا يمكن اعتبار الدول المستعمرة، أو التي تعيش ظروف الحرب بالدول السيادية⁽¹⁾، في حين نجد في قائمة الصناديق المصنفة بالسيادية والظاهرة في بيانات معهد الصناديق السيادية، بعض من الصناديق المملوكة من قبل ألاسكا (Alaska permanent corporat fund) وهي تابعة للولايات المتحدة الأمريكية، كما نجد صندوق (Alberta heritage savings trust fund) وهو إقليم تابع لدولة كندا، صندوق (us west Virginia future fund) التابع لولاية فرجينيا في الولايات المتحدة الأمريكية.

2- فيما يتعلق بالاستثمار: وهو الفرق الذي يرتبط بطبيعة الاستثمارات الخاصة بالصناديق السيادية، ففي حين تقرر بعض التعاريف الضيقة على شرط الاستثمار في الأصول الأجنبية، تقتصر التعاريف الموسعة على ذكر استثمارات طويلة الأجل، دون تحديد جغرافية هاته الاستثمارات سواء على المستوى المحلي أو الخارجي، فمثلاً هناك بعض الصناديق التي لا تساهم في النظام المالي العالمي، وتقتصر نشاطاتها على السوق المحلي مثل صندوق الاستقرار الروسي، والذي يعمل على تحقيق الاستقرار في الاقتصاد الروسي، ومن تراجع أسعار النفط في السوق العالمية، كما يصنف صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر بالسيادي، ودوره محدد بشكل دقيق في تمويل الخزينة العمومية عند انهيار محتمل لأسعار المحروقات في المستقبل، أو من خلال تخفيض المديونية العمومية.

3- فيما يتعلق بالأهداف: بعض التعاريف تقتصر على حصر هدف الصناديق السيادية في ادخار الفوائض المحصل عليها في الوقت الراهن إلى الأجيال المستقبلية، وعدم صرفها وتبذيرها، أو لتحقيق الاستقرار في الموازنة العامة للدولة، في حين تغطي التعاريف الموسعة مجالاً رحباً لأهداف الصناديق السيادية، من خلال قيامها بدور قيادي في تنويع مصادر الدخل الوطني، وتنويع قيم الناتج الداخلي الخام والحصول على أرباح من خلال استخدام الفوائض الربعية وغير الربعية في استثمارات متنوعة، وتمويل الأنشطة الاقتصادية والاجتماعية المحلية.

(1) Matouk Jean; De la souveraineté financière ; In: Revue d'économie financière ; Hors-série, 2009 ; Les fonds souverains : numéro hors-série; France 2009 ; p 62. http://www.persee.fr/doc/ecofi_0987-3368_2009_hos_9_1_5417.

4- فيما يتعلق بمجال النشاط: ركزت بعض التعاريف على الاستثمارات الخارجية للصناديق السيادية، وبذلك فقد

ألغت جميع الصناديق السيادية الحكومية التي تدير نشاطات التنمية الاقتصادية المحلية، وكذلك الصناديق التي أنشأت لغرض

الادخار، وألحقتها بصفة مشابهة لاحتياطات الصرف الأجنبي المدارة من قبل البنوك المركزية.

وعلى العموم فإن الصناديق السيادية هي صناديق استثمارية ملك للدولة، تديرها الحكومة بصفة مباشرة أو غير مباشرة

عن طريق إحدى الهيئات العمومية الأخرى، حسب التنظيمات المعمول بها في كل قطر، حيث تمول من الفوائض الناتجة عن

زيادة حاجة الدولة من الأموال من الصادرات السلعية، فوائض الميزانية العامة، عوائد الخوصصة أو تحويلات العملات الأجنبية

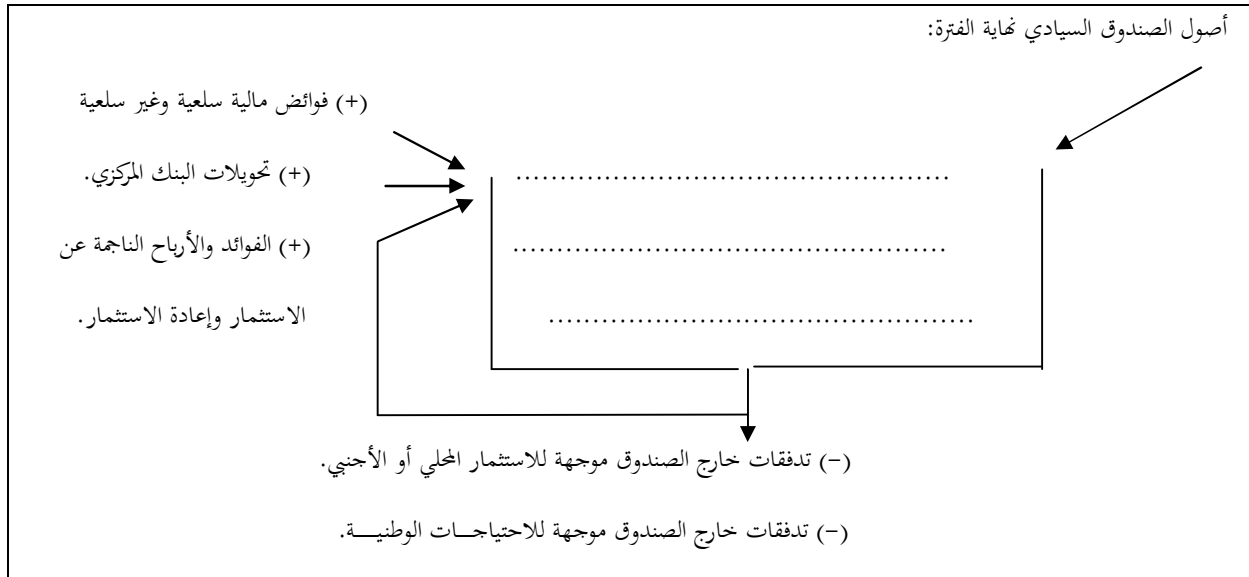
من البنك المركزي، وتستثنى من هذا الإطار احتياطات البنوك المركزية الموجهة لتسيير السياسة النقدية، مؤسسات التقاعد

الحكومية الممولة من اشتراكات دورية للعمال والموظفين والمؤسسات والشركات الحكومية التقليدية وأملاك الخواص، حيث

تهدف هذه الصناديق إلى تحقيق أهداف اقتصادية على المدى القصير، تتمثل في استقرار الميزانية من تقلبات الأسواق الدولية،

وأهداف على المدى البعيد تتمثل في الادخار للأجيال المستقبلية، وتنويع مصادر الدخل ودعم التنمية الاقتصادية المحلية.

شكل رقم (01): أهم العمليات التي من الممكن أن تقوم بها الصناديق السيادية



المصدر: من إعداد الباحث بناء على المعطيات السابقة.

يشير الشكل أعلاه، إلى العمليات المالية التي تتم على مستوى صندوق الثروة السيادي، حيث تختلف أدوات الحقن

والاقتطاع من صندوق إلى آخر، حسب طبيعة كل صندوق وهدف كل دولة، حيث يعتمد البعض على تحديد سعر معين

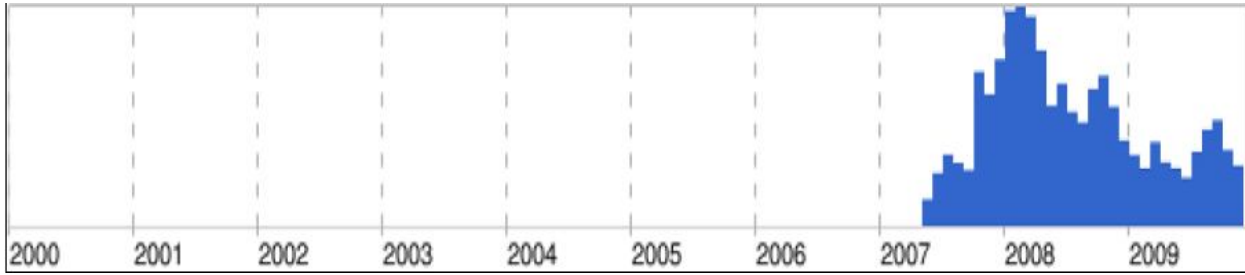
لبرميل النفط، يتم تحويل القيم التي تتعداه إلى الصندوق، أو نسبة معينة من الإيرادات الإجمالية للموارد الطبيعية الناضبة، أو جزء محدد من قبل السلطات المالية والتشريعية، من احتياطات الصرف الأجنبية المدارة من قبل البنوك المركزية، كما يتم تحويل جزء من الأصول المالية المملوكة للدولة إلى ملكية صندوق الثروة السيادي للاستفادة منها لأغراض اقتصادية كلية، زيادة على ذلك يتم إعادة تمويل صندوق الثروة السيادي، من خلال الفوائد والأرباح المترتبة على استثمار أصول الصندوق على المستوى الوطني أو في الخارج، أما عن عملية الاقتطاع من رصيد الصناديق السيادية فتتم في حالات معينة، جراء انخفاض أسعار الموارد الأولية دون الأسعار المرجعية التي تتبناها الميزانية العمومية (مثل حالة صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر)، أو بمعايير محددة مصرح بها من طرف السلطات العمومية والتشريعية، وهنا يكون الاقتطاع من صندوق الثروة السيادي بصفة نهائية غير مستردة، وقد يرخص لمسيري الصندوق السيادي بتحويل الأموال والأصول إلى عمليات شراء أسهم أو سندات أو ملكيات عقارية أو في شكل ديون خارجية، وهنا يكون الاقتطاع مؤقت ويضفي على الصندوق فائدة مالية على المدى الطويل، وعليه يكون رصيد صندوق الثروة السيادي في اتجاه إيجابي، إذا كان ما يتم تحويله إليه أكبر مما يتم اقتطاعه منه.

المطلب الثالث: الأسباب التي أدت إلى عدم الإجماع على تعريف واحد للصناديق السيادية

نلاحظ من خلال المطلب السابق عدم وجود صيغة نهائية جامعة لمفهوم الصناديق السيادية، وهذا يعود في الحقيقة إلى جملة من الأسباب والمعطيات من بينها:

1- حداثة الموضوع: موضوع الصناديق السيادية هو موضوع جديد على الساحة الاقتصادية العالمية، حتى وإن كان ظهورها يعود إلى خمسينيات القرن الماضي، من خلال إنشاء الهيئة العامة للاستثمار في الكويت (KIA) سنة 1953، إلا أن الظاهرة الاقتصادية محل الدراسة، لم تعنى بالاهتمام والنقاش المستفيض سوى في السنوات الأخيرة، ولتوضيح فكرة حداثة مفهوم الصناديق السيادية نشير إلى الشكل أدناه، الذي يوضح فترة تداول مصطلح الصناديق السيادية في الأوساط العلمية والأكاديمية.

شكل رقم (02): معدلات تداول مصطلح الصناديق السيادية على محرك البحث (Google) للفترة (2009-2000)



Source : Gokhan Afyonoglu And Others, the brave new world of sovereign wealth funds, Wharton leadership center university of Pennsylvania, USA 2010, P09.

نلاحظ من الشكل أعلاه، بدء تكرار تداول مصطلح الصناديق السيادية داخل محرك البحث (Google) منذ النصف الثاني من سنة 2007 وبداية سنة 2008، وهذا لعدة أسباب من بينها الطفرة النفطية الأخيرة وأسلوب تعاطي الصناديق السيادية مع مجريات الأزمة المالية العالمية (2007-2009)، وكذا النمو المتضاعف للأصول المجمعة للصناديق السيادية العالمية، وزيادة وزنها مقابل باقي الهيئات المالية الأخرى، كالبنوك المركزية ومؤسسات التأمين وصناديق التحوط وشركات المساهمات الخاصة، وكذا صياغة المصطلح بشكل جديد من قبل الاقتصادي (A. Rozanov) سنة 2005.

2- التنوع في الظاهرة: يتلخص التنوع في ظاهرة الصناديق السيادية، في كونها تشمل أنواع متعددة ومختلفة، فمنها صناديق الاستقرار وصناديق الادخار للأجيال المستقبلية، وصناديق التنمية وصناديق احتياطات التقاعد، بالإضافة إلى بعض الكيانات الأخرى، التي تقوم على الاستثمار في الخارج من خلال سندات الخزينة، وأخرى في الأسهم والسندات المتداولة في الشركات والمؤسسات الغربية، وحتى في العقارات والقطاع الفلاحي...، كما نجد العديد من الصناديق السيادية التي تستثمر محلياً أو تقوم على أساس الادخار الوطني، الموجه لاستقرار الميزانية العامة أو لادخار الهادف للاحتفاظ بالثروة للأجيال القادمة، أو من خلال دعم التنمية الاقتصادية المحلية، لذلك يكون من الصعب جداً تجميع هاته الصناديق ضمن مجموعة واحدة متجانسة.

3- تباين وجهات النظر تجاه الصناديق السيادية: حيث أفادت كل جهة بوجهة نظرها الخاصة تجاه الكيانات الاستثمارية السيادية، وفقاً لمنطلقات وتحليلات مختلفة، وتبعاً لتخوفاتها من تعاضم عدد وأصول هاته الصناديق على المستوى العالمي، وعلى ديمومة واستقرار هذه التركيبة المالية العالمية، وعلى أمنها القومي وعلى مصالحها الإستراتيجية، فمن بين

التعاريف من ضم كل الصناديق السيادية وكل الصناديق التابعة للأسر الحاكمة في دول الخليج العربي، مثل شركة المملكة التابعة للوليد بن طلال في السعودية، أو مجلس دبي للاستثمار (DIC) التابعة لشركة دبي القابضة، المملوكة لحاكم إمارة دبي في الإمارات العربية المتحدة، كما تضم بعض التصنيفات الأخرى المشاريع المشتركة بين الدول، مثل مشروع شركة البترول الكويتية وشركتي أرامكو وسابك التابعة للمملكة العربية السعودية، والأمر الذي يدعو إلى تأكيد تباين وجهات النظر بين التعاريف الواسعة والضيقة للصناديق السيادية، رد الرئيس الروسي (Vladimir Putin) على طلب مستشار الخزانة الأمريكية (Henry Paulson) عند زيارته لروسيا في 30 جوان 2008، حول زيادة حصة الاستثمارات الروسية في الولايات المتحدة الأمريكية، مقابل تقديم تسهيلات وحوافز خاصة، حيث أجابه الرئيس الروسي خلال اجتماع في الكرملين، على أن بلاده لا تملك صندوقاً سيادياً في الوقت الراهن،⁽¹⁾ لكنه إنجاز بعض الاستثمارات الأجنبية في الولايات المتحدة، وأن الحكومة الروسية بصدد دراسة مشروع إنشاء صندوق من هذا القبيل، وهذا على الرغم من أن روسيا كانت تملك صندوقين الأول صندوق الاستقرار موجه لحماية الميزانية من تقلبات أسعار النفط وأصوله تقدر بـ 123 مليار دولار، والثاني صندوق الثروة الوطني⁽¹⁾ موجه للاستثمار بقيمة 33 مليار دولار سنة 2008، وهنا إشارة واضحة إلى عدم إدراج هذين الصندوقين ضمن الصناديق السيادية⁽²⁾.

4- عدم تشابه الصناديق السيادية: نجد تنوعاً بانورامياً لقائمة الصناديق السيادية المنشورة في معهد الصناديق السيادية، وهو المعهد المتخصص في دراسة الصناديق السيادية، وينشر دراسات دورية حول حجم وتطور مختلف الصناديق في العالم، وكذا استراتيجياتها الاستثمارية وتوزعها الجغرافي وعبر مختلف القطاعات، حيث نستشف من ذلك اختلافاً عميقاً في جوهر الصناديق السيادية، وفي مصادر تمويلها وحجمها، فمثلاً يمتلك صندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج أصولاً تفوق 1035.24 مليار دولار حسب تقديرات شهر جويلية 2018، في حين تمتلك بعض الصناديق الصغيرة أصولاً

(1) بيانات معهد الصناديق السيادية على الرابط: www.swfnstitute.org/statistics-research/linaburg-maduell-transparency-index أطلع عليه يوم 04 جويلية 2018 على الساعة 23.57.

(2) Reuters; Putin-No Sovereign Wealth Fund in Russia Yet; June 30; Available June 30, 2008;

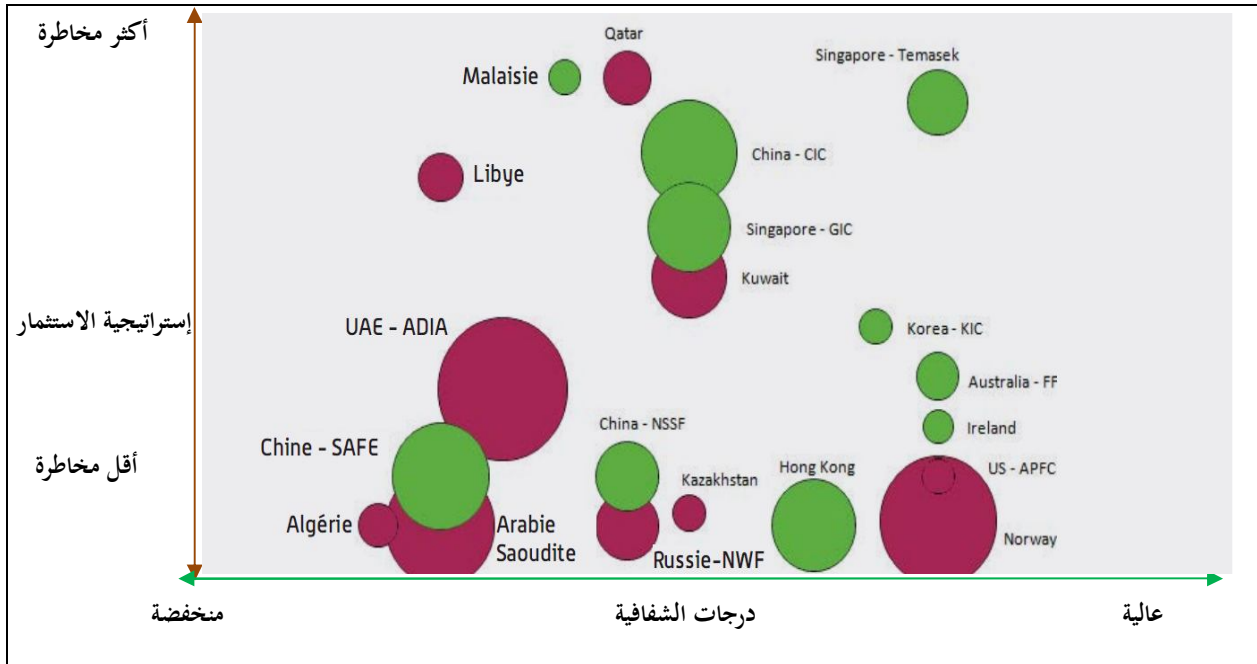
https://www.reuters.com/article/russia-us-fund/putin-no-sovereign-wealth-fund-in-russia-yet-idUSL3028241920080630_28/07/2018 «28-07-2018» à 19.54

ضعيفة لا تتجاوز ملايين الدولارات مثل الصندوق السنغالي (Senegal fonsis) بأصول قدرت بـ 01 مليار دولار في جويلية 2018، وهنا نتصور أنه من الصعب الجمع بين هاتاه الكيانات في إطار واحدًا .

5- غياب سياسات الإفصاح والشفافية لدى الصناديق السيادية: وهو أمر مهم جداً ، حيث أدى عدم الإفصاح والشفافية لدى الصناديق، إلى صدور بعض التحذيرات الخاصة من استثمارات الصناديق السيادية في الخارج، نظراً للتخوفات المصاحبة لاستراتيجيات الاستثمار في الصناديق، حيث لا تعلن غالبية الصناديق السيادية على بياناتها وإحصائياتها بشكل سلس ودوري، وفي كثير من الأحيان يكون ما يقدم من مراكز البحث عن الأصول المدارة للصناديق السيادية، مجرد تقديرات أو من خلال هامش معين من الخطأ، ويظهر عدم التشابه بشكل جلي في معايير الشفافية والحوكمة بين الصناديق السيادية، ففي الوقت الذي يصنف فيه صندوق المعاشات الحكومية العام في الترويج أو صندوق المستقبل في استراليا أو الصندوق السيادي تيماسك في سنغافورة على درجة عالية من الشفافية والإظهار للبيانات والمعلومات المتعلقة بالصندوق حسب معيار (linabug and maduell transparency index) لسنة 2018، نلاحظ أن هناك بعض الصناديق السيادية التي تصنف في خانة ضعيفة جداً من حيث الشفافية، كالصندوق الموريتاني والليبي أو جهاز الاستثمار في بروناي وصندوق ضبط الإيرادات في الجزائر، حسب تصنيفات المؤشر لشهر جويلية 2018⁽¹⁾.

(1) بيانات معهد الصناديق السيادية على الرابط: www.swfnstitute.org/statistics-research/linaburg-maduell-transparency-index، أطلع عليه يوم 04 جويلية 2018 على الساعة 23.57 س.

شكل رقم (03): درجات الشفافية والمخاطرة للصناديق السيادية



Source: Anne- Céline Cambier; fonds souverains: op.cit ; p05.

وقد أدى تضارب التعاريف الخاصة بالصناديق السيادية إلى عدم التحديد الدقيق للأصول المالية الإجمالية المدارة من قبلها، بحيث أننا نجد تقديرات دنيا تعتمد على إقصاء العديد من الكيانات غير السيادية، وتبتعد بكثير عن التقديرات العليا للأصول الإجمالية للصناديق السيادية، وقد تتجاوز الفروق بين التقديرات العليا والدنيا للصناديق السيادية في عديد المرات إلى ملايين الدولار، والاختلاف بين التقديرات الدنيا والعليا لأصول الصناديق السيادية مجتمعة حاضراً أو مستقبلاً، إنما يعود إلى ضبابية حجم بعض الصناديق المهمة على الصعيد العالمي، وتحديدًا بعض الصناديق السيادية الخليجية والآسيوية، التي تتميز بضخامة حجمها وتكتمها الشديد، حيث نلاحظ أن التقديرات العليا والدنيا لأصول جهاز أبو ظبي للاستثمار تتراوح ما بين (500-875) مليار دولار، والصندوق السيادي السنغافوري الذي يقدر هامش الفرق بين التقديرات ما بين (100-330) مليار دولار، بالإضافة إلى مؤسسة النقد العربي السعودي التي تتراوح أصولها من (225-300) مليار دولار، وهيئة الاستثمار الكويتية التي تقدر حجم أصولها من (70-250) مليار دولار⁽¹⁾، ولم يقتصر التفاوت في تحديد أصول الصناديق السيادية الآتية، بل تعداه إلى عدم القدرة على تحديد مستقبل أصول هاته الصناديق.

(1) A. Blundell - wignall, yu-wei hu juan yermo; sovereign wealth and pension fund issues; ibid; p07.

جدول رقم (01): التفاوت في تقديرات أصول الصناديق السيادية للفترة (2010-2015)

التقديرات	المؤسسة
من 6 إلى 10 تريليون دولار سنة 2013	صندوق النقد الدولي*
7.9 تريليون دولار أمريكي في سنة 2011 وحوالي 11.9 تريليون دولار سنة 2015	مؤسسة (Morgan Stanley)**
5 تريليون دولار سنة 2010 وحوالي 10 تريليون دولار في سنة 2015	بنك (Deutsche Bank)***
15 تريليون دولار سنة 2015	وزارة الخزانة الأمريكية****
من 05 إلى 8.5 تريليون دولار عام 2012	مؤسسة (Merrill lunch)*****

المصدر: من إعداد الطالب بناء على التقارير التالية:

* Alain demarolle; rapport sur les fonds souverains; op.cit. ; P 08

** Steven Jen; how big could sovereign wealth funds be by 2015? Morgan Stanley Research May 3; 2007; P02.

*** Steffen Kern; swfs and foreign investment policies- an update; op.cit. P01.

**** Robert kimmitt; in praise of foreign investment best practices for sovereign Wealth funds; Ibid. P63.

***** سفين بيرينت، صناديق الثروة السيادية الخليجية إدارة الثروة في زمن الاضطراب، مؤسسة كارنيغي للسلام الدولي، فيفري شباط 2009، ص02.

ومن جهة أخرى قدر السيد (John lipsky) النائب الأول لمدير صندوق النقد الدولي، في كلمة نظمها وزير مالية الشيلي في سنغافورة في يوم 03 سبتمبر 2008 بمناسبة الترويج لمبادئ سنتياغو، أن أصول الصناديق السيادية تمثل اليوم ربع أو ثلث الأصول الأجنبية في البلدان المتخلفة، وستتجاوز رصيد احتياطات النقد الأجنبي العالمية في المستقبل المنظور، حيث قدر أن قيمتها سنة 2013 تكون ما بين 07 و 11 تريليون دولار⁽¹⁾.

في حين أن الحدود الحالية لما تتوفر عليه صناديق الثروة السيادية لا يتجاوز 7.880 تريليون دولار منتصف 2018 حسب آخر الإحصائيات لمعهد صناديق الثروة السيادية⁽²⁾.

(1) صندوق النقد الدولي، مبادئ سنتياغو، ليبسكي يصرح: مبادئ صناديق الثروة السيادية تدعم الاستثمار عبر الحدود/ متاح على الرابط (http://www.imf.org/imfsurvey

(2) معهد صناديق الثروة السيادية، معلومات متوفرة على الموقع الإلكتروني للمعهد، متاح على الرابط:

(http:// www.swfinstitute.org/Sovereign-wealth-fund-rankings/consulté le 06/07/2018)

وهنا نلاحظ أن حتى التقديرات غير دقيقة وذات هوامش مرتفعة، بحيث أن الفروق بين التقديرات العليا والدنيا في الاستشراف لمستقبل صناديق الثروة السيادية، يقدر بثلاثة أو أربعة تريليون دولار، وهو رقم ضخم إذا ما قارناه باقتصاديات الدول النامية وأسواقها الداخلية، ومن جانب آخر أدت هذه المشاكل في التقديرات إلى تبني سياسات متخوفة نوعاً ما، وذات حمائية شديدة من قبل الدول الصناعية المستقبلية لاستثمارات الصناديق السيادية، بحيث أنها صاغت مجموعة من الإجراءات الاحترازية لمحاكمة تطورات الصناديق السيادية، والجدول التالي يظهر تضارب الأرقام الخاصة بأصول صناديق الثروة السيادية بين بعض المؤسسات المتخصصة في مجال المال والأعمال في العالم.

جدول رقم (02): تقديرات أصول الصناديق السيادية لبعض المؤسسات المالية سنة 2007 بمليار دولار

الدولة	الصندوق	(deutsche) (bank)	(Peterson) (institute)	(Morgan) (Stanley)
الإمارات	جهاز أبو ظبي للاستثمار	875	875-500	875
سنغافورة	شركة الاستثمار الحكومية لسنغافورة	330	330-100	330
النرويج	صندوق التقاعد الحكومي	322	308	-
السعودية	مؤسسة النقد العربي السعودي	300	-	300
الكويت	هيئة الاستثمار الكويتية	250	213	70
الصين	شركة الاستثمار الصينية	200	-	200
روسيا	صندوق الاستقرار الروسي	127	122	-
سنغافورة	تيماسك	108	108	100
ليبيا	صندوق الاحتياطي	50	-	-
قطر	جهاز قطر للاستثمار	40	50	40
الجزائر	صندوق ضبط الإيرادات	25	43	-
الولايات المتحدة	صندوق ألاسكا	40	40	39
بروناي	جهاز الاستثمار في بروناي	35	30	30
كوريا	مؤسسة الاستثمار الكورية	20	20	-
كازاخستان	صندوق النفط الوطني	18	18	-
ماليزيا	خزانة	18	18	17.7
كندا	صندوق البيرتا	17	-	13
تايبوان	صندوق الاستقرار الوطني	15	-	15
الولايات المتحدة	صندوق نيو مكسيكو	15	-	-
إيران	صندوق التنمية الوطني	15	-	8
صناديق أخرى	-	50	-	-

Source: A. Blundell - wignall, yu-wei hu Juan yermo; op.cit; p07.

المطلب الرابع: التقارب والاختلاف بين الصناديق السيادية والمؤسسات والهيئات الاستثمارية

في إطار السعي نحو ضبط المفهوم الدقيق للصناديق السيادية، سنعرج على أهم الفروق بينها وبين المؤسسات المالية كالبنوك المركزية وصناديق التقاعد، وكذا الهيئات الاستثمارية كصناديق التحوط وشركات المساهمات الخاصة.

1- الصناديق السيادية والبنوك المركزية: هناك بعض الفروق الجوهرية الموجودة بين الصناديق السيادية والبنوك

المركزية، حيث تهدف الأولى إلى الاستثمار بينما تسعى البنوك المركزية إلى الاحتفاظ بالسيولة في شكل احتياطات العملات الرسمية الأجنبية لإدارة السياسة النقدية، والحفاظ على سعر الصرف وقيمة العملة المحلية، بالإضافة إلى توفير السيولة الأجنبية عند الطلب عليها⁽¹⁾، كما أن الصناديق السيادية عادة ما تستثمر في الأسهم والملكيات الخاصة والعقارات والأراضي الفلاحية، وتتميز في كونها مستثمر مضارب نوعاً ما، أما بخصوص البنوك المركزية فإستراتيجياتها الاستثمارية تقتصر في حدود السندات الحكومية، وغالباً ما تكون في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث تتميز البنوك المركزية بكونها مستثمر متخوف يراعي دائماً ديمومة السيولة المالية، غير أنه يمكننا الإشارة إلى مجموعة من التقاطعات بين الاثنين، حيث تدار أصول الصناديق السيادية بشكل موازي مع احتياطات الصرف الأجنبي المملوكة للبنك المركزي، وفي بعض الحالات تدار بعض الصناديق السيادية من قبل البنوك المركزية في حد ذاتها أو أحد فروعها بتوجيه من الحكومة، كما أن نجاح الصندوق السيادي في الوصول إلى الأهداف التي حددت له، يتطلب تنسيق قوي ودائم مع إدارات البنوك المركزية لما لها من خبرة وتجربة في هذا الميدان⁽²⁾.

2- الصناديق السيادية وصناديق المعاشات: تتشابه صناديق الثروة السيادية مع صناديق المعاشات الحكومية، في

أن أصولها تستثمر في آجال طويلة زمنياً، بسبب رغبتها الضعيفة في ديمومة السيولة مقارنة بالبنوك المركزية، بالإضافة إلى أهدافها الموجهة للخدمة العامة⁽³⁾، أما عن أوجه الاختلاف بينهما فالصناديق السيادية تمتلك من قبل الدولة بنسبة 100% مثل الهيئة العامة للاستثمار في الكويت، وتمول من فوائض ميزان المدفوعات وعوائد الخصخصة والميزانية العامة

(1) Alain demarolle; rapport sur les fonds souverains; op.cit.; p 04.

(2) Simon Johnson; la montée en puissance des fonds souverains; revue de finances et développement; FMI ; Washington USA septembre 2007; p56

(3) Ashby H. B. Monk and Caroline Nowacki; sovereign investors: understanding the giants of the financial world; Global Projects Center, Stanford University; May 2017; p01. <https://www.researchgate.net/publication/324774196> «01-08-2018» à 19^h.35

والصادرات السلعية، وتهدف إلى تحقيق أغراض اقتصادية كلية، في حين أن صناديق المعاشات تمول من اشتراكات الأفراد والمؤسسات العمومية والخاصة، وتهدف إلى تمويل المعاشات الحاضرة والمستقبلية⁽¹⁾، مثل صندوق الأمن الاجتماعي بالاندمايك، صندوق استثمارات المعاشات الحكومية باليابان، صندوق أمن الودائع بالولايات المتحدة، صندوق المعاشات الوطني بكوريا، أو الصندوق الوطني للتقاعد في الجزائر، كما أن الفرق بين صناديق المعاشات وصناديق الثروة السيادية يكمن في أن صناديق المعاشات ملزمة بتسييد معاشات دورية للمشاركين في نظام التقاعد، في حين أن صناديق الثروة السيادية لا تتحمل مثل هاته الأعباء، بل لديها تحويلات لميزانية الحكومة⁽²⁾، وهو ما يجعل صناديق المعاشات تبتعد عن عنصر المخاطرة مقارنة بالصناديق السيادية، كما لا تقدم أي مدفوعات دورية تعاقدية للأفراد أو للمؤسسات، مما يساعد على توجيه استثماراتها إلى آجال طويلة⁽³⁾، والفوائد المتحصل عليها من قبل مؤسسات التأمين الحكومية ترجع إلى العمال والمشاركين في هذا النظام، على عكس فوائد استثمارات صناديق الثروة السيادية التي تحول إلى كامل فئات الشعب⁽⁴⁾.

جدول رقم (03): الفرق بين صناديق الثروة السيادية والبنوك المركزية وصناديق التقاعد الحكومية

صناديق التقاعد	الصناديق السيادية			البنك المركزي	استثمارات الحكومة لعوائدها
	صناديق الادخار	شركات استثمار الاحتياطات الوطنية	صناديق الاستقرار		
	تحقيق أقصى عائد ممكن			السيولة واستقرار الاقتصاد النقدي	الهدف
	استثمارات طويلة الأجل			استثمارات قصيرة الأجل	أجل الاستثمار
	غير مباشر (محفظي)	محفظي مباشر	صناديق	غير مباشر (محفظي)	نوع الاستثمار
	أجنبي / محلي	أجنبي / محلي	أجنبي / محلي	أجنبي	تركز الأصول
مساهمات وضرائب التقاعد من العاملين	عوائد المعادن + احتياطات أجنبية + عوائد مالية	عوائد المعادن + احتياطات أجنبية + عوائد مالية + أسهم عامة	عوائد المعادن	احتياطات النقد الأجنبي	التمويل

المصدر: يسري مهدي حسن، رافع أحمد حسن، مرجع سبق ذكره، ص 06.

(1) Alain demarolle; rapport sur les fonds souverains; op.cit. ; p 04.

(2) Ashby H. B. Monk and Caroline Nowacki; op.cit; p01.

(3) A. Blundell - wignall, yu-wei hu juan yermo; sovereign wealth and pension fund issues; op.cit; p10.

(4) Ashby H.B Monk; is Calpers a sovereign wealth fund? ; op.cit; p05.

3- الصناديق السيادية والديون العمومية: لا تمتلك الصناديق السيادية قوة الدين، ولا تطالب بمستحققاتها على المدى القصير، في حين تكتسب الديون العمومية هاته الخاصية، وتوجد لديها فترات استحقاق معينة، كما لا تسعى استراتيجيات صناديق الثروة السيادية إلى تكوين أصول من تراكم الديون الداخلية أو الخارجية، وفي بعض التجارب يعد تكوين الأصول من الديون أمر غير مقبول بنص قانوني صريح في التشريعات المنظمة للصندوق، ويتعدى في بعض الحالات إلى تدوين ذلك في الدستور الوطني.

4- الصناديق السيادية والمؤسسات العمومية: الصناديق السيادية صناديق استثمار تسعى إلى تحقيق عوائد مالية، من استثمار الأصول سواء على المستوى المحلي أو الأجنبي، في حين تأخذ الشركات العمومية شكل وخصائص الشركات التجارية، مثل إنتاج السلع والخدمات وتسويقها وبيعها، وتخضع في أحكامها إلى القوانين التجارية، وإلى ميكانيزمات العرض والطلب، في حين لا تختص الصناديق السيادية في الإنتاج، ولا تأخذ شكل الشركات التجارية ولا تحتكم بأحكامها وقوانينها.

5- الصناديق السيادية والشركات الخاصة: تسعى صناديق الثروة السيادية إلى تحقيق عوائد مالية وأغراض اقتصادية كلية في الآجال الطويلة زمنياً، في حين تهدف الشركات الاستثمارية الخاصة إلى تحمل قدر أكبر من المخاطر المالية، لتحقيق أعظم ربح في أقل فترة زمنية ممكنة، كما لا تفرض صناديق الثروة السيادية قيوداً على الدولة المضيفة لاستثماراتها، في حين تشترط بعض الاستثمارات الأجنبية المباشرة وغير المباشرة العديد من الالتزامات لضمان ملائمة مناخ الاستثمار المحلي.

6- الصناديق السيادية واحتياطات الصرف: يشار إلى احتياطات الصرف بالأصول المملوكة للدولة من العملات الأجنبية الناتجة عن فوائض الحسابات الجارية، حيث تملك كل دولة في العالم احتياطات من النقد الأجنبي، التي تسمح لها بإدارة السياسة النقدية واستقرار الأسعار على المستوى الداخلي، لكن هناك حد أمثل لمستوى الاحتفاظ باحتياطات الصرف الأجنبية، حتى لا تصبح هذه الأموال في عداد الاكتناز، الذي يضيع على الدولة فرصة استثمارها، وتختلف احتياطات الصرف عن الصناديق السيادية، في أن الأولى تمول من خلال فوائض الحسابات الجارية، في حين أن أصول الصناديق السيادية، يمكن أن تشمل فوائض احتياطات الصرف الزائدة عن المعدلات المقبولة اقتصادياً، بالإضافة إلى موارد أخرى ذكرناها سابقاً، كما أن الفرق الجوهرى بينها يتمحور في أن احتياطات الصرف مملوكة من قبل البنك المركزي، وهي أداة في

يده لمواجهة تغيرات أسعار الصرف والتحكم في معدلات التضخم وتسيير السياسة النقدية في البلاد، في حين أن الصناديق السيادية تهدف إلى تحقيق أغراض اقتصادية كلية مختلفة حسب طبيعة كل نظام اقتصادي⁽¹⁾.

7- الصناديق السيادية وصناديق التحوط: صندوق التحوط (The hedge funds) ونجدها في الكتابات الفرنسية بـ (les fonds de gestion alternative)، وتسمى كذلك بصناديق التغطية أو صناديق التحكيم أو صناديق المضاربة، وتعود تسميتها بصناديق التحوط لاعتمادها الشديد على وسائل الحيلة والحذر في تعاملاتها المالية، وصندوق التحوط هو صندوق استثمار يضم عدداً كبيراً من المستثمرين الأثرياء، باشتراكات مالية عادة ما تكون ضخمة، تتراوح من نصف مليون إلى مليون دولار كحد أدنى.

حيث تدار هاته الصناديق من قبل مديرين تنفيذيين يحصلون على مكافآت مالية معتبرة، نظير إدارتهم للمحافظ الاستثمارية^(*)، كما يقومون باستثمارات في الأوراق المالية والمتاجرة في الأسهم طويلة الأجل، من خلال شراء أسهم يتوقع أن يرتفع سعرها في المستقبل، وأسهم قصيرة الأجل أو البيع على المكشوف (Short selling)، وهذا ببيع أسهم يتوقع أن ينخفض سعرها ليعاد شراؤها فيما بعد بالسعر المنخفض، وتسعى صناديق التحوط إلى تحقيق أقصى ربح، دون الأخذ بعين الاعتبار ما يحدث من تقلبات في الأسواق المالية العالمية، وتقوم إستراتيجية الاستثمار في صناديق التحوط على الأسس التالية:⁽²⁾

- ❖ التحرك وفق حركة الأسواق صعوداً وهبوطاً وعلى ميول المستثمرين في السوق وعلى رغبتهم في الشراء والبيع؛
- ❖ الاعتماد على الأحداث الجارية في بناء استراتيجياتها الاستثمارية المستقبلية والاستفادة من تقلبات الأسعار؛
- ❖ بناء إستراتيجية الاستثمار على قواعد التحكيم والمراجعة؛

(1) Ivan odonnat ; les conditions d'une contribution positive des fonds souverains à l'économie mondiale ; trésor-éco; n°28 ; France janvier 2008; p01.

(2) زغيب شهرزاد ولياء عماني: الأزمة المالية: من المتسبب ومن المتضرر؟ مؤتمر الأزمة المالية الدولية: تباطؤ الاقتصاد العالمي وآثاره على الاقتصاديات الأوروبية، جامعة بجاية، الجزائر يومي 11 و12 أكتوبر 2009، ص09.

(*) افترضت صناديق التحوط في الفترة التي سبقت الأزمة المالية العالمية ملايين الدولارات من اليابان لتقوم باستثمارها في البرازيل وتركيا نظراً لأسعار الفائدة المنخفضة، وبهذا فقد جنت أرباح طائلة في ظل انخفاض الين الياباني، غير أن نشوء الأزمة فرضت على هاته الصناديق خسائر هامة جداً ولقدتها جزءاً كبيراً من رؤوس أموالها الاستثمارية.

وقد أنشأ أول صندوق تحوط في العالم سنة 1949 على يد عالم الاجتماع (الفريد وينسلو جونز)، من خلال مقاله المتعلق بـ « أحدث الوسائل المستخدمة في تحليل أداء الأسواق المالية والتنبؤ بتطوراتها » لحساب مجلة (فورتشن)، حيث أوجد من خلاله آلية جديدة يمكنها أن تحقق عائداً تفوق تلك التي يعتمد عليها باقي المحترفون في الأسواق المالية العالمية، وقد ارتفع عدد صناديق التحوط في الوقت الراهن بشكل كبير، وأصبحت من بين أسرع الأدوات المالية نمواً على المستوى العالمي، وتقترب صناديق التحوط من صناديق الثروة السيادية في كونهما صناديق استثمار، ويمارسان ضباية كبيرة حول المعلومات المتعلقة بالأهداف واستراتيجيات الاستثمار وتركيبه أصولهما... الخ⁽¹⁾.

غير أنهما يختلفان في ملكية الصندوق السيادي التابع للدولة (السلطة الحاكمة)⁽²⁾ وصندوق التحوط الذي تعود ملكيته إلى مجموعة كبيرة من المستثمرين، كما أن مدة استثمار صناديق التحوط قصيرة، ولا تخضع لأي عمليات تسجيل في دائرة الأجهزة الرقابية، ومراقبة فقط من قبل أشخاص خواص، باعتبارها عملية شراكة تتم ما بين المستثمر والجهة التي تقوم بإدارة الصندوق، في حين أن صناديق الثروة السيادية في العديد من الأمثلة، تخضع لرقابة صارمة من مجالس إدارتها ومن قبل الهيئات الرقابية الوزارية والحكومية في الدولة كما أن مالكي صناديق التحوط يديرون استثماراتهم لحساباتهم الشخصية، في حين أن مسؤولي الصناديق السيادية يديرون استثماراتهم لفائدة الدولة، كما تسعى صناديق التحوط إلى اقتناص الفرص المتاحة للاستثمار، وتحقيق الفائدة في أقل زمن ممكن، عكس الصناديق السيادية التي تطمح إلى خلق الثروة وتنويع الاقتصاد لفترات زمنية طويلة، كما أن الصناديق السيادية تتميز بمخاطرة أقل (إستراتيجية أقل هجومية)⁽³⁾ مقارنة بصناديق التحوط.

ويختلفان كذلك في الشق القانوني والتشريعي الذي يحكم كل نوع منهما، بالإضافة إلى محدودية عدد الصناديق السيادية مقابل عدد صناديق التحوط، وللإشارة فقد استثمرت بعض صناديق الثروة السيادية في صناديق التحوط مثل شركة دبي

(1) Lorenzi Jean-Hervé et Trainar Philippe : « Les nouveaux acteurs de la finance » , Regards croisés sur l'économie, France 2008/1n° 3, p. 20-28. DOI : 10.3917/RCE.003.0020 ; <http://www.cairn.info/revue-regards-croises-sur-l-economie-2008-1-p20.htm> ; P 21.

(2) زايري بلقاسم، دور صناديق الثروة السيادية في تطوير التمويل الإسلامي في ظل تطورات الاقتصاد السياسي الخليجي، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، حكومة أبو ظبي، منتدى فقه الاقتصاد الإسلامي 2015، ص10.

(3) بوعتروس عبد الحق، الاستراتيجيات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية (دراسة تحليلية)، مجلة العلوم الإدارية والقانونية، العدد التاسع والعاشر، جامعة عدن، ديسمبر 2012.

للاستثمار (ICD) التي اشترت نسبة مقدارها 51.4% في شركة (och ziff) وشركة الاستثمار الحكومي في سنغافورة التي استثمرت في شركة (Rosen real estate securities)⁽¹⁾.

8- الصناديق السيادية وصناديق الاستثمار الخاصة: تقترب صناديق الاستثمار الخاصة (Private equity funds)

من صناديق الثروة السيادية، في كونها صناديق استثمار عالمية، وهناك بعض الصناديق السيادية التي تستثمر جزءاً من أصولها في شركات المساهمات الخاصة، كاستثمار جهاز أبو ظبي للاستثمار بشراء حوالي 9% من مؤسسة (Apollo management) ونسبة 20% في شركة (Ares Management)⁽²⁾، وشراء صندوق مبادلة حوالي 7,5% في شركة (Carlyle) واستحواذ صندوق (CIC) على حصة تقدر بـ 9.9% في مؤسسة (Blackstone) في الولايات المتحدة الأمريكية⁽³⁾، وتختلف شركات المساهمات الخاصة عن صناديق الثروة السيادية، في أن الأولى صناديق مملوكة ومدارة ومراقبة من قبل الخواص، في حين أن ملكية الثانية إنما تعود إلى الدولة بصفة كاملة، والرقابة عليها توكل إلى أجهزة الدولة المختلفة كما أن شركات المساهمات الخاصة تهدف إلى الاستثمار، بحجم عوائد مرتفع نوعاً ما يتراوح في الغالب من 15 إلى 25%، بينما تهدف الصناديق السيادية إلى الحصول من استثماراتها على هامش يقدر من 5 إلى 15%⁽⁴⁾، وتعتمد شركات المساهمات الخاصة على تخفيض نسبة الأموال المملوكة في استثماراتها، وتجمع حصة هامة من رأسمالها من عمليات الاقتراض، كما تسعى إلى امتلاك حصة للتصويت في إدارة المؤسسات التي تشترك في حصصها، بينما تحرم الصناديق السيادية الاقتراض لرفع رأس مال الصندوق، كما لا تسعى بأي شكل من الأشكال إلى المساهمة في قرارات مجالس إدارة الشركات.

المطلب الخامس: مبررات إنشاء صناديق الثروة السيادية

إن قيام العديد من الدول بالتدافع نحو تشكيل صناديق للثروة السيادية، يحتفظ من خلالها بجزء هام من ثروتها المالية للتحوط من تقلبات الأسواق وللحفاظ على الثروة للأجيال القادمة، له مبرراته التي تختلف ما بين الصناديق ذات الأصل الربعي، والصناديق المكونة من تراكم احتياطات الصرف الأجنبي (الصناديق الآسيوية مثلاً)، ومن بين هذه المبررات نجد:

(1) Caroline Bertin delacour; les fonds souverains; op.cit.; p 51.

(2) Bertrand Blancheton, Yves Jegourel, "Les fonds souverains; Op.cit. ; p08.

(3) Caroline Bertin delacour ; les fonds souverains ; op.cit. ; p 51.

(4) ibid.; P 67.

1- تفادي المستقبل المجهول لمورد الأصل الناضب: وهذا من أجل تخطي المخاوف المترتبة عن النضوب

الطبيعي أو غير الطبيعي للأصل الناضب، المتمثل بصفة أساسية في النفط والغاز الطبيعي أو المعادن...⁽¹⁾.

بحيث أن لكل منبع أرضي زمن للزوال وفترة محدودة للنفاد، كما أن العمر النسبي للنضوب الطبيعي الناجم عن نفاذ مخزون البئر، أو غير الطبيعي الحاصل بسبب الإنضاب المستمر والاستخراج الدائم لاحتياطي البترول في البئر، أو على الأقل ارتفاع حجم الاستخراج عبر الزمن، مما يقلص من الاحتياطي المؤكد وفترة الاستغلال، الأمر الذي يدفع الدولة إلى التفكير بإنشاء بديل لهذا المورد، يتمثل في صندوق سيادي يضمن استقرار العوائد من الصدمات والمحافظة على الثروة لفائدة الأجيال القادمة، وهذا لأقصى جيل ممكن الوصول إليه، وعليه فمن المفروض أن تكون الدول ذات العمر النسبي القصير للنضوب أكثر اندفاعاً وأكثر جرأة على إنشاء صناديق الثروة السيادية، مقارنة بالدول الأخرى ذات العمر الافتراضي الأطول للنضوب، هذا دون احتساب إمكانيات زيادة العمر النسبي للنضوب من خلال عمليات الاكتشاف، وزيادة كفاءة البحث والتنقيب وتطوير الاحتياطيات، أي أن الفرضيات السابقة تعتمد على الاحتياطيات المؤكدة فعلياً من الموارد الطبيعية، وهذا أسوأ سيناريو يمكن الاعتماد عليه، وفي هذا السياق يؤكد رئيس الوزراء النرويجي السابق (ينس شتولتنبرج) هذا التوجه الرامي لاستبدال المورد الناضب بصندوق سيادي، من خلال الكلمة التي ألقاها في جامعة هارفارد، حيث قال « نحن نعاني من توفر مستويات عالية جداً من الدخل المؤقت الناتج عن الموارد الطبيعية، وهناك العديد من دول العالم التي تواجه التحدي ذاته، وهذا يعني أن هناك خطر من لعنة النفط، فلا بد أن النرويج معرضة لذلك الخطر، لكننا في الواقع تمكنا من تفادي هذا الخطر، ونجحنا في تحويل قطاع النفط إلى نعمة بدل نقمة»⁽²⁾.

(1) Helmut Reisen; comment reconvertir ressources et revenus : du bon usage des fonds souverains; centre de développement de l'OCDE; cahier de politique économique n° 38 ; OCDE ; France 2008 ; p08.

(2) جريدة عالم الطاقة، الحكمة الاقتصادية النرويج أمودجاً، نافذة على قطاع الطاقة، العدد الرابع، أبو ظبي يناير 2014، ص09، متوفرة على الموقع الإلكتروني <http://www.taqaqlobal.com>

جدول رقم (04): تقديرات منظمة الأوبك للنفط والغاز لسنة 2017

الدولة	الاحتياطيات المؤكدة من النفط مليار برميل نهاية السنة	الاحتياطيات المؤكدة من الغاز الطبيعي مليار ³	اكتشاف النفط	اكتشاف الغاز	إنتاج النفط الخام ألف برميل/ يومياً	الغاز المسوق مليار م ³	إنتاج النفط/ الاحتياطيات %	النضوب المفترض للنفط بالسنة	سنة تأسيس الصندوق السيادي
الإمارات	97.8	6091	0	0	3088.9	61.1	1,14	87,9	1976
الجزائر	12.2	4504	17	16	1146	95.0	3,38	29,6	2000
السعودية	266.2	8619	0	0	10460.2	110.9	1,41	70,7	2008
العراق	148.4	3694	1	0	4164.0	10.9	1,01	99,0	2003
قطر	25.2	24073	0	0	582.0	171.6	0,83	120,3	2005
الكويت	101.5	1784	4	0	2898.0	17.3	1,03	97,3	1953
ليبيا	48.4	1505	0	0	390.2	15.6	0,29	344,6	2006

المصدر: من إعداد الطالب اعتماداً إلى تقرير منظمة الأقطار العربية المصدرة للبترو أوبك، التقرير الإحصائي السنوي 2017، ص38/08. على الرابط: <http://www.oapecorg.org/ar/Home/Publications/Reports/Annual-Statistical-> report أطلع عليه يوم 21 ماي 2018.

نلاحظ أن الدول العربية السبعة المذكورة في الجدول أعلاه، تتميز بوفرة في مادي النفط الخام والغاز الطبيعي، وتنتج النفط سواء للاستهلاك الداخلي أو للتصدير في حدود واحد بالمائة، ماعدا الجزائر التي تنتج هذه المادة بأكثر من ثلاثة بالمائة وهي نسبة أعلى مقارنة بالدول الأخرى، في الوقت الذي نجدها أقل الدول من ناحية الاحتياطيات المؤكدة من النفط الخام والمقدرة نهاية سنة 2017 بـ 12.2 مليار برميل، ولذلك فإن العمر الافتراضي لنضوب المورد النفطي في الجزائر يبقى قريب من الناحية الزمنية.

فإذا افترضنا ثبات عدد الاكتشافات الجديدة لحقول النفط، وثبات حصة الإنتاج اليومي بـ 3.38% نسبة إلى الاحتياطيات المؤكدة من النفط، وهو أمر غير محتمل في ظل تزايد حاجة الدولة للرفع من حصيلة الإيرادات، ومتطلبات إعادة التوازن في ظل تراجع أسعار النفط، وعدم القدرة على رفع السعر من خلال نظام الحصص المعتمد من قبل منظمة أوبك، فإن الجزائر ستفقد مصدرها البترولي بعد 29.6 سنة، ولذلك فإن إنشاء صندوق سيادي للجزائر هي خطوة في غاية الأهمية لتعويض مداخيل المصدر الناضب.

2- تفادي الآثار السلبية لارتفاع إيرادات الثروة الطبيعية: حيث يؤدي في بعض الحالات ارتفاع الفوائض

المالية المتأتية من صادرات الثروات الطبيعية إلى ارتفاع معدلات التضخم، الناتج عن التوسع في الإنفاق الحكومي، وإهمال عنصر العمل وصعوبة خلق الثروة، مما يعمل على تحطيم القيمة المضافة للاقتصاد خارج الربح.

كما يسبب ارتفاع إيرادات الثروات الطبيعية إلى حدوث ما يسمى بـ "المرض الهولندي"، الذي يطلق على الحالة التي تنتج عن الزيادة في استغلال الموارد وخاصة النفط والغاز الطبيعي على باقي القطاعات الاقتصادية الأخرى.

ويعبر المرض الهولندي على زيادة في إيرادات الموارد الطبيعية، مما يسمح بارتفاع قيمة العملة المحلية مقارنة بالعملات الأجنبية، مما يؤثر على تنافسية القطاع الصناعي والتأثير على سعر المنتجات الصناعية المحلية التي تصبح أعلى مقارنة بالخارج، وبذلك تفقد تنافسيته ويفقد القطاع الصناعي والزراعي دوره في الحياة الاقتصادية وفي تكوين الناتج الداخلي الخام⁽¹⁾.

كما يشير المرض الهولندي إلى الظاهرة التي تربط ما بين استغلال الموارد الطبيعية وتنافسية القطاع الصناعي، التي تنجم عن زيادة التدفقات الواردة من العملات الأجنبية نتيجة صادرات المواد الأولية، مما يؤدي إلى زيادة أسعار صرف العملة المحلية، والتأثير على تنافسية الصناعات الداخلية خارجياً، وبهذه الدورة تضعف الصادرات الصافية والصناعات المرتبطة بها⁽²⁾.

والمرض الهولندي هو الظاهرة التي تنشأ في الدول الغنية بالموارد الأولية والتي تعجز عن خلق النمو، حيث أدت الزيادة في عوائد القطاع الأولي في هولندا، دون غيره من القطاعات الأخرى إلى ارتفاع قيمة العملة الوطنية (Florin) في الفترة (1970-1980) إلى حوالي 25 بالمائة، مقابل العملات الأوروبية الأخرى مثل العملة الألمانية (Deutsch mark) سابقاً، مما أضعف من تنافسية القطاع الصناعي والزراعي في هذه الدولة، بالشكل الذي زاد من حدة البطالة ونتج عنه مشاكل اقتصادية وخيمة⁽³⁾.

3- محدودية الطاقة الاستيعابية للاقتصاد الوطني: يقصد بمحدودية الطاقة الاستيعابية للاقتصاد الوطني، عدم

وجود نطاق واسع لوسائل الإنتاج، سواء ما يرتبط بالموارد الطبيعي أو المورد البشري أو العامل الرأسمالي أو التنظيم والكفاءات

(1) Helene Raymond; les fonds souverains; op.cit; p80.

(2) أودايرداس وآخرون، اقتصاديات صناديق الثروة السيادية قضايا لصناع القرار، الطبعة العربية، صندوق النقد الدولي 2010، ص60.

(3) Samia Buisine, Benoit Jourjon, Benoît malapert ; Les fonds souverains, Paris : Presses des Mines, collection Libres opinions, Paris 2012 ; p18.

وعليه يصبح للبلدان التي تتميز بطاقة استيعابية ضعيفة ومن محدودة المساحة وعدد السكان، الدافع الأكبر لإنشاء صندوق سيادي، وهذا لعدم قدرتها على استغلال هذه الفوائض المالية المتأتية من صادرات السلع الأساسية أو فوائض ميزان المدفوعات، وعليه يساعدها تشكيل صندوق ثروة سيادي على استخدام مخزونات العملات الأجنبية الفائضة، بالشكل الذي يفوق معدلات الآمان لأسعار الصرف، ومطلوبات الدين الخارجي ومستلزمات التجارة الخارجية، ومن بين هذه الدول نذكر على سبيل المثال لا الحصر البحرين وقطر اللتان تمتلكان موارد رأسمالية ضخمة، إلا أنه تفتقران إلى المساحة المطلوبة واليد العاملة المؤهلة، مما يدعو إلى تحويل الموارد الرأسمالية التي تحصل عليها من صادرات الموارد الطبيعية إلى صندوق ثروة سيادي، ويجدر بنا الإشارة في هذا الصدد إلى أن محدودية الطاقة الاستيعابية للاقتصاد الوطني، تطرح مشكل عدم إمكانية تنويع قاعدة الاقتصاد الوطني، إلا أنه هناك بعض الدراسات التي تلغي هذا العامل، لكونه يتغير باستمرار مع تغير الحياة الاقتصادية، بحيث يمكن للدولة أن تتمتع في ظروف معينة بزيادة في القدرات وفي طاقة وكفاءة اقتصادها، وكذا من المحتمل أن تتغير منهجية الدولة بتغير نماذج النمو الاقتصادي ومتطلباتها المختلفة، غير أننا نرى أن العامل المرتبط بقدررة الدولة على مضاعفة الطاقة الاستيعابية للاقتصاد الوطني في الغالب لا يتغير على المدى المتوسط، وهذا ما نلاحظه في العديد من الأقطار العربية التي لا تزال غير قادرة على خلق بيئة للاستثمار⁽¹⁾.

4- محاولة جلب التكنولوجيا الحديثة: من بين إيجابيات استثمارات صناديق الثروة السيادية سواء في الخارج، أو من خلال الشراكة الأجنبية على المستوى الداخلي، هو جلب التكنولوجيا الحديثة والمتطورة إلى الدولة الأم، من خلال عمليات المحاكاة للنشاطات الاستثمارية الدولية، ونقل المعارف والخبرات منها، فمثلاً يمكن لصندوق سيادي يمتلك قدر معين من الحصص في شركات غربية متطورة، أن يطلع عن قرب عن جميع التنظيمات والترتيبات التي تنشط وفقها هذه الشركات، وكيفية إدارتها وتسييرها للمشاريع والنظم الخاصة.

كما يمكن للصندوق السيادي أن يعمل على جذب هذه الشركات للقيام باستثمارات محلية في الدولة التي تمتلكها، ما يمكنها من جلب مهارات مختلفة وإطلاع آلاف الموظفين والعمال على ذلك، ولهذا كان العامل التقني أحد الأسباب الرئيسة

(1) شعبان فرج ومريم دباغي، صناديق الثروة السيادية ومساهمتها في رسم المشهد المالي العالمي، الملتقى الدولي الثالث حول موقع صناديق الثروة السيادية ضمن النظام المالي العالمي ودورها في تحقيق الاستقرار، جامعة خميس مليانة، يومي 29 و30 أفريل 2015، ص 06.

في توحس الدول الغربية من محاولات الصناديق السيادية من تحويل التكنولوجيا⁽¹⁾ الحساسة وذات التقنيات الحصرية والعالية إلى بلدانها الأم، وبذلك تفقد الدول الغربية احتكارها لهاته القطاعات⁽²⁾.

غير أن نقل التكنولوجيا كأحد مبررات إنشاء صندوق الثروة السيادية ليس بالأمر المتاح للجميع، حيث يشير تقرير صادر عن منظمة التنمية والتعاون الاقتصادي في شهر أبريل 2014 أن نقل المعرفة والتكنولوجيا الحديثة من الدول المتقدمة إلى الدول الناشئة الأخرى عبر قناة الصناديق السيادية، يتطلب جاهزية المناخ المحلي للتعاطي معها، وارتفاع مستوى الحدثة التي تتميز به الدول المالكة للصندوق السيادي⁽³⁾.

وهو أمر حتمي وطبيعي حيث أن ضخامة الفجوة التكنولوجية بين الشركات الأجنبية المتقدمة ونظيرتها الوطنية، سيحول دون ذلك، فمثلاً سيكون من الصعب أن يتم نقل تكنولوجيا صناعة السيارات من شركة (Ferrari) إلى الإمارات العربية المتحدة نظير قيام صندوق مبادلة بالاستثمار في عملاق صناعة السيارات الأمريكي، أو الحصول على التقنيات المتقدمة في مجال النفط بسبب قيام هيئة الاستثمار الكويتية بشراء حصة تقدر بـ 2.5% في الشركة العالمية للنفط بريتش بتروليوم، من جراء الفرق الكبير في مستوى التكنولوجيا المستخدمة في قطاع الطاقة في الكويت والشركة البريطانية من جهة، ومن جهة أخرى لعدم السماح بذلك من قبل المؤسسة في حد ذاتها.

ويبقى إنشاء صندوق ثروة سيادي بالنسبة للعديد من الدول من بين أصعب القرارات، نظراً لكونه يتطلب المفاضلة بين مجموعة من الخيارات المختلفة، اعتماداً على الإجابة على الأسئلة التالية:

(1) Helmut Reisen; comment reconvertir ressources et revenus : du bon usage des fonds souverains; op.cit.; p05.

(2) Helmut Reisen; fonds souverains et économie du développement; op.Cit; p27.

(3) تقرير منظمة التنمية والتعاون الاقتصادي، قطاع الموارد الطبيعية، استعراض وتحديد فرص التجارة والتنمية القائمتين على السلع الأساسية، جنيف 09-10 نيسان أبريل 2014، ص06 (TOL/B/C-I/MEM.2/26).

جدول رقم (05): مصفوفة الاختيارات المتاحة لاستخدام الفوائض المالية للدول الريفية

الملاحظات	السؤال
وهنا يتم الاختيار بين فرصة استخدام الموارد الطبيعية والاستفادة من إيراداتها في الوقت الراهن من جانب، وهدر ثروة الأجيال المستقبلية من جانب آخر، أو الاحتفاظ بالثروة للمستقبل مع الالتزام بالبحث عن البدائل، وهذا الموضوع مرتبط بالإدارة المثلى للموارد عبر الزمن، وفي هذا الشأن تعد نظرية (هوتلينغ سولو) من بين أهم القواعد العلمية المستخدمة.	ما هو حجم الموارد الطبيعية التي سيتم استخدامها؟
بحيث يتوجب على واضعو السياسات الاقتصادية دراسة الحجم الأمثل للدخار الوطني الممكن القيام به في الآجال الطويلة والمتوسطة.	ما هو حجم الادخار الواجب؟
يتم دراسة فرص الاستثمار في الداخل وقيام صناعة محلية مع تحمل تكلفة البناء والتشييد، أو الاستثمار في الخارج والاستفادة من فرص التنوع وتحمل مخاطر الأسواق الخارجية وتنافسيتها وقوانين البلد المضيف.	هل سيتم الاستثمار في الداخل أو في الأسواق الخارجية؟
استخدام الفوائض في تخفيض الدين العام أو في عمليات الاستثمار الخارجي؟	استخدام الفوائض في تخفيض الدين العام أو في عمليات الاستثمار الخارجي؟

Source : Helmut Reisen; fonds souverains et économie du développement ; op.cit ; p28.

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه، أن الدول الغنية بالموارد الطبيعية أمام العديد من التحديات، وتتخذ مجموعة من القرارات التي يكون تأثيراتها الاقتصادية بالغة، إذا لم يتم دراستها بشكل دقيق، حيث يتم المفاضلة بين الاستخدام الآني للموارد، واستغلال فرصة ارتفاع الأسعار وتطور الإيرادات، مع إنضاب الأصل الطبيعي من جهة أخرى، أو عدم استغلال الموارد والتفكير في طرق وأساليب التنوع الاقتصادي التي تبقى صعبة جداً .

كما يمكن أن يكون لدى هذه الدول إمكانية استخراج الموارد الطبيعية، وبيعها في الأسواق من أجل ادخار أصولها للأجيال المستقبلية، لكن يبقى الإشكال المطروح في تغطية النفقات الحالية، كما يمكن استثمار هذه العائدات إما في الداخل مع قلة الفرص ومحدودية السوق المحلي، أو الاستثمار في الخارج مع تقبل مستوى معين من المخاطر، أو أن تستعمل هذه الدول الموارد في تصفية الدين العام، لكن ينظر إلى هذا الخيار من وجهة نظر نقدية في إمكانية استغلال فوائد استثمار إيرادات الموارد الطبيعية بدلاً من استخدام الأصل المالي في حد ذاته.

المبحث الثاني: كرنولوجيا الصناديق السيادية وتطوراتها

تعتبر الصناديق السيادية محل الدراسة بالظاهرة القديمة الحديثة، فكونها قديمة إنما مرده إلى مرور أكثر من ستون سنة على تأسيس أول صندوق سيادي في العالم، وأنها ظاهرة حديثة في ذات الوقت لأنها لم تشغل الرأي العام المختص وغير المختص سوى في السنوات القليلة الماضية.

المطلب الأول: نشأة صناديق الثروة السيادية

ظهرت صناديق الثروة السيادية في بادئ الأمر في الكويت سنة 1953، قبل أن تنال استقلالها التام عن دولة بريطانيا سنة 1961، حيث أنشأت الكويت صندوق سمي بـ (Kuwait investment board) كمقترح أعدته السلطات الحكومية في لندن، وقد اعتمد في تكوين هذا الصندوق على تحويل جزء من الإيرادات المحققة من صادرات النفط المكتشف في البلاد آنذاك، حيث تطور هذا الصندوق ليصبح في الوقت الراهن من بين أغنى الصناديق في العالم، بحجم أصول وصل إلى 524 مليار دولار شهر جويلية 2018.

وقد تتالت بعدها عمليات التأسيس لصناديق الثروة السيادية الأخرى ولكن بشكل محتشم نوعاً ما، وكان أول صندوق سيادي غير نفطي قد أسس في دولة سنغافورة عام 1981، يهدف إلى إدارة وتسيير فوائض الاحتياطات الأجنبية الرسمية لسنغافورة، حيث أطلق على هذا الصندوق اسم "شركة استثمار حكومة سنغافورة"⁽¹⁾، من جهة أخرى يعود المصطلح المتداول الساعة لصناديق الثروة السيادية إلى الاقتصادي الروسي (Andrew Rozanov) من خلال مقاله المنشور في مجلة (the central banking journal) بعنوان "من ذا الذي يحمل ثروة الأمم؟" المنشور في سنة 2005، في إشارة منه إلى ظهور لاعب جديد في الساحة المالية العالمية، ذو وزن وأهمية إستراتيجية في إحداث التوازنات المالية العميقة⁽²⁾، والغريب في الأمر أن المصطلح يفصله عن نشوء الظاهرة حوالي خمسون سنة، مما يسمح لنا بتأكيد افتراضنا بأن الظاهرة قديمة وحديثة في

(1) Matouk Jean ; De la souveraineté financière ; op.cit ; p 67. Sur http://www.persee.fr/doc/ecofi_0987-3368_2009_hos_9_1_5417.

(2) Andrew Rozanov; who holds the wealth of nations? State global advisors SSGA; august 2005; p01; at http://www.ssga.com/library/esps/Who_Holds_Wealth_of_Nations_Andrew_Rozanov_8.15.05REVCCRI1145995576.pdf.

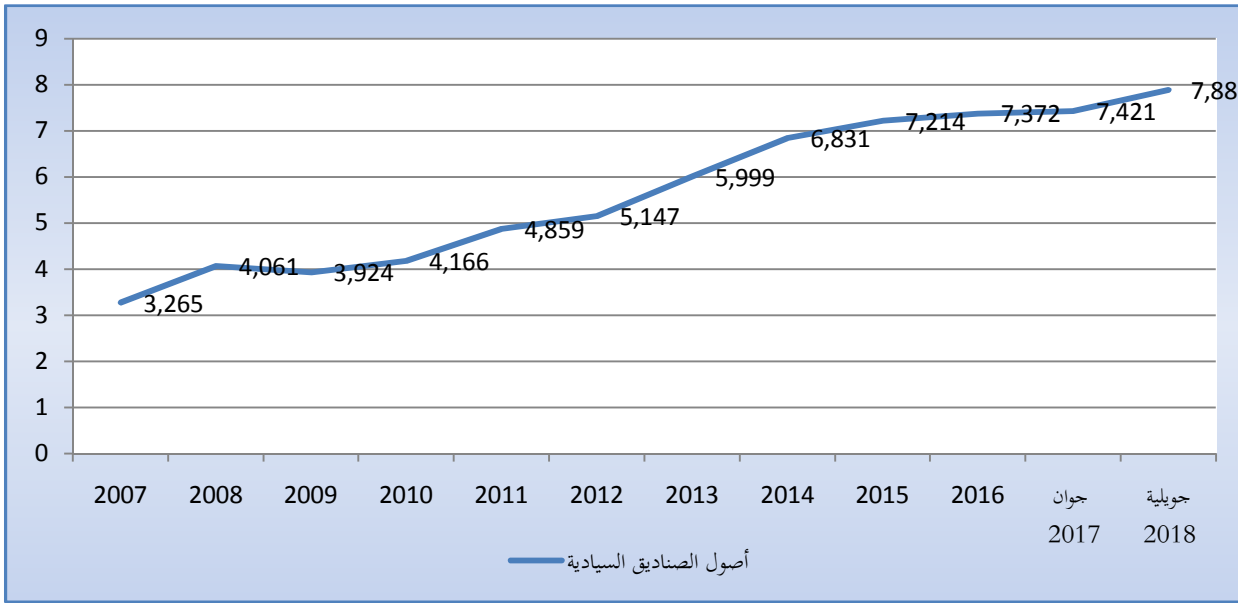
نفس الوقت، ويمكننا القول أن المصطلح مناسب جداً للتعبير عن أملاك الدول السيادية بالمعنى القانوني، غير أن الاختلافات وقعت مع تصنيفات الصناديق الجديدة، التي لم تراعي دقة مصطلح الصناديق السيادية في حد ذاته الأمر الذي أفاض سيلاً من النقاشات والدراسات في الندوات والصحف والكتابات، التي توسعت مرة وضافت مرة أخرى في تفسيرها للظاهرة، كما تعددت المصطلحات المرادفة للصناديق السيادية، حيث نجد صناديق الحكومة، الصناديق النفطية، صناديق الثروة السيادية، صناديق الاستقرار...

جدول رقم (06): مراحل ظهور صناديق الثروة السيادية في العالم للفترة (1953-2016)

المرحلة	التعليق
المرحلة الأولى 1970-1953	انطلقت هذه المرحلة منذ إنشاء أول صندوق سيادي إلى غاية سنة 1970، عرفت هذه المرحلة ظهور ثلاثة صناديق سيادية وهي الكويت سنة 1953، الصندوق الكيريباتي (جزر جلبرت سابقاً) سنة 1956 لإدارة احتياطات الدولة من صادرات الفوسفات، صندوق نيو مكسيكو الذي أسس سنة 1958.
المرحلة الثانية 1971-1999	تمتد هذه الفترة من سنة 1971 إلى غاية سنة 1999 ظهرت فيها مجموعة من الصناديق السيادية من قبل الدول النفطية كالإمارات العربية المتحدة، تزامناً مع الصدمة النفطية الأولى لسنة 1973 وارتفاع أسعار النفط في الأسواق العالمية، كما شهدت الفترة إنشاء بعض الصناديق ذات الوزن الاقتصادي الهام مثل سنغافورة (Temasek) سنة 1974 و(GSIC) سنة 1981 وجهاز أبو ظبي للاستثمار (ADIA) في 1976 و جهاز (IPIC) في سنة 1981، والصندوق السيادي في النرويج سنة 1990 تحت مسمى (global Government pension fund) للاحتفاظ بجزء من الثروة الناتجة عن صادرات النفط والغاز المكتشف في بحر الشمال للأجيال المستقبلية، كما أنشأت الصين الصندوق السيادي المعروف بـ (SAFE) سنة 1997.
المرحلة الثالثة 2000-2016	وهي المرحلة الثالثة الممتدة من سنة 2000 إلى غاية يومنا هذا، أنشأت خلالها الدول الناشئة صناديق سيادية مثل البرازيل، فنزويلا، ليبيا، استراليا، العراق، الجزائر، الشيلي، والمملكة العربية السعودية التي تأخرت في إنشاء صندوق سيادي رغم أنها معروفة باحتياطياتها الضخمة من البترول، إلا أنها انتظرت حتى تاريخ أبريل 2008 وأنشأت صندوق (SAMA) كما عرفت هذه الفترة ظهور بعض الصناديق في أوروبا كإيرلندا سنة 2001، فرنسا وإيطاليا في سنة 2011، الصندوق السيادي للأجيال المستقبلية في لوكسمبورغ، والصندوق المكسيكي للبترول سنة 2014، الصندوق التركي المؤسس سنة 2016.

المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على: (Alain demarolle; op.cit ; p06.)

شكل رقم (04): تطورات أصول الصناديق السيادية للفترة (2007-2018) الوحدة: تريليون دولار



المصدر: بيانات معهد الصناديق السيادية على الرابط: أطلع عليه يوم 06 جويلية 2018 على الساعة 23.57. ³

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

نلاحظ أن موجودات الصناديق السيادية تتخذ نسقاً تصاعدياً، حيث ارتفعت أصولها من 3.265 تريليون دولار في سبتمبر 2007 لتصل إلى أكثر من 7.880 تريليون دولار خلال شهر جويلية 2018، كما تشير آخر الإحصائيات المقدمة من طرف معهد الصناديق السيادية، وقد انخفضت هذه الأصول بداية سنة 2009 لتصل في شهر مارس من نفس السنة إلى 3.924 تريليون دولار بانخفاض قدره 3.49% عن شهر سبتمبر من سنة 2008، وهذا بفعل تداعيات الأزمة المالية العالمية ونتيجة لانهيار البورصات العالمية وتضرر العديد من المؤسسات المالية والاستثمارية الأخرى⁽¹⁾، حيث خسرت صناديق الثروة السيادية مثلها مثل باقي الهيئات الاستثمارية الأخرى و كانت أغلب الخسائر في دول مجلس التعاون الخليجي (GCC) التي شهدت هبوطاً حاداً في قيمة أصولها المالية، وهذا بعدما تدخلت العديد منها لإنقاذ بعض الاقتصاديات الغربية والمساعدة على الخروج من الضائقة المالية التي عرفها العالم، إلا أن تعافي الصناديق السيادية جاء سريعاً، حيث قفزت إلى مستوى 4.166 تريليون دولار في شهر سبتمبر 2010 ثم إلى مستوى 7.880 تريليون دولار في جويلية 2018، وقد ساعدها في ذلك تطورات أسعار النفط في الأسواق الدولية، حيث نلاحظ من الشكل أعلاه أن متوسط الزيادة في

(1) Steffen Kern; Fonds souverains: nouvelles réalités économiques et réponses politiques; op.cit ; p276.

(*) مجلس التعاون الخليجي هو هيئة عربية إقليمية، تأسست في سنة 1981 خلال الاجتماع المنعقد في مدينة أبو ظبي بالإمارات العربية المتحدة، حيث يضم المجلس ستة دول عربية وهي: البحرين، الكويت، قطر، عمان، المملكة العربية السعودية، الإمارات العربية المتحدة.

التراكمات المالية لأصول صناديق الثروة السيادية للفترة الممتدة من سبتمبر 2007 إلى جويلية 2018 بلغ في المتوسط السنوي إلى 384.5 مليار دولار.

المطلب الثاني: سر تعاضم صناديق الثروة السيادية

يعود سبب ارتفاع أصول الصناديق السيادية إلى الاستجابة السريعة والمباشرة لارتفاع تراكمات الموجودات الأجنبية للقطاع الحكومي⁽¹⁾، الأمر الذي زاد في تنامي حجم وأصول عدد معين من صناديق الثروة السيادية، وهي الصناديق التي يطلق عليها بالصناديق الضخمة، على غرار صندوق المعاشات الحكومية العام النرويجي أو الهيئة العامة للاستثمار في الكويت، حيث تمتلك أضخم عشرة صناديق سيادية ما يفوق نسبة 70% من إجمالي الأصول المجمعة للصناديق السيادية التي قدرت سنة 2018 بأكثر من 7.880 تريليون دولار⁽²⁾، حسب آخر إحصائيات المعهد المتخصص لصناديق الثروة السيادية في نيويورك بالولايات المتحدة الأمريكية، ويعود ارتفاع أصول الصناديق السيادية إلى:

❖ الاتجاه المتصاعد للحسابات الجارية والأرصدة الاحتياطية الرسمية في منطقة شرق آسيا، بسبب انتعاش التجارة الخارجية بشكل كبير وغير مسبوق في منطقة آسيا وتحديداً في كل من الصين وسنغافورة، تزامناً مع حدوث إختلالات في اقتصاد الولايات المتحدة الأمريكية، الأمر الذي أدى إلى حدوث عجز موازني بدأ منذ عام 1990، حيث وصلت احتياطات الصرف الأجنبية المملوكة للصين مثلاً إلى حوالي 02 تريليون دولار سنة 2009، وهي قيمة أعلى من مجموع احتياطي الصرف لباقي الدول الناشئة في آسيا، وتعود هذه التراكمات إلى انخفاض قيمة العملة الصينية^(*)، وزيادة تنافسية منتجاتها في الخارج، الأمر الذي ساهم في بناء احتياطات متعاظمة من النقد الأجنبي⁽³⁾، كما ارتفعت احتياطات روسيا من العملات الأجنبية إلى أكثر من 600 مليار دولار منتصف 2008 غير أنها انخفضت سنة 2009 إلى أقل من 450 مليار دولار، تليها

(1) بيانات معهد الصناديق السيادية على الرابط: أطلع عليه يوم 18 جويلية 2018 على الساعة 23.57^س.

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

(2) مظهر محمد صالح، صناديق الثروة السيادية: تقييم أولي لتجربة صندوق تنمية العراق، البنك المركزي العراقي، أيار 2008، ص 01. مقال منشور على

الانترنت على الرابط: <http://www.iraqieconomists.net> أطلع عليه يوم 24 أبريل 2017 على الساعة 21^{هـ}.30.

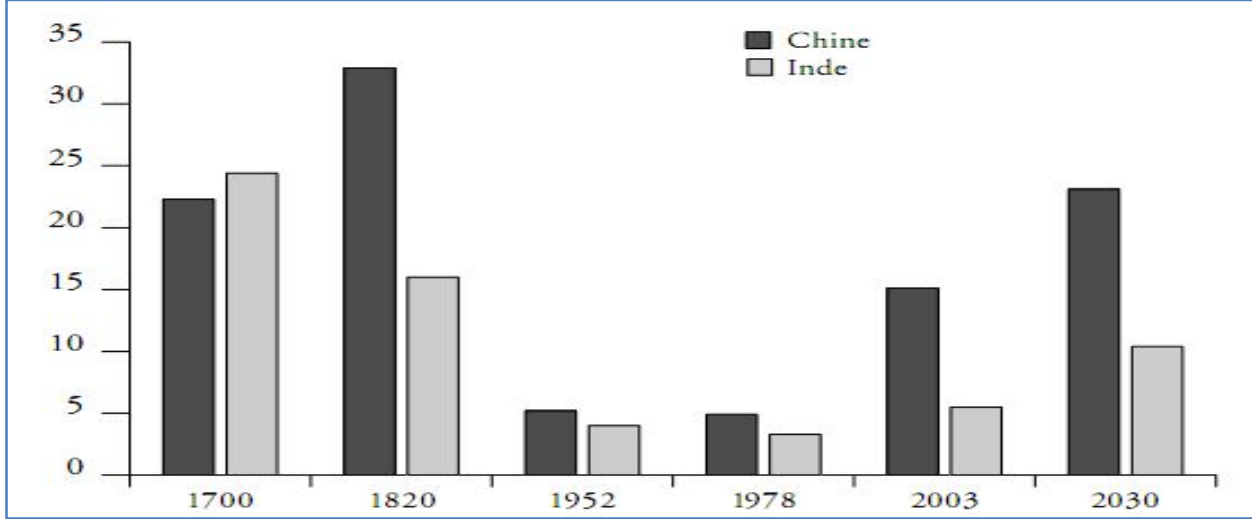
(3) Lee Hudson Teslik; Sovereign Wealth Funds; Council on Foreign Relations. January 28, 2009;

<https://www.cfr.org/backgrounder/sovereign-wealth-funds>; «02-08-2018» à 00^{هـ}.01.

(*) سعر صرف العملة في الصين منخفض ودون مستواه الحقيقي، وهو ما أدى إلى تكوين احتياطات ضخمة من العملات الأجنبية، وتراكم أصول هامة في صناديقها السيادية، وهو الأمر الذي صرح به (هنري بولسون) وزير الخزانة في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 2007، حيث قال أن " العملة الصينية غير متوازنة بشدة ولا تعكس القيمة الحقيقية والاقتصادية لها بشكل فعلي" أنظر (Lee Hudson Teslik; Sovereign Wealth Funds; op.cit)

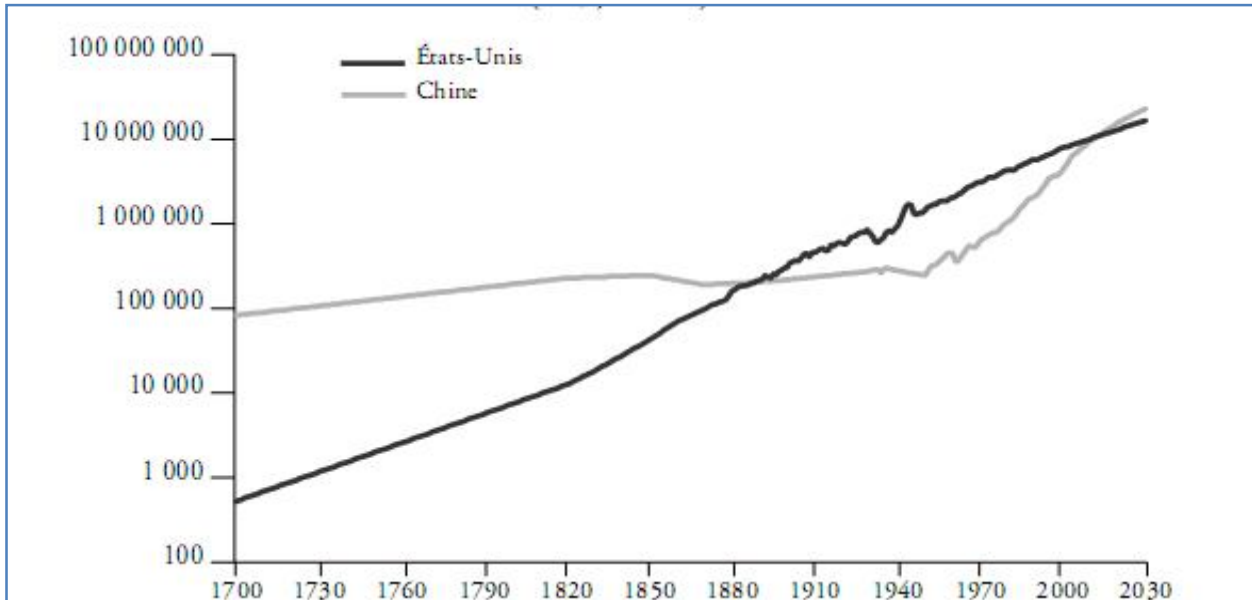
الهند بحوالي 300 مليار دولار نهاية عام 2008⁽¹⁾، وقد سمحت هذه الاحتياطات المتراكمة بداية من سنة 2002، إلى تشكيل صناديق للثروة السيادية، تجمع فيها هذه الأصول الضخمة التي يتم استثمارها في الأسواق الخارجية فيما بعد.

شكل رقم (05): تطور حصة الصين والهند من الناتج الداخلي الخام العالمي الوحدة (%)



Source: Javier Santiso ; les fonds souverains: des acteurs clés dans La nouvelle géographie des richesses; revue d'économie financière. Hors-série, 2009. Les fonds souverains : numéro hors-série 2009; p318.

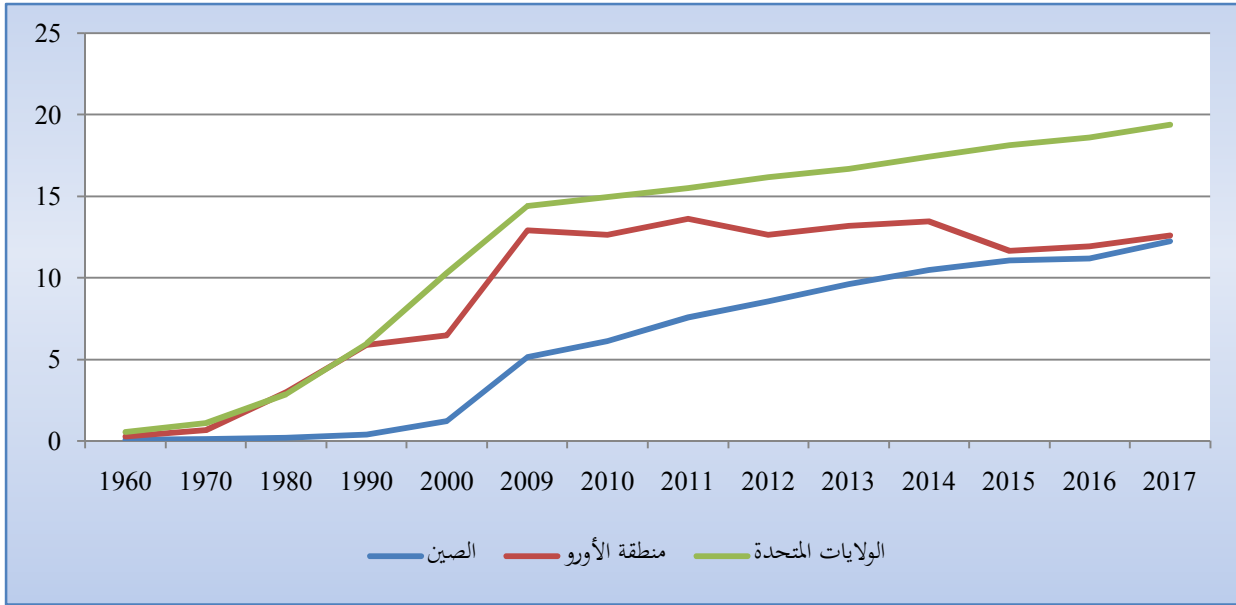
شكل رقم (06): مقارنة تطورات الناتج الداخلي الخام للولايات المتحدة والصين (الوحدة: مليون دولار أسعار 1990)



Source: Javier Santiso ; les fonds souverains: des acteurs clés dans la nouvelle géographie des richesses ; op.cit ; 317.

⁽¹⁾ Patrick Artus; vers la fin des fonds souverains ; revue d'économie financière ; Hors-série, 2009. Les fonds souverains : numéro hors-série 2009 ; p136.

شكل رقم (07): مقارنة الناتج الداخلي الخام للصين والولايات المتحدة الأمريكية ومنطقة الأورو للفترة (1960-2017) الوحدة (تريليون دولار أمريكي بالأسعار الجارية)



المصدر: من إعداد الطالب بناء على معطيات البنك الدولي:

<https://donnees.banquemondiale.org/indicateur/NY.GDP.MKTP.CD?view=chart> «28-07-2018»

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه، الارتفاع المستمر للناتج الداخلي الخام للصين ابتداء من عام 1990، حيث تضاعف خلالها الناتج خلال عقد ونصف من الزمن إلى 1.211 تريليون دولار أمريكي سنة 2000، ليصل في سنة 2017 إلى مستوى 12.237 تريليون دولار، حيث يمثل الرقم السابق حوالي 15.16% من الناتج الداخلي الخام العالمي، المقدر بـ 80.683 تريليون دولار سنة 2017، بعد ما كان يمثل 04.37 بالمائة فقط سنة 1960⁽¹⁾، وقد أكدت دراسة لمركز التنمية بمنظمة التنمية والتعاون الاقتصادي أن الناتج الداخلي الخام للصين سيتجاوز الناتج الأمريكي في آفاق سنة 2030، وسيمثل آنذاك حوالي 22.5 بالمائة من الناتج العالمي⁽²⁾.

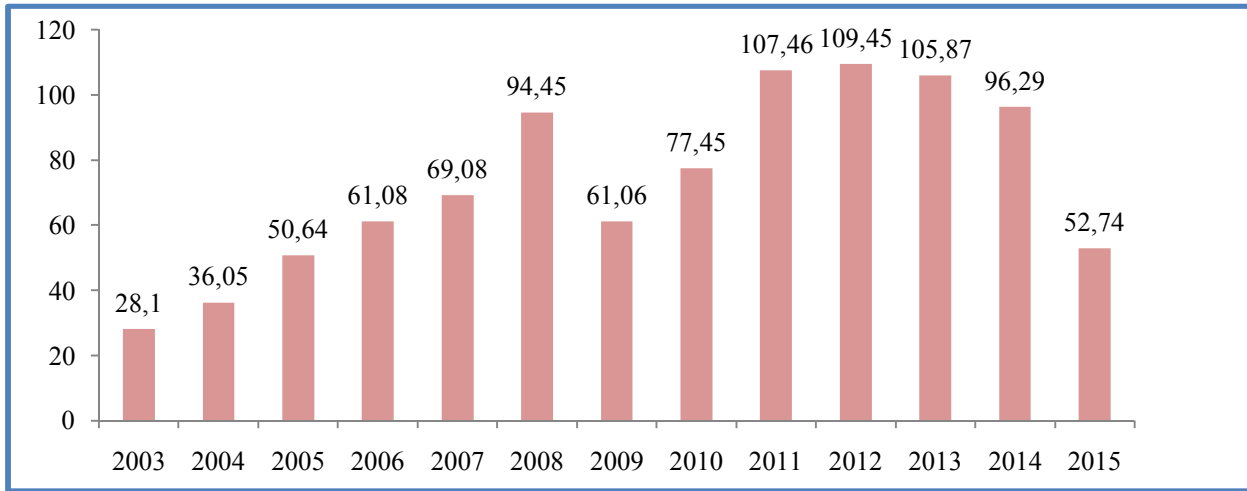
❖ يعود سر تعاضم قيمة وحجم الصناديق السيادية إلى الطفرة النفطية الأخيرة، التي سمحت بتحصيل مليارات الدولارات في خزائن الدول النفطية في الخليج وغيرها⁽³⁾، مع تضاعف الأسعار لأكثر من خمس مرات بداية من 2003.

(1) La banque mondiale: data source 2016/ api.worldbank.org

(2) Javier Santiso: les fonds souverains: des acteurs clés dans la nouvelle géographie des richesses; op.cit; p317.

(3) كمال العقريب: تقييم واقع ودور صناديق الثروة السيادية في تحقيق الاستقرار في الاقتصاد العالمي، مجلة الاقتصاد الجديد، العدد 10، المجلد 01، جامعة خميس مليانة، الجزائر سنة 2014، ص 126.

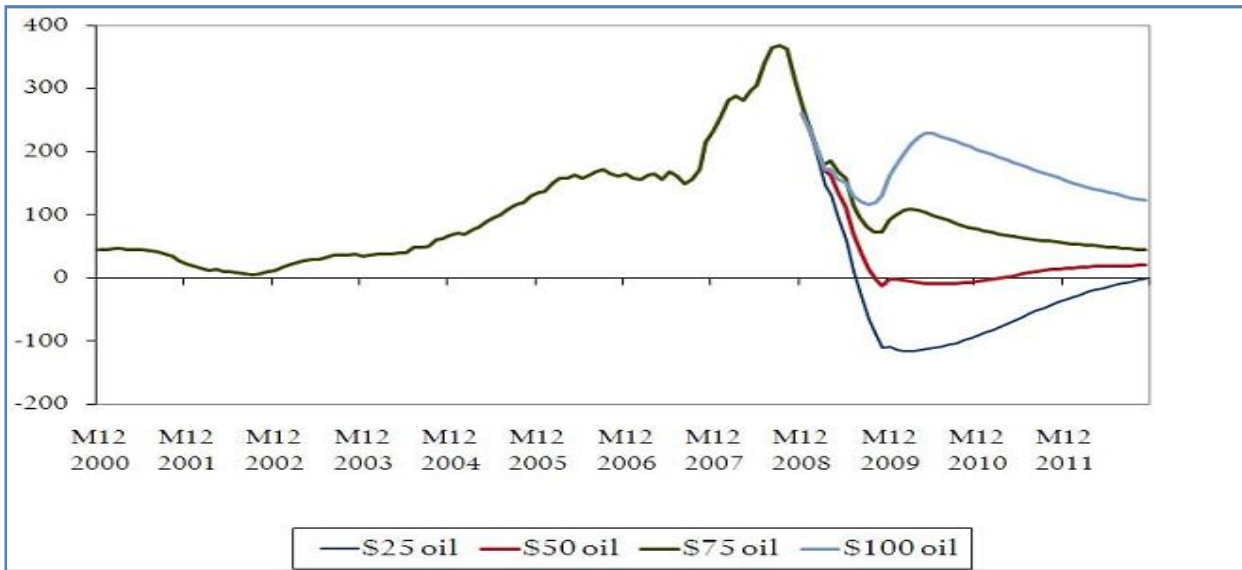
شكل رقم (08): تطورات أسعار النفط حسب سلة أوبك للفترة (2003-2015) (الوحدة: دولار/البرميل)



المصدر: من إعداد الطالب بناء على معطيات منظمة أوبك:

[http:// www.opec.org/opec-web/en/data-data-graphs/40.htm](http://www.opec.org/opec-web/en/data-data-graphs/40.htm) «12/06/2016»

شكل رقم (09): تقديرات نمو أصول صناديق الثروة السيادية الخليجية للفترة (2000-2011) (الوحدة: مليار دولار)



Source: brad setser and Rachel ziemba; working paper GCC sovereign funds Reversal of Fortune; council foreign relations; centre for geoeconomic studies; Council on Foreign Relations, Washington D.C; USA January 2009; p05.

نلاحظ من الشكلين السابقين تطورات أسعار خامات برنت، ومدى تأثيرها على تطور ونمو الصناديق السيادية العالمية

بصفة عامة والصناديق الخليجية بصفة استثنائية، حيث نلاحظ ارتفاع أسعار النفط من 28.10 دولار للبرميل سنة 2003

إلى 94.45 دولار سنة 2008، ثم انخفضت إلى 61.06 دولار سنة 2009 نتيجة الأزمة المالية العالمية، وتداعياتها

الاقتصادية وتراجع الطلب العالمي على النفط، ثم ارتفعت إلى 107.4 دولار سنة 2011 بفعل العديد من الأسباب

السياسية والاقتصادية والأمنية، ثم انخفضت بداية من سنة 2014 جراء عودة بعض الدول إلى تصدير النفط كإيران، وتحسن الظروف الأمنية في بعض مناطق التصدير كليبيا مثلاً، كما أوضحت دراسة (B setter and Rachel ziemba) إلى دور النفط في تحديد مستقبل الصناديق السيادية الخليجية، بداية من سنة 2008، حيث تشير الدراسة أنه في حال ارتفاع النفط إلى 100 دولار للبرميل، فإن أصول الصناديق الخليجية ستتمو بداية من سنة 2009 بحوالي 200 مليار دولار مجتمعة، أما في حالة انخفاض سعر النفط إلى حدود 50 دولار للبرميل فإن ذلك يؤدي إلى توقف نمو الصناديق، أما في حالة انخفاض النفط إلى ما دون 25 دولار، فإن ذلك سيتسبب في تراجع الأصول الخليجية بأكثر من 100 مليار دولار سنة 2009.

❖ أثر العدوى الذي حصل بين دول مختلفة في العالم، حيث ارتأت العديد من الدول إتباع نفس المنهجية في تسيير الفوائض المالية الضخمة التي أتاحت لها، خاصة مع نجاح العديد من التجارب، كالصندوق السيادي النرويجي على سبيل المثال، والأخذ بمخطط استباقية لمواجهة أخطار الصدمات المحتملة على الأسعار في الأجل القصير والمتوسط، والخروج من الربيع والمورد الناضب، وتوزيع أكثر عدالة بين الأجيال الحالية والمستقبلية.

❖ إنشاء صناديق ثروة سيادية جديدة، حيث انتقل حجم الأصول المدارة من 500 مليار دولار في التسعينيات⁽¹⁾ إلى 7.880 تريليون في السنة الجارية 2018، بحيث أن أكثر من 58 صندوق سيادي تم تأسيسه بعد سنة 2006⁽²⁾، والملاحظ على صناديق الثروة السيادية التي أسست في الفترة الأخيرة، أن غالبيتها صناديق سيادية صغيرة الحجم مقارنة بالصناديق القديمة، مثل صندوق الصندوق السيادي للأجيال المستقبلية في لوكسمبورغ، والصندوق المكسيكي للبترو، المؤسسان في سنة 2014، إذا ما استثنينا الصندوق التركي المؤسس سنة 2016 بحجم أصول بلغ سنة 2018 حوالي 40 مليار دولار.

❖ ارتفاع حجم التحويلات الموجهة للصناديق السيادية، بحيث سمح ارتفاع أسعار النفط المستمر على تغذية الموارد الخاصة بالصناديق على مدى خمسة عشر سنة كاملة، كما ساهمت عوائد الاستثمارات المجزية الخاصة بكل من صناديق أبو ظبي

(1) Bernstein, shai, josh Lerner, and Antoinette schoar. "the investment strategies of sovereign wealth funds." journal of economic perspectives 27, no. 2 (February 2013; American economic association; p221.

(2) Marie-Claire Aoun et Quentin boulanger : les nouveaux défis des fonds souverains pétroliers; note de IFRI ; instituts français des relations internationales et OCP (Policy center); février 2015; p04.

والصين والنرويج من رفع موارد الصناديق السيادية، كما نجح الصندوق النرويجي في تحقيق مكاسب وصلت إلى حدود 13.7% خلال الربع الأول من عام 2017⁽¹⁾، نتيجة ارتفاع معدل العائد على المحفظة الاستثمارية للصندوق، بالإضافة إلى ارتفاع قيم الأسهم الأوروبية، كما نجحت العديد من الصناديق في إستراتيجياتها الاستثمارية بفضل اعتمادها على خبراء أجانب ذووا خبرة عالية في ميدان الاستثمار وإدارة المحافظ الاستثمارية المعقدة⁽²⁾.

❖ ارتفاع النمو الاقتصادي في الدول الناشئة في آسيا وأمريكا والتي تعتمد على تصدير السلع الأساسية وخاصة النفط والغاز الطبيعي، مما سمح بتكوين فوائض مالية ضخمة، أدت إلى نمو ودعم الأصول المشككة للصناديق السيادية العالمية⁽³⁾.

❖ ساهم تعدد صناديق الثروة السيادية المملوكة لدولة واحدة من تعاضم عدد أصول الصناديق السيادية بشكل عام، حيث نجد بعض الدول التي تمتلك أكثر من صندوق سيادي، وباختصاصات وأهداف مختلفة، وكذا معدلات شفافية مختلفة من صندوق إلى آخر.

جدول رقم (07): عدد الدول التي تمتلك أكثر من صندوق ثروة سيادي في جويلية 2018

الدولة	عدد الصناديق السيادية
الولايات المتحدة الأمريكية	إحدى عشرة صندوقاً سيادياً
الإمارات	سنة صناديق سيادية
الصين	خمس صناديق سيادية
روسيا	ثلاث صناديق سيادية
المملكة العربية السعودية	صندوقين سيادين
سنغافورة	صندوقين سيادين
عمان	صندوقين سيادين

المصدر: من إعداد الطالب بناء على معطيات معهد الصناديق السيادية:

<https://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/> « 07/07/2018»

(1) NBIM; Government Pension Fund Global; Annual Report 2017; P02. En ligne:

<https://www.nbim.no/contentassets/49715a01ed684b1686ff3c017f1efa12/annual-report-2017---government-pension-fund-global.pdf> ; le 02/07/2018 à 21^h.23.

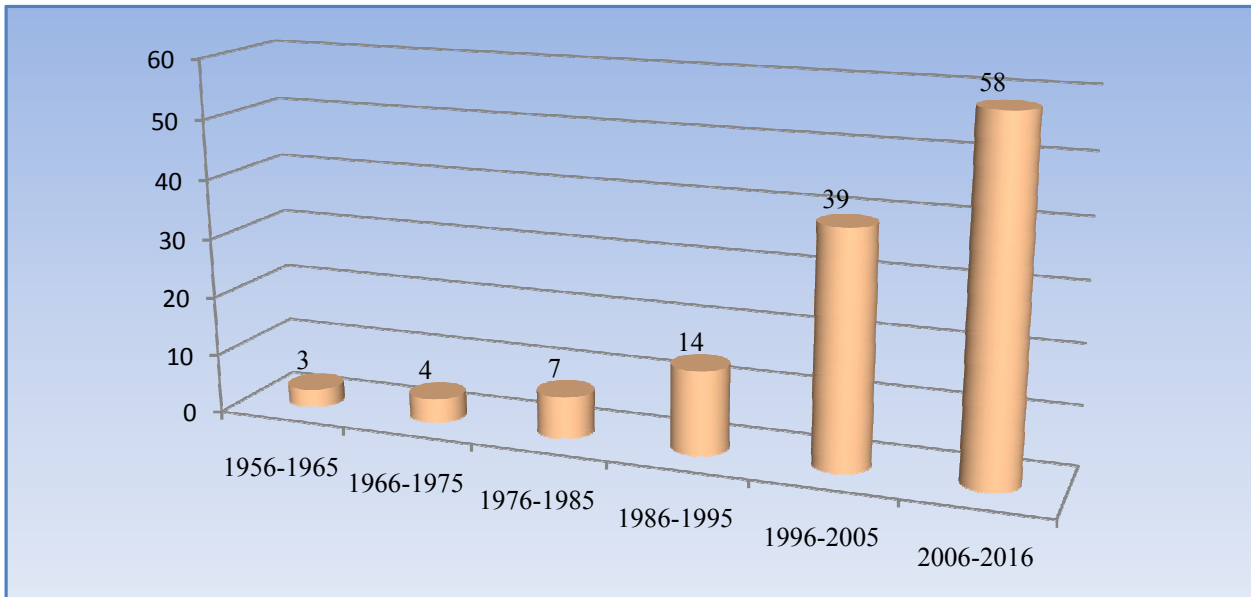
(2) ستيفن بيرنيت، حين يتكلم المال، مرجع سبق ذكره، ص03.

(3) Banque de France ; bilan et perspectives des fonds souverains; focus n°01 ; 28 novembre2008 ; France2008 ; p02.

❖ التطورات التي مست الاقتصاد العالمي من خلال تباطؤ معدلات النمو، في العديد من الدول الأعضاء من منظمة (OCDE).

غير أنه يمكننا القول أن تطور الصناديق السيادية مر مؤخراً بنوع من السكون، حيث لم نشهد منذ سنة 2014 لغاية سنة 2018 إنشاء سوى أربع صناديق سيادية، وهذا راجع إلى تشكيل غالبية الدول الغنية بالثروات الطبيعية لصناديق سيادية، إضافة إلى انخفاض الأرباح المحققة للصناديق القديمة، وتدهور أسعار النفط بداية من الثلاثي الأول من عام 2015.

شكل رقم (10): تطور عدد الصناديق السيادية في الفترة (1956-2016)



Source: Ashby H. B. Monk and Caroline Nowacki; sovereign investors: understanding the giants of the financial world; Global Projects Center, Stanford University; May 2017; p03.

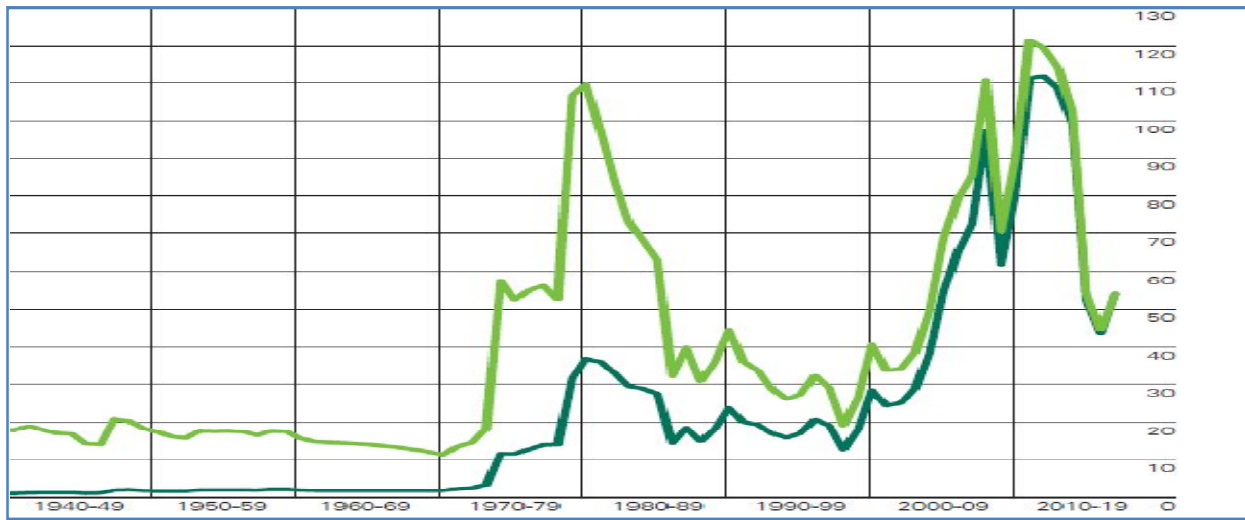
<https://www.researchgate.net/publication/324774196> «01-08-2018» à 19^h.35

نلاحظ أن أغلبية الصناديق السيادية ظهرت في العشرة الأخيرة من القرن العشرين، فحتى سنة 1995 كان لا يزال عددها يتعدى أربعة عشر صندوقاً سيادياً، كما أن المدة الزمنية الفاصلة لتطور عدد الصناديق كبيرة جداً ففي ظرف 30 سنة لم يتطور عدد الصناديق سوى بـ 11 صندوقاً سيادياً جديداً، وقد تطورت نهاية التسعينيات ووصلت إلى حدود 39 صندوق سيادي في الفترة (1996-2005)، ثم إلى 58 صندوق في الفترة (2006-2016) لتصل في نهاية عام 2018 إلى 80 صندوق ثروة سيادي، تمثل الصناديق السيادية ذات المورد النفطي في الشرق الأوسط وشمال إفريقيا الجزء الأكبر من هذه الصناديق.

المطلب الثالث: علاقة ظهور صناديق الثروة السيادية بالطفرات النفطية

ارتبط تطور الصناديق السيادية بالعديد من العوامل المختلفة التي شهدها العالم، خاصة ما يتعلق بجانب أسواق النفط العالمية، حيث شكلت الطفرات النفطية مراحل هامة في تطور عدد وحجم الصناديق⁽¹⁾، كما ساهمت الطفرة النفطية الموجبة (2002-2014) في تراكم البترو دولار في كثير من الدول المصدرة للنفط، مما ساعد في تحسين آفاقها الاقتصادية وتوقعاتها المستقبلية للنمو⁽²⁾.

شكل رقم (11): تطورات سعر برميل النفط (الوحدة دولار للبرميل) للفترة (1940-2019)



1983-1945 عري خفيف رأس تنورة 2017 دولار سنة (تضخم مقاس بمؤشر أسعار الاستهلاك في الولايات المتحدة) ■
1984-2017 معيار برنت أسعار الدولار الجارية ■

Source: BP statistical review of world energy 2018; Crude oil prices, US Energy Information Administration; 67th edition; June 2018; p20.

<https://www.bp.com/content/dam/bp/en/corporate/pdf/energy-economics/statistical-review/bp-stats-review-2018-full-report.pdf> «05-08-2018» à 21^h.24

نلاحظ من الشكل أعلاه، أن أسعار النفط مرت بمعدلات منخفضة للغاية وصلت إلى مستوى 03 دولار للبرميل في الفترة (1953-1970)، وهذا عندما كان السعر يتحدد من خلال مبدأ العائد المقطوع ومبدأ مناصفة الأرباح بين الشركات النفطية الكبرى والدول المالكة، ولم يؤثر إنشاء منظمة الدول المصدرة للنفط سنة 1960 في البداية على السعر بشكل فعال، لأسباب مختلفة منها اختلاف وجهات النظر بين الدول العربية المؤسسة للمنظمة، وهزيمة العرب في حرب 1967.

⁽¹⁾ Gokhan Afyonoglu And Others; the brave new world of sovereign wealth funds; op.cit; P09.

⁽²⁾ محمود محي الدين، وجهة نظر الاستثمار الجدير بالخير، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد رقم 45، العدد رقم 04، ديسمبر 2008، ص40.

إلا أن بدايات تأثير أوبك الفعلي بدأ سنة 1973 تزامناً مع الموقف العربي الموحد، لخفض حجم الإنتاج الذي قرر في اجتماع المنظمة في شهر أكتوبر من ذات السنة، في سياسة لاستهداف السعر من خلال اعتماد نظام الحصص، الأمر الذي أدى إلى ارتفاع الأسعار إلى 6.87 دولار سنة 1974⁽¹⁾، وسميت هذه المرحلة بالطفرة النفطية الأولى التي سمحت بتشكيل صناديق ثروة سيادية جديدة، منها صناديق أبو ظبي، ألاسكا، البيرتا، عمان.

بعد الصدمة الأولى زاد إنتاج النفط للدول الأعضاء في منظمة أوبك وخارج أوبك أيضاً وهذا لانتعاش الأسعار، ما اضطر الدول المستهلكة إلى مراجعة سياسات التقشف، وترشيد الاستهلاك المتبعة محلياً تزامناً مع انخفاض في الطلب العالمي بنحو 06 مليون برميل يومياً سنة 1977، الأمر الذي دفع السعر من جديد نحو التراجع.

وقد أدت الثورة الإيرانية سنة 1979 والحرب العراقية الإيرانية سنة 1980 بالتأثير على المعروض النفطي في هذه الفترة، بالإضافة إلى قيام أوبك بتسقيف الإنتاج مرة أخرى وتخفيضه إلى مستوى 14.9 مليون برميل يومياً سنة 1981، الأمر الذي أدى إلى ارتفاع السعر من جديد إلى 28.52 دولار للبرميل⁽²⁾، وكانت هذه الصدمة النفطية الثانية لسنة 1982 والتي عرفت ظهور عدة صناديق ثروة سيادية مثل شركة الاستثمار الحكومي في سنغافورة، جهاز الاستثمار في بيروني، الصندوق السيادي في ألاباما بالولايات المتحدة الأمريكية.

ولم تمر فترة الثمانينات عند مستويات الأسعار المرتفعة، حيث دفعت الوفرة في المعروض بعد قرار أوبك بعدم اعتمادها لنظام الحصص، حيث رفع الإنتاج إلى 17.7 مليون برميل يومياً، الأمر الذي أدى إلى تهاوي سعر النفط الخام إلى حدود 12.51 دولار في سنة 1986، وقد أدى الغزو العراقي على الكويت إلى رفع الأسعار بشكل كبير في سنة 1990 وصل إلى 20.45 دولار للبرميل، لتستقر بعدها أسعار النفط في حدود 12 إلى 20 دولار على طول الفترة (1990-1999).

أما عن الطفرة النفطية الثالثة فهي التي طالت فيها مدة انتعاش أسعار النفط منذ سنة 2000 من 28.50 دولار للبرميل الواحد إلى معدلات قياسية، حيث زادت الأسعار لعدة أسباب من بينها العمل بمقتراح الرئيس الفنزويلي المقدم في سبتمبر

(1) محمود عبد الفضيل، النفط والوحدة العربية (تأثير النفط العربي على مستقبل الوحدة العربية والعلاقات الاقتصادية العربية)، مركز دراسات الوحدة العربية، الطبعة الخامسة، بيروت أبريل 1985، ص 190.

(2) Jean-Marie chevalier; les fonds souverains pétrolières; revue d'économie financière ; Hors-série, 2009. Les fonds souverains : numéro hors-série 2009; p21.

1999، المتعلق باعتماد هامش للسعر من (22-28) دولار للبرميل، مع توقف الإمدادات في العديد من الدول ذات الإنتاج الهام، مثل العراق بسبب الحرب والغزو الأمريكي عليها سنة 2003، بالإضافة إلى الاضطرابات التي عرفتھا كل من نيجيريا وفنزويلا سنة 2003، والخلافات بين الحكومة الروسية وشركة (يوكوس لوفيني) على كميات إنتاج النفط، وكذا انخفاض الحفر الاستكشافي في الدول العربية، واستقرار الاحتياطي عند 1057.62 مليار برميل نهاية سنة 2000، ومتابعة تطبيق نظام الحصص في منظمة أوبك، بالإضافة إلى الاستقرار السياسي والاقتصادي في الدول المستوردة للنفط بعد أحداث 11 سبتمبر 2001⁽¹⁾، وكذا ارتفاع الطلب العالمي على مصادر الطاقة في كل من الولايات المتحدة الأمريكية والصين، باعتبارھا مرجعين أساسيين في معامل الطلب العالمي⁽²⁾، وقد ارتفعت الأسعار بشكل كبير وصل إلى أكثر من 120 دولار خلال سنة 2012، وقد انتقلت إيرادات بيع النفط في الفترة (2002-2008) من 200 مليار دولار إلى 1000 مليار دولار⁽³⁾، وهذا ما شجع البلدان الغنية بهذه المادة الحيوية إلى إنشاء صناديق سيادية جديدة، ممولة بفوارق في السعر الموجه إلى الموازنة العامة والسعر الحقيقي المباع به⁽⁴⁾، مثل صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر، جهاز قطر للاستثمار، صندوق مبادلة في أبوظبي، صندوق المستقبل في استراليا، جهاز الاستثمار في ليبيا... والجدول التالي يوضح أهم الصناديق السيادية الموجودة حتى شهر جويلية 2018، والدولة المالكة له، وحجم الأصول التي يديرها، وكذا سنة التأسيس والمورد التي شكلت منه.

(1) للمزيد من المعلومات حول تطورات أسواق النفط راجع: سمير التنير، التطورات النفطية في الوطن العربي ماضيا وحاضرا، الطبعة الأولى، دار المنهل العربي، بيروت 2007، ص10.

(2) Jean- marie chevalier; les fonds souverains pétrolières; op.cit; p22.

(3) ibid.; p21.

(4) Ivan odonnan; Les conditions d'une contribution positive des fonds souverains à l'économie mondiale; op.cit, P02.

جدول رقم (08): ترتيب أهم الصناديق السيادية في شهر جويلية 2018

الترتيب	الدولة المالكة	اسم الصندوق	الأصول (مليار دولار)	سنة التأسيس	الموارد
1	النرويج	صندوق المعاشات الحكومي العام	1035.24	1990	النفط
2	الصين	شركة الاستثمار الصينية	941.4	2007	-
3	الإمارات العربية- أبو ظبي	جهاز أبو ظبي للاستثمار	683	1976	النفط
4	الكويت	الهيئة العامة للاستثمار	592	1953	النفط
5	المملكة العربية السعودية	شركات قابضة عمومية	494	-	النفط
6	الصين- هونغ كونغ	جهاز الاستثمار المالي المحفظي	456.6	1993	-
7	الصين	صندوق صاف الصيني	441	1997	-
8	سنغافورة	شركة الاستثمار الحكومية لسنغافورة	390	1981	-
9	سنغافورة	صندوق تيماسك	375	1974	-
10	قطر	جهاز قطر للاستثمار	320	2005	النفط والغاز
11	الصين	صندوق الأمن الاجتماعي الوطني	295	2000	-
12	المملكة العربية السعودية	صندوق الاستثمار العمومي	250	2008	النفط
13	الإمارات العربية- دبي	هيئة استثمار دبي	229.8	2006	-
14	كوريا الجنوبية	هيئة الاستثمار الكورية	134.1	2005	-
15	الإمارات العربية- أبو ظبي	صندوق الاستثمار مبادلة	125	2002	النفط
16	الإمارات العربية- أبو ظبي	مجلس الاستثمار لأبو ظبي	123	2007	النفط
17	استراليا	الصندوق الحكومي المستقبلي لأستراليا	105.4	2006	-
18	إيران	صندوق التنمية الوطني	91	2011	النفط والغاز
19	روسيا	صندوق الاستقرار الروسي	66.3	2008	النفط
20	ليبيا	جهاز ليبيا للاستثمار	66	2006	النفط
21	الولايات المتحدة- ألاسكا	صندوق ألاسكا الدائم	61.5	1976	النفط
22	كازاخستان	صندوق كازاخستان الوطني	57.9	2000	النفط
23	بروناي	جهاز الاستثمار في بروناي	40	1983	النفط
24	تركيا	صندوق الثروة التركي	40	2016	-
25	ماليزيا	الصندوق السيادي خزانة الماليزي	38.7	1993	-
26	الولايات المتحدة- تكساس	صندوق تكساس	37.7	1854	النفط ومواد أخرى
27	الإمارات المتحدة	جهاز الإمارات للاستثمار	34	2007	النفط
28	أذربيجان	صندوق الدولة النفطي	33.1	1999	النفط
29	نيوزيلندا	صندوق نيوزيلندا	28.5	2003	-
30	عمان	صندوق الاحتياطي العام للدولة	18	1990	النفط والغاز
31	كندا	صندوق البيرتا	13.4	1976	النفط
32	الجزائر	صندوق ضبط الإيرادات	7.6	2000	النفط والغاز
33	الصين	الصندوق الصيني الإفريقي للتنمية	5.0	2007	-

المصدر: بيانات معهد صناديق الثروة السيادية على الرابط:

<https://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/> «07/07/2018»

يظهر من الجدول أعلاه، أن حوالي عشرة أضخم صناديق سيادية تابعة لثمان دول في آسيا والشرق الأوسط (الصين،

الإمارات، الكويت، المملكة السعودية، الصين وهونغ كونغ، سنغافورة وقطر) ودولة وحيدة من أوروبا وهي النرويج، تمتلك

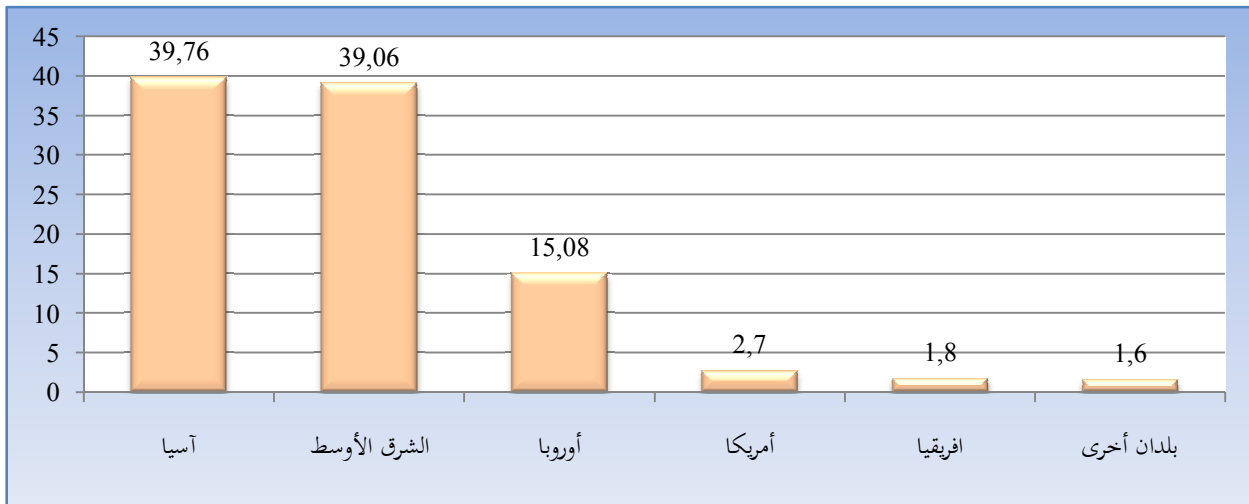
حوالي 72.69 بالمائة من إجمالي أصول الصناديق السيادية، وهو ما يشير إلى تركيز الثروات في مناطق محدودة من العالم، أما

من حيث دقة المعلومات فنلاحظ أن التقديرات أعلاه مستقاة من بيانات الصندوق السيادي نفسه، وفي الكثير من الأحيان تبنى على تقديرات وحسابات خاصة، بسبب تجنب العديد منها الإفصاح عن حجم الأموال التي تديرها، مثل جهاز أبو ظبي للاستثمار، كما أن الأصول الواردة أعلاه مقومة بالدولار الأمريكي، مما يبقى على إشكالية تغيرات أسعار العملات المحلية مقابل الدولار، وعليه فإن القيم تتغير وفق تغيرات العملة الوطنية.

المطلب الرابع: التوطن الجغرافي لمالكي صناديق الثروة السيادية

كما رأينا فإنه يظهر تباين شديد في التوزيع الجغرافي لمالكي الصناديق السيادية، حيث توضح بيانات معهد صناديق الثروة السيادية أن غالبية الصناديق تعود لدول الشرق الأوسط وآسيا، والباقي موزع في أوروبا وإفريقيا^(*) وبعض الدول الأخرى.

شكل رقم (12): توزيع مالكي الصناديق السيادية جغرافيا في شهر جويلية 2018 (الوحدة %)



المصدر: بيانات معهد صناديق الثروة السيادية على الرابط:

<https://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/07/07/2018>

نلاحظ التوزيع غير المنتظم لصناديق الثروة السيادية، بحيث نجدها تتركز بشكل كبير في منطقتين من العالم، أولا في آسيا بنسبة 39.76% وتليها دول الشرق الأوسط وبالتحديد دول مجلس التعاون الخليجي بـ 39.06% من إجمالي توزيع الصناديق السيادية العالمية من حيث حجم الأصول، أما من حيث العدد وكثافتها فتأتي منطقة الشرق الأوسط في المرتبة

(*) يعتبر صندوق (Pula Fund) أول صندوق سيادي في إفريقيا، أنشأ من قبل لبتسوانا سنة 1994 من خلال صادرات معدن الألماس، حيث يهدف الصندوق إلى الحفاظ على الثروة للأجيال المستقبلية في البلاد، ويتميز الصندوق بشفافية عالية، حيث يتكفل بتسيير البنك المركزي الوطني، للمزيد عن الصناديق السيادية في إفريقيا أنظر: (Romuald Yonga; guide des fonds souverains africains; africain markets; https://www.african-markets.com/pdf/fr/Guide_des_Fonds_Souverains_Africains_FR.pdf; last update; septembre 2014 ; p 03. sur le cite web ; [http:// www.africain-markets.com](http://www.africain-markets.com))

الأولى عالمياً، وبالعودة إلى الصناديق الآسيوية نجد أنها تشمل مجموعة من الصناديق ذات الأصول الضخمة خصوصاً الصناديق الصينية التي يفوق إجمالي ما تملكه حوالي 02.10 تريليون دولار⁽¹⁾، وبالنسبة للصناديق الباقية فتنوع بين دول القارة الأمريكية وإفريقيا من خلال صناديق البرازيل، الولايات المتحدة، المكسيك، إلى جانب ليبيا والجزائر ونيجيريا... وكذلك صندوق المعاشات الحكومية العام النرويجي في أوروبا، الذي يعتبر أغنى صندوق سيادي في العالم.

(1) بيانات معهد الصناديق السيادية على الرابط: أطلع عليه يوم 18 جويلية 2018 على الساعة 23.34.

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

المبحث الثالث: الأنواع المختلفة لصناديق الثروة السيادية

يوجد تقسيمات مختلفة لصناديق الثروة السيادية، حيث تعتمد كل قراءة على مبدأ معين وعلى معيار لتصنيف مجموعة من الصناديق، حيث نجد معيار الهدف، المورد، الجنسية، الوظيفة، درجة استقلالية الصندوق عن الحكومة، وتتحرك هاته التقسيمات ضمن جداول معينة تدخل ضمن أولويات الدولة المالكة واستراتيجياتها الاقتصادية.

المطلب الأول: معيار الهدف

وهو المعيار المبني على الأهداف المسطرة من إنشاء صندوق ثروة سيادي، حيث تختلف الدول في أهدافها، فمنها من يريد تحقيق الاستقرار، ومنها من يعمل على تأمين المدخرات، أو الاستثمار أو التنمية أو ضمان احتياطات التقاعد⁽¹⁾.

1- صناديق الاستقرار (Stabilization Funds): وتسمى كذلك بصناديق التثبيت، وهي الصناديق التي تسعى

إلى حماية الموازنة العامة من تقلبات أسعار الموارد الأساسية، ونجدها منتشرة في الدول المصدرة للبتروول والغاز، لتتحوط من تقلبات أسعارها في السوق الدولي، مثل ما هو جار اليوم مع انهيار الأسعار عند مستويات دنيا⁽²⁾، فهي تعمل على معالجة الخلل الذي يصيب الميزانية العمومية، وضمان انسيابية الموارد خلال السنة المالية من خلال ضخ السيولة اللازمة في الآجال المطلوبة، أو تعقيم التدفقات الداخلة من العملات الأجنبية⁽³⁾، ولهذا يستوجب أن تكون أصول صناديق الاستقرار ذات سيولة عالية، لاستعمالها في وقتها المحدد وبالسرعة الكافية، وهذا ما يقود إلى استخدامها في أدوات استثمارية مضمونة وقصيرة الأجل مثل سندات الخزنة، وقد يمتد اختصاص صناديق الاستقرار من تعديل كفة الميزانية، نتيجة تدهور الموارد إلى تغطية كل الاضطرابات التي تصيب التوازنات العامة مثل ارتفاع التكاليف، فمع تطور أنشطة ومهام الدولة الحديثة، يمكن أن يؤدي هذا إلى ارتفاع النفقات بصورة إرادية مع السماح بمستوى عجز معين، أو أن ترتفع النفقات بصورة غير متوقعة، ضمن ظروف

(1) International monetary fund; Sovereign wealth fund; A work agenda; working paper; op.cit; p 26.

“ These, in principle, include: (i) fiscal stabilization funds; (ii) saving funds; (iii) reserve investment corporations; (iv) development funds; and (v) pension reserve funds (those without explicit pension liabilities), while it excludes inter alia: (a) government-employee pension funds; (b) social security funds; (c) government lending funds; and (d) government-owned banks”.

(2) Hélène Raymond; les fonds souverains; op.cit; p81.

(3) مظهر محمد صالح، صناديق الثروة السيادية: تقييم أولي لتجربة صندوق تنمية العراق، مرجع سبق ذكره، ص05.

استعجاله كالأزمات السياسية أو الاقتصادية أو الظروف الطبيعية المصاحبة للزلازل أو الفيضانات المدمرة، مما يحول دون مواكبتها بالنفقات العادية والسحب من صناديق الاستقرار السيادية، وتشكل عموماً صناديق الاستقرار من عوائد النفط والغاز في لدول الخليجية والدول الغنية بهذه المادة في الدول الأخرى، لذلك فهي تتأثر بتغيرات الأسعار صعوداً وهبوطاً على المدى القصير والمتوسط، ومن الناحية التقنية تكون صناديق الاستقرار والادخار غير مجهزة على إدارة الاستثمارات وعوائدها، بل تختص بتخزين تراكم الأصول المالية لفترات لاحقة، لذلك يكون جهازها الإداري المسير أقل دراية بالأسواق الدولية من صناديق الاستثمار، وتقرب صناديق الاستقرار من احتياطات البنوك المركزية، لذلك تكون أقرب إلى تسييرها⁽¹⁾، والنقد الموجه إلى هذا النوع من الصناديق، هو أنها تشكل في فترات الازدهار وتستهلك في فترات الركود، مما يجعل العمر النسبي لصناديق الاستقرار على المحك، كما أن طول فترات الركود الاقتصادي تتضمن خطر إفراغ الصناديق من محتواها على المدى المنظور، وأخيراً فإن الطبيعة الناضبة لمختلف الموارد الطبيعية تستدعي استثمار أصول هذه الصناديق، و كمثل على صناديق الاستقرار نجد صندوق الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي في الشيلي⁽²⁾، جهاز الاستثمار الحكومي في ليبيا، وصندوق التراث والاستقرار في ترينيداد وتوباغو الذي يمول من إيرادات النفط المحددة ويعمل على تمويل الخزينة في حالات العجز، الناجم عن انخفاض سعر البرميل عن المعدل.

2- صناديق الادخار (Saving Funds): وتسمى كذلك بصناديق العدالة بين الأجيال (intergenerational equity)

وصناديق احتياطي الأجيال المستقبلية، حيث تخصص بتحويل جزء من الثروة الناضبة إلى حافظة أصول أكثر تنوعاً وأكثر استدامة، فمن جهة تعمل على تخزين جزء من الإيرادات المالية الفائضة للدولة في شكل مدخرات طويلة الأجل، ومن جهة أخرى تقوم بالمحافظة على ثروات الأجيال المستقبلية، وجعل الثروة مشتركة بين الأجيال الحالية والمستقبلية⁽³⁾، أو بعبارة أخرى فإن صناديق الثروة السيادية الادخارية تقوم بمهام تحويل الثروات من باطن الأرض إلى سطحه بأشكال معينة

(1) Andrew Rozanov; fonds souverains définir les engagements; revue d'économie financière ; Hors-série, 2009. Les fonds souverains : numéro hors-série 2009; p306.

(2) Ashby H. B. Monk and Caroline Nowacki; op.cit; p01.

(3) Anne- céline cambier ; fonds souverains: l'immobilier français cible d'investissement; op.cit; p04.

تتضمنها حافظة أموال سيادية⁽¹⁾، وتميز صناديق الادخار بعدم حاجتها إلى الأصول السائلة في المدى القصير والمتوسط، والإقدام على المخاطرة والتنوع، كما تنتهج إستراتيجية تقوم على ادخار الثروة الناضبة النفطية الفائضة واستثمارها داخلياً وخارجياً لرفع قيمتها في المستقبل⁽²⁾، ومن بين صناديق الادخار نجد جهاز أبو ظبي للاستثمار (ADIA) الهيئة العامة للاستثمار في الكويت (KIA)، والصندوق النيوزيلندي (superannation funds)⁽³⁾.

3- صناديق الاستثمار (Investment Funds): هي الصناديق السيادية التي تهدف إلى استثمار أصولها الحالية لزيادة عوائدها المتوقعة عبر الزمن ورفع احتياطياتها الرسمية، وهذا من خلال الاستثمار المباشر وغير المباشر في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا وباقي أنحاء العالم⁽⁴⁾، ومن إيجابياتها أنها تتميز بمصادر تمويل متعددة، غير أن النقد الذي يوجه لها هو ارتفاع المخاطرة وتعرضها للحمائية وعدم وجود استثمارات بينية للملكي الصناديق، بالاعتماد على الميزات النسبية لكل دولة، فمثلاً من الممكن أن تقوم الإمارات العربية المتحدة وهي التي تتميز بقدرات وتنظيمات سياحية متطورة وعالمية، بالقيام باستثمارات في دول عربية تفتقر إلى هذه الميزة، وفي هذه الحالة يتم تقسيم المنافع والخبرات بين الطرفين، مثل الصندوق الصيني (CIC)، الصندوق السعودي (Public investment fund).

4- صناديق التنمية (Development funds): تهتم هذه الصناديق بدعم الصناعات الوطنية وتشجيع ودعم وسائل النمو الاقتصادي، من خلال تمويل المشاريع التنموية الاقتصادية والاجتماعية⁽⁵⁾، وتحقيق النمو الداخلي وتنويع مصادر الدخل الوطني، وإقامة بنية تحتية متطورة سواء بالاعتماد على المؤسسات الوطنية أو بالشراكة مع المؤسسات الأجنبية⁽⁶⁾.

ويصف بعض الاقتصاديين صناديق الثروة السيادية الموجهة لتفعيل عمليات التنمية الاقتصادية في البلاد، بأنها بمثابة قائد الجوق (chef d'orchestre) بالنسبة للقطاعات الاقتصادية الأخرى، من خلال مساهمتها بالتمويل المالي اللازم، لتحقيق

(1) Tamara gomes; les effets des fonds souverains sur le système financière international; rapport banque de canada; revue du système financière; Canada décembre 2008 ; p 47.

(2) ماجد عبد الله المنيف، صناديق الثروة السيادية ودورها في إدارة الفوائض النفطية، مرجع سبق ذكره، ص 25.

(3) Ashby H. B. Monk and Caroline Nowacki; op.cit; p01.

(4) كمال العقرب، تقييم واقع ودور صناديق الثروة السيادية في تحقيق الاستقرار في الاقتصاد العالمي، مرجع سبق ذكره، ص 119.

(5) FMI; Le FMI va définir des pratiques optimales avec les fonds souverains ;bulletin de FMI ; Washington avril 2008 ; p61.

(6) Marie-Claire Aoun ; Quentin boulanger ; les nouveaux défis des fonds souverains pétroliers; op.cit; p 08.

التنمية الاقتصادية⁽¹⁾، وكمثال على هذه الصناديق نجد الصندوق السنغافوري تيماسك، صندوق ممتلكات البحرين، صندوق مبادلة في الإمارات العربية المتحدة⁽²⁾، الصندوق الاستراتيجي للاستثمار في فرنسا⁽³⁾، صندوق التنمية الوطني في إيران الذي يعمل على تمويل التنمية المحلية في ظل نقص دعائم التمويل الداخلي.

5- صناديق التقاعد (Pension reserve funds): وتسمى كذلك صناديق الطوارئ لاحتياطات التقاعد، التي

تنشأ من المصادر غير المرتبطة بمساهمات التقاعد الفردية أو المؤسساتية، حيث تهدف إلى ضمان ديمومة الاحتياطات الخاصة بالتقاعد، وحماية المتقاعدين من مخاوف زيادة الأعباء على صناديق المعاشات الوطنية، تبعاً لزيادة عدد السكان أو لزيادة المطالب برفع منح المعاشات أو مطالب بتخفيض سن التقاعد، مما يولد ضغطاً على مخصصات الدولة من هذا الجانب⁽⁴⁾، ولعل الدارس يقع في بعض الخلط من خلال دمج صناديق التقاعد الوطنية ضمن شبكة الصناديق السيادية ذات هدف التقاعد من خلال التقارب في الأهداف، إلا أن الاختلاف يبرز في صيغ تمويل صناديق التقاعد الوطنية، الذي يتحقق بفعل الاقتطاعات الدورية للأشخاص والمؤسسات⁽⁵⁾ مثله أشرنا إليه سابقاً، وأشهر صناديق التقاعد هو صندوق ضمان المعاشات المعاشات الحكومية العام النرويجي، صندوق المستقبل في استراليا، صندوق احتياطي التقاعد في الشيلي...⁽⁶⁾

المطلب الثاني: معيار الموارد الطبيعية وخارج الموارد الطبيعية

وهو المعيار الذي يقسم الصناديق السيادية وفق الموارد الاقتصادية التي نشأت وفقها، بحيث نجد ضمن هذا المعيار الصناديق الممولة من الموارد الطبيعية كالبترول والغاز والمعادن والثروات الأخرى التي تحتويها الأرض...، والصناديق السيادية خارج الموارد الطبيعية وخاصة الموارد الجبائية وموارد الخوصصة وعائدات التجارة الخارجية.

1- الصناديق الممولة من الموارد الطبيعية (Commodity funds): تاريخياً تعد هذه الصناديق الأولى التي

ظهرت عالمياً، حيث تتركز في الدول الخليجية وروسيا والنرويج وبعض الدول في إفريقيا كالجائر وليبيا ونيجيريا...، حيث تقوم

(1) Victoria Barbary and Bernardo Bortolotti; op.cit; p312.

(2) Samia buisine et autres ; op.cit; p19.

(3) Ashby H. B. Monk and Caroline Nowacki; op.cit; p01.

(4) FMI; Le FMI va définir des pratiques optimales avec les fonds souverains ;op.cit; p61.

(5) Victoria Barbary and Bernardo Bortolotti ;op.cit; p312.

(6) أودايرداس وآخرون، اقتصاديات صناديق الثروة السيادية قضايا لصناع القرار، مرجع سبق ذكره، ص60.

هذه الدول بتأسيس صناديق سيادية من موارد المواد الطبيعية لتوجيه العائدات المالية المرتفعة، وحماية الموازنة العامة للدولة، تنوع الاقتصاد، تمويل المشاريع التنموية، تفادي آثار العلة الهولندية، وتكوين احتياطي للأجيال القادمة في المدى البعيد هذا من جهة، ومن جهة أخرى تعمل الدول الغنية بالموارد الطبيعية إلى امتلاك صناديق الثروة السيادية لتأمين تسيير شفاف لهذه الإيرادات⁽¹⁾، وتعتبر الصناديق النفطية من أهم الصناديق السيادية الممولة من الموارد الطبيعية سواء من حيث الحجم أو العدد، وتشير تقارير معهد صناديق الثروة السيادية في الولايات المتحدة الأمريكية في جويلية 2018 أن 53.84% من الصناديق السيادية ممولة من إيرادات النفط أو ممولة بالبترول دولار التي تشير إلى الدولارات التي تحصل عليها الدول الريعية جراء بيع المزيد من براميل النفط، لذلك نجد أن العملة الرئيسية للصناديق السيادية هو الدولار الأمريكي، ومن إيجابيات إنشاء صندوق من الموارد الطبيعية هو تفادي التبذير والفساد، والتحوط من النضوب على المدى البعيد، وتمويل عجز الميزانية في حالة تراجع المداخيل المرتبطة بها، وكذا المساهمة في زيادة الإنفاق والحد من الفقر، بشرط أن تتوفر في السياسات الحكومية مستوى كاف من الشفافية⁽²⁾، وكمثال على هذا النوع نجد صندوق ألاسكا، جهاز الاستثمار في بروناي، صندوق الاستقرار في روسيا.

2- الصناديق الممولة خارج الموارد الطبيعية (No commodity funds): تكونت بفضل إيرادات التجارة

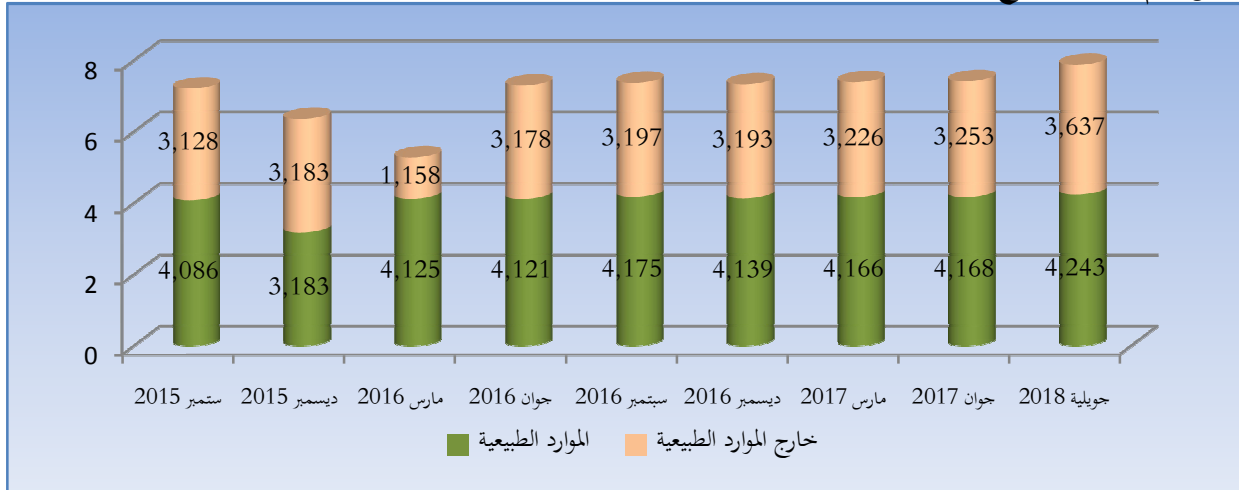
الخارجية والصادرات المختلفة وفوائض إيرادات الميزانية وإيرادات الخوصصة، وتمثل 46.16% من إجمالي الصناديق سنة 2018، حيث استطاعت هذه الدول تحقيق عوائد ضخمة نتيجة اتساع حركة التجارة الخارجية بعد الأزمة المالية (1997-1998) التي واجهت اقتصاديات الدول الآسيوية، حيث عملت هذه الدول على تشجيع الصادرات السلعية من خلال بعض المزايا النسبية، المتمثلة في توفر اليد العاملة الرخيصة مقارنة بمثيلاتها في أوروبا، بالإضافة إلى انخفاض العملات الآسيوية مقارنة بالدولار والأورو، وقد تمكنت الدول الآسيوية من ادخار تراكمات مالية مهمة دفعتها لإنشاء صناديق سيادية ابتداءً من سنة 2000، ومن بينها صندوق تيماسك في سنغافورة، شركة الاستثمار الحكومي في كوريا الجنوبية...

(1) Jean marie chevalier ; les fonds souverains pétroliers; op.cit; p23.

(2) Andrew Bauer; fonds de ressources naturelles, la gestion des fonds de ressources naturelles : comment assurer des retombées pour tous; Natural resource governance Institute (NRGI)- Columbia centre on sustainable investment (CCSI); New York, USA 2014; p03.

https://resourcegovernance.org/sites/default/files/NRF_Complete_Report_FR.pdf

شكل رقم (13): توزيع الصناديق السيادية النفطية وغير النفطية للفترة (2015-2018) (الوحدة: تريليون دولار)



المصدر: بيانات معهد صناديق الثروة السيادية:

<https://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/07/07/2018>

لقد فاقت أصول الصناديق السيادية ذات المورد النفطي والغزي قيمة 4.243 تريليون دولار في شهر جويلية 2018 لتشكل حوالي 53.84% من الصناديق السيادية، وهذا أمر يعكسه وجود عدد كبير من الصناديق في الشرق الأوسط المعتمدة أساساً على عائدات النفط والغاز، في تكوين الصناديق السيادية التابعة لها، مثل المملكة العربية السعودية، أبو ظبي، الكويت وقطر، الإمارات العربية المتحدة، بالإضافة إلى دول آسيوية أخرى كروسيا التي تمتلك ثلاث صناديق سيادية تعتمد على النفط، وكذا كازاخستان وإيران والعراق، وفي إفريقيا تأسس صندوق ضبط الإيرادات الجزائري سنة 2000 من خلال الفوائض المالية المترتبة عن أسعار النفط عن تلك المقدرة في الميزانية، كما أنشأ الصندوق السيادي الليبي معتمداً على الفوائض النفطية في سنة 2006، أما بالنسبة للموارد غير النفطية فتشمل الصناديق المملوكة من قبل الدول التي تعتمد على فوائض التجارة الخارجية وميزان المدفوعات وقد وصل إجمالي أصولها إلى 3.637 تريليون دولار في جويلية 2018، وتضم الصندوق السيادي الصيني وهونغ كونغ وإيرلندا...، وبعض الدول تعتمد في تكوين الصناديق السيادية الخاصة بها على المعادن، مثل صندوق الشيلي⁽¹⁾ الذي يمول من مداخيل تصدير معدن النحاس (*).

(1) Samia buisine et autres ; op.cit; p17.

(*) تضاعف سعر النحاس خلال الفترة (2002-2012) بخمس مرات تقريباً في الأسواق الدولية، مما أمكن الدول الغنية بهذه المادة من إنشاء الصناديق السيادية لمواجهة أثر تغيرات الأسعار في الأسواق الدولية وإمكانية إحلال صناعات أخرى خارج القطاع الأولي، وتنتج دولة الشيلي حوالي ثلث الإنتاج العالمي من النحاس، ما يمثل ما نسبته 40 بالمائة من ميزانيتها العامة، لذلك فنصندوقها السيادي يمول أساساً من هذه المادة.

المطلب الثالث: معيار وجهة الاستثمار

يعتمد هذا المعيار على جغرافية توزيع استثمارات الصناديق السيادية داخليا أو خارجياً .

1- صناديق الاستثمار المحلية: وهي التي تعتمد على الاستثمار داخل الحدود الوطنية، وبذلك فهي استثمارات تهدف إلى تحقيق التنمية الوطنية، وتقترب في كثير من الجوانب من الشركات العمومية، لهذا لا نجد هذا النوع من الصناديق موجوداً في بعض التعريفات المحدودة أو الضيقة للصناديق السيادية، والتي تشترط قيام الصندوق باستثمارات في الخارج ليصبح صندوقاً سيادياً ، ومن إيجابيات هذا النوع أنه لا يضطر إلى التعامل مع الخارج، في ظل القوانين واللوائح المضادة، وكذا الاستثمار في بيئة أعمال داخلية معروفة، أما عن سلبياتها فتتعلق بكونها تقترب من الشركات العمومية، وتقوم بمنافسة القطاع الخاص، كما أن الاستثمار في الداخل يعرض الصناديق لتكلفة الفرصة البديلة، المفروض الحصول عليها في الخارج، بالإضافة إلى عدم استفادتها من التكنولوجيا الناتجة عن مشاركتها في مشاريع مختلطة في الدول المتقدمة، مثل الصندوق السيادي الماليزي الخزانة في ماليزيا، والصندوق الوطني للتنمية في تاوان.

2- صناديق الاستثمار الدولية: وهي الصناديق التي تقوم باستثمارات خارجية، حيث تقوم بصفقات للاندماج والتملك في الشركات الأجنبية، كما تعمل على شراء الأسهم والسندات الخاصة في العديد من القطاعات المالية والعقارية والخدماتية، ومن إيجابيات هذا النوع أنه يتفادى الاصطدام بالاستثمار الوطني العام أو الخاص، أما عن النقد الموجه لهذا النوع من الصناديق فيتمثل في كونه يتعرض لمخاطر سوقية عالية⁽¹⁾، وكمثال على ذلك نجد جهاز قطر للاستثمار، الهيئة العامة للاستثمار، جهاز أبو ظبي للاستثمار الذي يستثمر في فرنسا وإنجلترا وألمانيا، في القطاع العقاري والمالي والشركات التجارية.

المطلب الرابع: معيار الاستقلالية

وهي العلاقة الموجودة بين الحكومة والصندوق، ففي بعض الأحيان نرى صناديق تسيطر عليها الدولة بشكل تام، في حين نجد أن بعض الصناديق الأخرى تستقل بإدارة خاصة وهيكل نظامي يسير أصولها، والعبرة من هذا التقسيم إعطاء الحجة على إمكانية أن يكون لاستقلالية الصندوق دور في نجاحه.

(1) ماجد عبد الله المنيف، صناديق الثروة السيادية ودورها في إدارة الفوائض النفطية، مرجع سبق ذكره، ص14.

1- الصناديق غير المستقلة: هي الصناديق التابعة للحكومة ولا تتمتع باستقلالية في إدارة شؤونها وفي اتخاذ القرارات الخاصة بها، ولا تخضع للرقابة المستقلة والمساءلة بالشكل المطلوب، وغالباً ما تكون هذه الصناديق السيادية مرتبطة بحسابات الميزانية، مما يزيد من سبل الإنفاق فيها، والنقد الموجه لها من الفئة من الصناديق أنها تنشط وفق أجندات سياسية لوزراء الحكومة ومدراء البنوك المركزية وتفتقر للرقابة الفعالة والحوكمة الرشيدة، وكمثال على هذه الصناديق نجد صندوق ضبط الإيرادات، الهيئة العامة للاستثمار، والصندوق السيادي في أنغولا الذي يسير من قبل أمانة الشؤون الاقتصادية لرئيس الجمهورية.

2- الصناديق المستقلة: وهي الصناديق المستقلة عن الإدارة الحكومية بشكل تام أو نسبي، حيث تنطلق من رؤيتها الذاتية وتتخذ قراراتها واستراتيجياتها الاستثمارية وفق أفق مستقل وبعيد عن التوجهات الحكومية، حتى وإن كانت مملوكة للدولة إلا أنها تراعي دائماً الأهداف الاقتصادية، وتدار هذه الصناديق من قبل أجهزة خاصة وإدارات تنسق عملها مع البنوك المركزية، وعادة ما تسير من قبل كفاءات محلية أو أجنبية مختصة في الميدان المالي والأسواق العالمية، كما تخضع لمختلف أنواع الرقابة التشريعية والإدارية والخاصة وحتى الرقابة الذاتية المتولدة عن مجلس إدارة الصندوق، كما تقدم حصيلتها الدورية إلى الرأي العام مما يعزز سبل الشفافية لديها، ومن بين هذه الصناديق نجد صندوق المعاشات الحكومية العام النروييجي، صندوق الاستقرار الاجتماعي والاقتصادي في الشيلي، جهاز أبو ظبي للاستثمار في الإمارات العربية المتحدة، الذي يدار من قبل مجلس للإدارة ومدير عام والعديد من الأقسام التي تدير الاستثمارات المتنوعة للجهاز⁽¹⁾.

المطلب الخامس: معيار التمويل

ويقصد بهذا المعيار المصدر الذي تكونت من خلاله أصول الصندوق السيادي، حيث نستمد أهم الفروع الممكنة من تعريف صندوق النقد الدولي للصناديق السيادية، الذي سبق وأن ذكرناه في المبحث الأول، حيث يشير إلى أربع احتمالات ممكنة لتمويل الصناديق وهي إيرادات الموارد الأولية، المدفوعات الجارية، الخصخصة وفوائض الميزانية العامة⁽²⁾.

(1) Pierre Christian Atangana; l'émergence des fonds souverains et leur impact sur l'investissement transfrontières ; mémoire présenté comme exigence partielle de la maîtrise en droit; université de Québec a Montréal, Canada février2013; p28.

(2) IMF; Sovereign wealth fund; A work agenda; op.cit, p26. www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/022908.pdf

1- الصناديق الممولة من إيرادات المواد الأولية: وهي الصناديق التي شكلت من الفوائض المالية المترتبة عن بيع

الموارد الطبيعية كالنفط، الغاز الطبيعي، الفوسفات، الحديد، النحاس... الخ، ومن بين الدول المالكة لصناديق ممولة من فوائض الموارد الأولية نجد النرويج، المملكة العربية السعودية، الجزائر، الكويت، ليبيا، بتسوانا، الشيلي...

2- الصناديق الممولة من المدفوعات الجارية: حيث أدى ارتفاع احتياطات النقد الأجنبي المودعة لدى البنوك

المركزية، نتيجة زيادة صادرات الدول في آسيا وأمريكا اللاتينية، إلى إنشاء صناديق سيادية تحتفظ بهذه الثروة لتحقيق أهداف اقتصادية كلية، حيث نجد هذا النوع من الصناديق في كل من الصين وسنغافورة...

3- الصناديق الممولة بعوائد الخوصصة: تحصلت بعض الدول على مبالغ مالية ضخمة جراء تحويل ملكية

المؤسسات العمومية إلى القطاع الخاص، فمثلاً وصلت نواتج الخوصصة في الجزائر التي بدأت سنة 2003 إلى غاية سنة 2008 حوالي 16 مليار دولار، وكمثال على الدول التي أسست صناديق من عائدات الخوصصة نجد ماليزيا واستراليا⁽¹⁾.

4- الصناديق الممولة من فوائض الميزانية: تسمح فوائض الإيرادات العامة بخلق كتلة نقدية كافية لإنشاء

صناديق سيادية موجهة لأغراض اقتصادية كلية دون استعمالها بالشكل الذي يزيد الإنفاق والتضخم، ومن بين هذه الصناديق شركة الاستثمار في كوريا الجنوبية والصندوق السيادي في فنزويلا⁽²⁾.

ويمكننا القول أن الآليات التي يعمل وفقها كل صندوق تختلف من شكل لآخر، لكن مهما يكن من أمر فإن الصناديق

السيادية لا تقف عند نوع خاص ومحدد من الأهداف، فمثلاً يمكن أن ينتقل صندوق من شكل إلى آخر وفق معطيات كل

مرحلة، حيث انتقلت أغلب الصناديق عقب الأزمة المالية العالمية إلى التركيز على الاستثمارات المحلية والابتعاد عن الأسواق

المالية العالمية بعدما غابت الثقة فيها كما يمكن أن يتحول صندوق الاستقرار إلى صندوق استثمار الاحتياطات، في الحالة

التي تتوفر السيولة اللازمة لدى السلطات العامة للدولة لتسيير الميزانية السنوية وكذا توفر الأصول الكافية لتغطية النفقات في

الآجال الزمنية المرغوب فيها، أو تتحول بسبب الانتقال من إستراتيجية التحوط من تقلبات أسعار المواد الأساسية في المدى

⁽¹⁾ عبد المجيد قدي، الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف، العدد السادس 2010، ص 03.

⁽²⁾ Javier santiso; les fonds souverains: des acteurs clés dans la nouvelle géographie des richesses; op.cit.; p322.

القصير، إلى تكوين مدخرات لضمان حقوق الأجيال في المدى البعيد، كما يمكن أن يجمع الصندوق السيادي بين العديد من الأهداف في وقت واحد، بحيث يكون صندوق استقرار وادخار ويمكن استخدامه في التنمية المحلية واستقرار الميزانية⁽¹⁾ وكمثال على هذه المقاربة تقوم صناديق الثروة السيادية في ليبيا وأذربيجان والمكسيك والنرويج، بمهام ضمان استقرار العائدات ووظيفة الادخار، حيث يهدف صندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج إلى الاستثمار والاحتفاظ بالثروة للأجيال المستقبلية، وتمويل المعاشات والحفاظ على استقرار الميزانية العامة، وصندوق المستقبل في استراليا الذي يهدف إلى الادخار واستقرار وديمومة نظام التقاعد، والصندوق الكازاخستاني الذي يقوم بالادخار والتنمية المحلية⁽²⁾، كما يقوم صندوق إيرلندا بحماية المعاشات التعاقدية وتمويل الحاجات التنموية المحلية ودعم البنوك والمؤسسات المالية⁽³⁾، ويمكننا الجزم بأن مصادر التمويل السالفة الذكر تبقى مؤقتة وثابتة عند سنوات تأسيس الصناديق السيادية، ويمكن الانتقال من مصدر تمويل إلى آخر حسب تطورات الصندوق والمتغيرات الاقتصادية المستجدة فمثلاً يمول جهاز أبو ظبي للاستثمار من النفط لكنه في السنوات الأخيرة أصبحت عوائده الاستثمارية تمثل جزءاً هاماً من إيراداته.

المطلب السادس: معيار هيكل الصندوق

وهو المعيار الذي يفرق بين نوعين من الصناديق، أحدهما له كيان خاص به وإدارات مختصة، ونوع آخر من الصناديق ليس له وجود مؤسسي وغالباً ما يكون تحت تصرف وزير المالية، ويقترّب هذا التصنيف من معيار الاستقلالية بشكل كبير.

1- صندوق له وجود مؤسسي: وهو الصندوق الذي يتشكل من إدارة خاصة مستقلة وموظفين مؤهلين، مثل

صندوق مبادلة الذي أسس سنة 2002، صندوق تيماسك في سنغافورة سنة 1974⁽⁴⁾ وجهاز أبو ظبي للاستثمار

(ADIA) الذي أسس سنة 1976، ويشغل حوالي 1700 موظف من 65 جنسية حسب بيانات سنة 2017⁽⁵⁾.

(1) أودايرداس وآخرون، اقتصاديات صناديق الثروة السيادية قضايا لصناع القرار، مرجع سبق ذكره، ص 60.

(2) Marie-Claire Aoun; Quentin boulanger ; op.cit; p 08.

(3) Sarah E. Stone and Edwin M. Truman; Uneven Progress on Sovereign Wealth Fund Transparency and Accountability; Peterson Institute for International Economics; USA October 2016; p05.

<https://piie.com/system/files/documents/pb16-18.pdf> ; 05/07/2018 à 21^h.42

(4) Caroline Bertin delacour; les fonds souverains ; op.cit.; p 200.

(5) Abu Dhabi investment authority; review 2017; prudent global growth; p04.

2- صندوق ليس له وجود مؤسسي: لا تشمل هذه الصناديق على كيانات مستقلة، بحيث تدار من قبل وزير

المالية أو جهاز يكون تابع لإدارات البنك المركزي، وبذلك تكون مرتبطة وغير مستقلة بالسلطة الحاكمة، مثل صندوق ضبط

الإيرادات في الجزائر (FRR)، الذي يعد حساب تخصيص خاص مدار ومسير من قبل وزير المالية⁽¹⁾.

جدول رقم (09): أهداف مجموعة من صناديق الثروة السيادية

الدولة	الهدف
جهاز أبوظبي للاستثمار	تنويع مصادر الدخل.
صندوق المعاشات الحكومية العام النرويجي	تمويل معاشات المستقبلية وضمان الاستقرار وتفادي ظاهرة المرض الهولندي.
شركة حكومة سنغافورة للاستثمار	تنويع مصادر الدخل وتحقيق عوائد مرتفعة.
الهيئة العامة للاستثمار	تنويع مصادر الدخل وتحقيق عوائد مرتفعة.
شركة الاستثمار الصينية	تحقيق عوائد مرتفعة.
صندوق الاستقرار الروسي	تخفيض تقلبات أسعار المواد الآلية وتمويل المعاشات ودفع الدين العمومي الخارجي.
صندوق تيماسك بسنغافورة	تعظيم العوائد.
جهاز قطر للاستثمار	تنويع مصادر الدخل وتحقيق عوائد مرتفعة.
صندوق ضبط الإيرادات	تمويل عجز الموازنة عند انخفاض البترول ودفع الدين العمومي الخارجي.
الصندوق السيادي ألاسكا	تعويض نضوب النفط وتحقيق العوائد المرتفعة.
جهاز ليبيا للاستثمار	تنويع الأصول.
جهاز الاستثمار في بروناي	تحقيق عوائد مرتفعة.
صندوق خزانة ماليزيا	الاستثمار في الصناعات الجديدة والقطاعات الإستراتيجية العالمية.
نركة الاستثمار في كوريا	عوائد مرتفعة مستقرة وتفضيل القطاعات المالية الوطنية.
صندوق التنمية الوطني في فنزويلا	شراء سلع وخدمات أجنبية بالعملات الصعبة.
صندوق البيرتا للتراث في كندا	تمويل الميزانية وتحقيق عوائد مرتفعة للأجيال المستقبلية وتنويع الاقتصاد.
صندوق الاستقرار الوطني بتايوان	تمويل الأجيال القادمة واستقرار الميزانية وتمويل مشاريع الاستثمار.
صندوق الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي في الشيلي	تحقيق استقرار في النفقات الاجتماعية والقدرات الحكومية.
صندوق الاستثمار بالإمارات العربية	تعظيم العوائد وأن تصبح دبي مركز للاقتصاد العالمي.
مؤسسة دبي للاستثمارات الحكومية	تعظيم العوائد.
صندوق الاحتياطي العام للدولة في عمان	استقرار الميزانية.

Source: chambre de commerce ; les fonds souverains; op.cit ; p10.

⁽¹⁾ Caroline Bertin Delacour; Les fonds souverains; p57.

المبحث الرابع: أهمية صناديق الثروة السيادية محلياً وعالمياً

تتلور أهمية الصناديق السيادية في الخصائص التي تتمتع بها، والمميزات التي تحظى بها استثماراتها، خاصة ما يرتبط باستقرارها على المدى الطويل وضخامة الأصول التي تديرها، الأمر الذي يرفع من الطاقة التمويلية للمشاريع الضخمة، بحيث تتقارب في هذا الصدد مع استثمارات الشركات المتعددة الجنسيات.

المطلب الأول: أهمية الصناديق الثروة السيادية بالنسبة للمالك

رأينا سابقاً أن خيار إنشاء صناديق للثروة السيادية له مبرراته ودوافعه المختلفة بشكل رئيسي بين فئتين من الملاك، الدول الغنية بالموارد الطبيعية والدول الأخرى التي تتميز بفوائض ضخمة لميزان المدفوعات، ولكن العبرة والخلاصة بما تجنيه هاته الدول من هذا التوجه، وفعاليته مقارنة بالخيارات الأخرى المترتبة عن الاحتفاظ بالأصول في أشكالها التقليدية. فمن الناحية النظرية تقوم الصناديق السيادية بدور الاحتياطي المالي، الذي يقي من تقلبات أسعار السلع الأساسية، وتوظيفها في كيانات موجهة للادخار للأجيال المستقبلية، وتعمل كصمام أمان قادر على تحقيق التوازنات والاستقرار للاقتصاد الكلي⁽¹⁾.

وتعمل على استقرار الميزانية العمومية للدولة، وتخفيف آثار تهاوي أسعار النفط، كما تساهم في تحسين إدارة الدولة للأموال العامة، وتوفير مصادر دخل دائمة في حال نضوب النفط، خاصة في الدول التي تتميز باحتياطات نفطية قليلة، من خلال القيام باستثمارات خارجية تعمل على صب مردود إضافي من العملات الصعبة⁽²⁾.

كما يمكنها أن تكون بمثابة رأس مال مهم، قادر على تفعيل وخلق الثروة في قطاعات جديدة، وتنويع مصادر الناتج الداخلي الخام، وتعمل على استقرار الإنفاق الحكومي والابتعاد عن التضخم وتعزيز الانضباط المالي والشفافية في إدارة الفوائض المالية المتاحة للدولة في وقت معين⁽³⁾، بوضع جداول خاصة بالتدفقات المالية الواردة إلى الموازنة، وضبطها من أجل

(1) Andreas Schwab; les fonds souverains ; discours lors du petit déjeuner européen « l'Europe financière et bancaire » centre des études européennes de l'ENA ; Strasbourg ; le 22octobre 2008 ; France 2008; p02.

(2) ماجد عبد الله المنيف، صناديق الثروة السيادية ودورها في إدارة الفوائض النفطية، مرجع سبق ذكره، ص06.

(3) IMF; Sovereign wealth fund; A work agenda; op.cit; p 12.

كبح الإنفاق العام واستقرار الاقتصاد الكلي، مما يسمح بمحاربة الإسراف والاقتصاد في الاستهلاك⁽¹⁾، وقد أظهرت دراسة لصندوق النقد الدولي سنة 2008 أن الصناديق السيادية تساهم في عمليات الضبط المالي وتحسين عمليات الإنفاق العمومي وإدارة الفوائض، كما تساهم في مجال البنية التحتية والطرق والجسور والهياكل الفنية التي تساعد على تنشيط الاقتصاد الوطني⁽²⁾ وتحقيق التنمية المستدامة وتحسين الرفاه الاجتماعي ودعم الصحة والتعليم، وتعمل على القضاء على المديونية العمومية الداخلية والخارجية، مما يساهم في تخفيف الأعباء المالية المرتفعة على الدولة.

وقد ساعدت صناديق الثروة السيادية في الكثير من الأحيان دولها المالكة على تجاوز بعض الأزمات، وكمثال على ذلك قامت الكويت بالاستعانة بصندوق الأجيال الكويتية (FGF)، في إعادة إعمار الدولة بعد انتهاء الغزو العراقي عليها، حيث اضطرت إلى إجراء سحب من الصندوق وصل إلى 85 مليار دولار، في عمليات دفع تكاليف التحرير التي قامت بها القوات الدولية، وعمليات إعادة تأهيل الطرق والمعابر والجسور والمستشفيات والمدارس التي دمرت أثناء الحرب⁽³⁾.

كما استفادت الشيلي من صندوقها السيادي في تعويض الأضرار الناتجة عن الزلزال الذي ضرب البلاد في فيفري 2010، حيث سمح الصندوق بمنح 9.3 مليار دولار لتمويل المشاريع التنموية، وإعادة ترميم وبناء مخلفات هذا الزلزال⁽⁴⁾، وقد لعبت الصناديق السيادية دوراً هاماً في تحقيق التنمية الاقتصادية في الإمارات العربية المتحدة، الكويت، قطر... كما تساهم اليوم في تعويض تدهور أسعار النفط في كثير من الدول النفطية، كالجنازير مثلاً التي اعتمدت على صندوق ضبط الإيرادات في تمويل الخزينة العمومية ودفع أجزاء مهمة من المديونية الخارجية، وإعادة التوازن لمداخيل الدولة التي انخفضت بأكثر من النصف بداية من سنة 2015.

وعلى العموم تختلف مساهمات الصناديق السيادية في بلدانها المالكة حسب طبيعة كل صندوق والغاية من إنشائه، كما ذكرنا سابقاً، إلا أن العبرة بانعكاسات استثمارات الصناديق السيادية على الظروف المعيشية للمواطن، وتوجهها نحو الأفضل دائماً وآثارها على التنمية المحلية، وتمويل القطاعات الوطنية الحساسة مثل التعليم والصحة والأمن...

(1) ماجد عبد الله المنيف، مرجع سبق ذكره، ص08.

(2) Alain demarolle ; rapport sur les fonds souverains; op.cit ; p11.

(3) معلومات من الهيئة العامة للاستثمار في الكويت، على موقع الهيئة المتوفر على الرابط: <http://www.kia.gov.kw/ar/Pages/default.aspx>

(4) Samia buisine et autres; op.cit; p17.

المطلب الثاني: فوائد الدول المضيفة من استثمارات صناديق الثروة السيادية

على مستوى الدول المضيفة لاستثمارات صناديق الثروة السيادية، فإنها تعمل على ضمان تمويل مستمر ومستقر للمؤسسات الغربية الكبرى، والحفاظ على المؤسسات والشركات من مخاطر الأزمات بتوفير السيولة المالية على المدى البعيد، والحفاظ على الوظائف وتدعيم القدرات الإنتاجية، والمساهمة في إعادة تنشيط المؤسسات المتعثرة، فمثلاً ساهم صندوق مبادلة في شركة (IMD) الأمريكية بنسبة 8.1%⁽¹⁾.

كما تسمح الهيكلية الخاصة لصناديق الثروة السيادية ونوعية وخصائص استثماراتها الخارجية، يجعلها ركن أصيل في المساهمة في استقرار الاقتصاد العالمي، حيث عملت الصناديق السيادية على إنقاذ النظام الرأسمالي بشكل عام والولايات المتحدة الأمريكية بشكل خاص من أزمة هي الأقوى والأعنف منذ سنة 1929⁽²⁾، وتقوم استثمارات الصناديق السيادية باعتبارها استثمارات طويلة الأمد بإحداث التنمية الاقتصادية في البلدان المضيفة، في مجالات متعددة من الطاقة المتجددة، البنية التحتية، الفلاحة، الخدمات...، وهذا ما دفع برئيس البنك الدولي (Robert b zoellick) سنة 2008 إلى مطالبة مالكي صناديق الثروة السيادية باستثمار واحد بالمائة من رأسمالها في استثمارات بالقارة الإفريقية، مدعماً قوله بأن البنك الدولي سيساعد أي استثمارات مستقبلية لصناديق الثروة السيادية في إفريقيا⁽³⁾.

كما يرى مؤيدو صناديق الثروة السيادية أنها عنصر من عناصر تفعيل منهج العولمة في شقه الاقتصادي وعامل مساعد على تمويل المشاريع الاقتصادية الاستثمارية الكبرى، التي تتطلب رؤوس أموال كبيرة كالبنى التحتية والهيكل القاعدية، وتقوم الصناديق السيادية بدور الاحتياطي النقدي للدول المستقبلة لاستثماراتها، وتفعيل دور الدول النامية في بناء الاقتصاد العالمي وربط الاقتصادات المختلفة مع بعضها البعض⁽⁴⁾.

(1) معلومات من صندوق مبادلة للاستثمار، على موقع الصندوق المتوفر على الرابط: <https://www.mubadala.com/en/news/amd->

announces-622m-investment-mubadala-development-company» 27-07-2018 على الساعة 13.28^س

(2) OCDE; fonds souverains et politiques des pays d'accueil; rapport du comité de l'investissement; 4 avril 2008; p03.

(3) Steven mufson; zoellick wants wealth funds to invest 1% in Africa; Washington post staff writer; Thursday, april3; 2008, «09 avril 2017» à 15^h.35 at:

<http://www.Washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2008/04/02 AR 2008040203417.html>

(4) Andreas schwab; les fonds souverains; op.cit, p02.

وقد رحب السيناتور عن ولاية أنداينا في الولايات المتحدة الأمريكية (Evan Bayh) بالاستثمار الأجنبي القادم إلى أمريكا لكونه يزيد من الوظائف ويحسن التنافسية ويبقي أسعار الفائدة منخفضة، غير أن هذه الفوائد المالية لا يجب أن تقضي على المصالح الوطنية، بحيث يجب أن تتصف استثمارات الصناديق السيادية بمزيد من الصدق والشفافية واحترام القوانين المضيفة على حد تعبيره⁽¹⁾.

المطلب الثالث: فوائد النظام المالي العالمي من وجود صناديق الثروة السيادية

يعود الاهتمام العالمي الكبير بصناديق الثروة السيادية وخاصة أثناء الأزمة المالية العالمية، إلى التحول الذي طرأ على استراتيجياتها الاستثمارية وتحولها من أطراف الأسواق العالمية إلى مراكزها الضخمة في عمق الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا والنظام المالي العالمي ككل، كما أدى استحوادها على جزء هام من رأس مال مؤسسات عملاقة في تسليط الضوء عليها ككيان استثماري قادر على قلب التوازنات⁽²⁾.

فمثلاً اشترت صناديق الثروة السيادية حصصاً في كبرى البنوك والمؤسسات المالية في (city group) (Merrill) (lunch)... بالولايات المتحدة الأمريكية و في (Morgan Stanley) في بريطانيا، كما استطاعت الصناديق القيام بصفقات مالية في شركات نفطية، مثل شراء الهيئة العامة في الكويت حصصاً في شركة النفط العالمية بريتش بتروليوم، وقد ساهمت تدفقات الأموال الضخمة من صناديق الثروة السيادية إلى أوروبا إلى دعم مراكز الأورو في النظام المالي العالمي⁽³⁾.

كما أقر المجلس الفدرالي الأمريكي بأهمية الصناديق السيادية في الأسواق العالمية والنظام المالي العالمي، فقد أكدت دراسة له على عينة لـ 163 مشروع استثماري عبر مختلف دول العالم، أن معدل العائد يزداد في الشركات المدرجة، وأنها تتحصل على ما قيمته 02% في المتوسط بعد يومين من إعلان صفقة التملك بين الصندوق والشركات العالمية⁽⁴⁾.

وتساهم الصناديق السيادية على تمويل الأسواق الدولية على تجاوز تقلبات الدورات الاقتصادية، حيث حققت قدراً مهماً من التنوع للأسواق لا سيما في ظروف الاضطراب، كما حافظت صناديق الثروة السيادية على استقرار النظام المالي والنقدي

(1) Evan Bayh; time for sovereign wealth rules; wall street journal; February 13,2008.

<https://www.wsj.com/articles/SB120286960358864245> «28/07/2018» à 02^h.17

(2) ستيفن بيريت، حين يتكلم المال، مرجع سبق ذكره، ص03.

(3) Andreas Schwab; les fonds souverains; op.cit; p02.

(4) Javier santiso ; les fonds souverains : des acteurs clés dans la nouvelle géographie des richesses ; op.cit p322.

العالمي من جراء إعادة التوازن وإعادة ضخ الأموال التي تحتاجها البلدان المتقدمة^(*) المتأثرة بتداعيات أزمة الرهن العقاري⁽¹⁾، وفي هذا الصدد ثمنت مجموعة الثمانية دور الصناديق السيادية في تحقيق الاستقرار المالي العالمي، ففي قمة طوكيو لسنة 2008 شجعت هذه الدول التزام الصناديق بمعايير الشفافية والمساءلة في عرض نشاطاتها وأهدافها، بالإضافة إلى إبراز دور المؤسسات الدولية في إيجاد معايير ومبادئ عادلة بين مالكي الصناديق ومتلقي استثماراتها⁽²⁾، كما اعترف السيد (John Iipsky) النائب الأول للمدير العام لصندوق النقد الدولي، بالدور الذي تلعبه الصناديق السيادية على المستوى المحلي والدولي، عن طريق امتصاص الصدمات وتوفير رأس المال لآجال طويلة خاصة خلال الأزمات⁽³⁾، من جهة أخرى تقوم الصناديق السيادية بالمساهمة في تمويل البلدان الفقيرة في إفريقيا وآسيا من خلال المبالغ المالية الموجهة إليها، في استراتيجيات الاستثمار الأجنبي المباشر للمنطقة، حيث أنشأت ليبيا محفظة ليبيا إفريقيا للاستثمار سنة 2006 بمبلغ 05 مليار دولار مخصص لدعم المشاريع التنموية في قارة إفريقيا، كما أنشأ الصندوق السيادي الصيني الإفريقي للتنمية سنة 2007 لدعم البنية التحتية والاستثمارات الصناعية في إفريقيا، وتكللت زيارة رئيس جنوب إفريقيا السابق لقطر سنة 2008 بوضع جهاز قطر للاستثمار صندوقاً مخصصاً لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، لتسيير البنية التحتية وقطاع النقل والاتصالات والطاقة في إفريقيا برأسمال قدره 400 مليون دولار⁽⁴⁾.

(1) FMI; Le FMI va définir des pratiques optimales avec les fonds souverains ; op.cit.; p61.

(*) وهذا ما جاءت به دراسة اقتصادية لكل من (al and fotak 2008) حول إقدام الصناديق السيادية على شراء بعض من الاستثمارات في أسواق البورصة في الولايات المتحدة وألمانيا...، حيث أكدت الدراسة أن العمليات المالية ذات عوائد إيجابية ومجدية ومعنوية اقتصادية كبيرة، أنظر (Javier santiso ; les fonds souverains : des acteurs clés dans la nouvelle géographie des richesses ; op.cit ; p322.

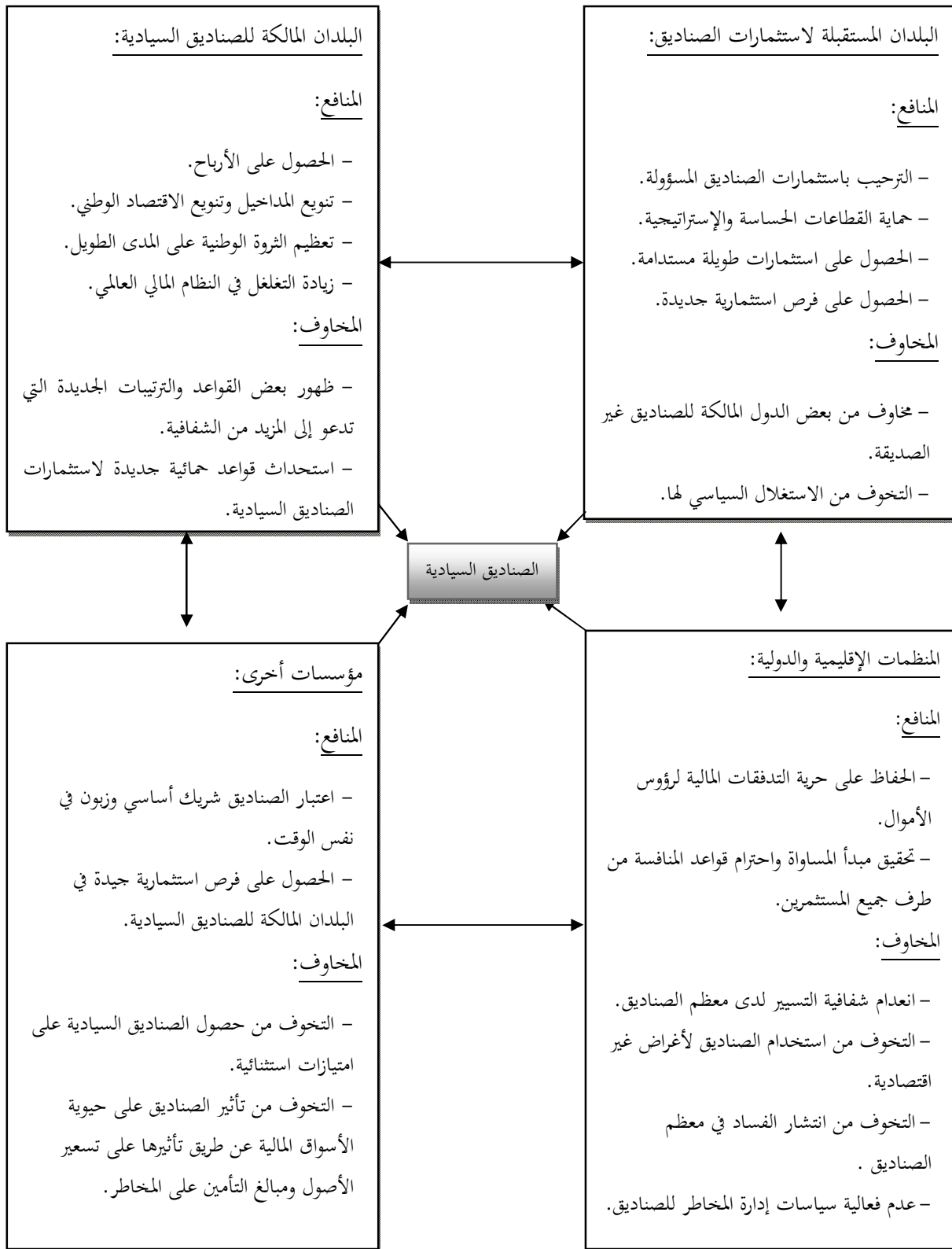
(2) عبد المجيد قدي، الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة، مرجع سبق ذكره، ص11.

(3) صندوق النقد الدولي، ليبسكي يصرح: مبادئ صناديق الثروة السيادية تدعم الاستثمار عبر الحدود، نشرة الصندوق، مبادئ سنتياغو

(imfsurvey@imf.org)

(4) Javier santiso; op.cit; p335.

شكل رقم (14): إستراتيجية كل طرف تجاه صناديق الثروة السيادية



المصدر: شعبان فرج، ومرتم دباغي، صناديق الثروة السيادية ومساهمتها في رسم المشهد المالي العالمي، مرجع سبق ذكره، ص13.

المطلب الرابع: النقاط التي تُحسب على صناديق الثروة السيادية

تتضمن أنشطة الصناديق السيادية بعض المآخذ التي عجلت من تخوف الغرب من استثماراتها، والتي تتعلق بغياب الشفافية والحوكمة، وهذا ما يلاحظ في مؤشرات (لينبرغ ومادول)، (ترومان)، مبادئ سنتياغو ومبادئ الاستثمار لمنظمة التنمية والتعاون الاقتصادي، مما يفرض ضباية كبيرة في نشاطاتها وعملها ومصادر تمويلها وسبل إنفاقها⁽¹⁾، فعلى المستوى المحلي يكمن عيب الصناديق السيادية الموجهة للادخار في أنها تكتنز الأموال، في حين يوجد هناك آلاف الفقراء الذين يقبعون في البؤس والحرمان، دون قيام الدول بضخ تلك الأموال في تمويل التنمية وتطوير البنية التحتية الفنية وتعزيز الأمن الغذائي، كما أن تعدد سبل الإنفاق في بعض الصناديق السيادية يؤدي إلى إضعاف قدراته، فمثلاً تهدف صناديق كازاخستان وليبيا إلى تنويع الاقتصاد الوطني، كما تقوم بعمليات إنفاق أخرى خارج قواعد الضبط الموازي، كما أن صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر يقوم تمويل عجز الميزانية والمساهمة في تخفيض المديونية الخارجية، في حين صندوق المعاشات الحكومية العام النرويجي هو عبارة عن صندوق سيادي، يمول من إيداعات الحكومة من نشاط النفط ويحول إلى الموازنة في حالة العجز غير النفطي الناتج عن الإيرادات غير النفطية⁽²⁾، أما على المستوى الدولي فقد يؤدي انتقال الاستثمارات الأجنبية للصناديق السيادية من دولة إلى أخرى، إلى التأثير على تسعير الأصول المطلق والنسي والاحتلال في الدخل، كما تسمح بحدوث تقلبات في الأسواق المالية، من خلال القيام باستثمارات خطيرة والتي تؤثر على قطاعات معينة دون الأخرى، وقد تؤدي استثمارات الصناديق طويلة الأجل إلى التأثير على أسعار الفائدة وأسعار الأصول الحقيقية، مما يسمح بزيادة أسعار الفائدة وتدهور أسعار الصرف، كما عبرت الدول الغربية عن تخوفها من الصناديق السيادية لكونها تروج لمبادئ رأسمالية الدولة عوض أفكار وأسس رأسمالية السوق⁽³⁾، ومن المحتمل أن تؤدي بانورامية ملاك الصناديق إلى ظهور أهداف إستراتيجية، تعمل على التحكم في قطاعات حساسة كالمدافع والأمن والاتصالات والتكنولوجيا الحديثة، مما يقوض الأمن القومي الداخلي⁽⁴⁾.

(1) مظهر محمد صالح، مرجع سبق ذكره، ص 03.

(2) ماجد عبد الله المنيف، مرجع سبق ذكره، ص 09.

(3) سفين بيرنت، أين صناديق الثروة السيادية من مبادئ سنتياغو؟ أوراق كارنيغي، مركز كارنيغي للشرق الأوسط، العدد 22 أيار/ مايو 2010، ص 01 على الرابط [carnegie-mec.org/2010/05/05/AR-pub-40832] أطلع عليه يوم 28 أفريل 2017 على الساعة 10.30 س.

(4) the economist; the invasion of the sovereign-wealth fund; Jan 17 Th 2008, [at

<http://www.economist.com/node/10533866> ; 24 mars 2017 à 23.09

خلاصة:

إن المعرفة الدقيقة لصناديق الثروة السيادية مفهومها وتطوراتها وأنواعها يفضي إلى حقيقة واحدة، وهي أنها أدوات استثمار حكومية مملوكة للدولة، تتضمن أوعية مالية ضخمة ناتجة عن الفوائض المالية المترتبة عن الصادرات النفطية أو السلعية، حيث تسعى هذه الصناديق إلى تحقيق أهداف اقتصادية كلية كاستقرار الموازنة وتنويع مصادر الدخل الوطني والاحتفاظ بالثروة للأجيال المستقبلية.

وقد ظهرت صناديق الثروة السيادية في البداية سنة 1953 في دولة الكويت، ثم انتشرت عبر ثلاث مراحل إلى كافة أنحاء العالم، حيث ارتبط تطورها في كل مرحلة بحالة الاقتصاد العالمي، خاصة ما يتعلق بأسعار النفط والغاز الطبيعي والمعادن الأخرى وكذا نمو التجارة الخارجية، وتتركز صناديق الثروة السيادية الضخمة في دول مجلس التعاون الخليجي (GCC) كالإمارات العربية وقطر والكويت والصين وسنغافورة في آسيا والنرويج في أوروبا.

وهناك أنواع مختلفة من صناديق الثروة السيادية حسب اختيارات كل دولة وأهدافها، مما أضفى على الظاهرة الاقتصادية تنوعاً كبيراً، حيث تعد الصناديق السيادية في بعض الدول كأداة لتفادي الأزمات المستقبلية، وملجأً أخيراً في مواجهة النكسات الاقتصادية، كما تسمح الصناديق بخلق نوع من التوازن المالي في المدى المتوسط والطويل، كما تهدف الدول عموماً من إنشاء الصناديق السيادية إلى تخزين جزء من تراكم الثروة في وقت معين، مما يخلق نوع من الثقة في الاقتصاد المحلي، باعتبارها صمام أمان في حال الهزات الاقتصادية، إلا أن الأزمة المالية العالمية أثرت بشكل كبير على الأصول المملوكة لصناديق الثروة السيادية وعلى استثماراتها، خاصة تلك المنجزة في القطاعات المالية في الولايات المتحدة وأوروبا وآسيا، مما أثر على سلوكياتها الاستثمارية الجغرافية والقطاعية، كما عرقلت الإجراءات الحمائية في البلدان المضيفة من حركية الصناديق ودفعتها إلى إعادة بلورة معايير حوكمتها وشفافيتها.

الفصل الثاني

إستراتيجية الاستثمار والحوكمة

لصناديق الثروة السيادية

تمهيد:

تسعى العديد من صناديق السيادية باعتبارها أوعية مالية ضخمة إلى تعظيم أرباحها من خلال عمليات الاستثمار المحلي أو الأجنبي، وهذا لتحقيق المزيد من الإيرادات والفوائد السنوية، مع الأخذ بعين الاعتبار النواحي المرتبطة بدرجة المخاطرة وتقلبات الأسواق الدولية وخاصة المالية منها، في ظل الأزمات المتكررة والدورية التي يشهدها النظام المالي العالمي.

وفي الحقيقة صناديق الثروة السيادية ليست مؤسسات مصرفية، حيث لا تشارك في حصص الشركات إلا بعد دراسة معمقة للجدوى الاقتصادية للمشاريع، بعيدة كل البعد عن كل الحسابات والأهداف السياسية التي تخوفت منها البلدان الغربية، حيث أظهرت هذه الأخيرة مخاوف كبيرة من استثمارات الصناديق السيادية، وعلى أثرها على التوازنات المالية الدولية وعلى استقرار النظام العالمي، واعتبارها كأحد العوامل التي ستضعف من هيكلية المنظومة الاقتصادية العالمية الكلية، مما ولد ضغطاً كبيراً على المؤسسات المالية الدولية مثل صندوق النقد الدولي ومنظمة التنمية والتعاون الاقتصادي، لإيجاد صيغ وبدائل من شأنها تقريب وجهات النظر، بين استثمارات صناديق الثروة السيادية والدول الغربية المستقلة لاستثماراتها، وزيادة في درجة الحوكمة لهذه الصناديق من خلال بعض الآليات والمؤشرات المختلفة.

وعليه سنقوم في هذا الفصل بالتطرق إلى الإستراتيجية الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية ضمن (المبحث الأول) صناديق الثروة السيادية والأزمة المالية العالمية (المبحث الثاني)، الجدل القائم بخصوص الصناديق السيادية (المبحث الثالث)، وحوكمة الصناديق السيادية ومعاييرها (المبحث الرابع) الذي تطرقنا فيه إلى آليات ومتطلبات حوكمة صناديق الثروة السيادية والمعايير المعتمدة في هذا الشأن.

المبحث الأول: الإستراتيجية الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية

يتجه الاستثمار الخاص عادة تجاه المشاريع الأكثر ربحية، وذات المدروية العالية والسمعة التجارية المتميزة، بالإضافة إلى بعض الخيارات الأخرى المتعلقة بقرب المسافة الجغرافية أو العلاقات الثنائية والمتعددة الأطراف بين الدول، حيث نجد بعض صناديق الثروة السيادية التي لا تقوم باستثمارات في الخارج وتحبذ الاستثمار محلياً والقيام بأنشطة اقتصادية داخلية⁽¹⁾، مثل الصندوق السيادي الخزانة في ماليزيا والصندوق الوطني للتنمية في تايوان⁽²⁾، وهو ما يضيف مزيداً من التنوع على خصائص الصناديق السيادية.

المطلب الأول: تطورات استثمارات صناديق الثروة السيادية

لم يتعدى حجم الإنفاق الاستثماري في الخارج لصناديق الثروة السيادية في الفترة (1995-2008) سوى 178.4 مليار دولار⁽³⁾، وقد انخفض هذا الرقم سنة 2016 إلى 39.90 مليار دولار⁽⁴⁾، ويعد المبلغ الذي تخصصه صناديق الثروة السيادية للاستثمار بشكل عام مبلغاً زهيدا، إذا ما قارناه مع حجم الأصول الإجمالية للصناديق من جهة، ومن جهة أخرى مع حجم الأصول المخصصة لعمليات الاستثمار الأجنبي الصادر (FDI outflows) في العالم، والذي بلغ سنة 2016 قيمة 1.452 مليار دولار⁽⁵⁾.

⁽¹⁾ ماجد عبد الله المنيف، صناديق الثروة السيادية ودورها في إدارة الفوائض النفطية، مرجع سبق ذكره، ص08.

⁽²⁾ chambre de commerce Luxembourg; les fonds souverains; op.cit; p11.

⁽³⁾ Steffen Kern; Fonds souverains: nouvelles réalités économiques et réponses politiques; op.cit; p280.

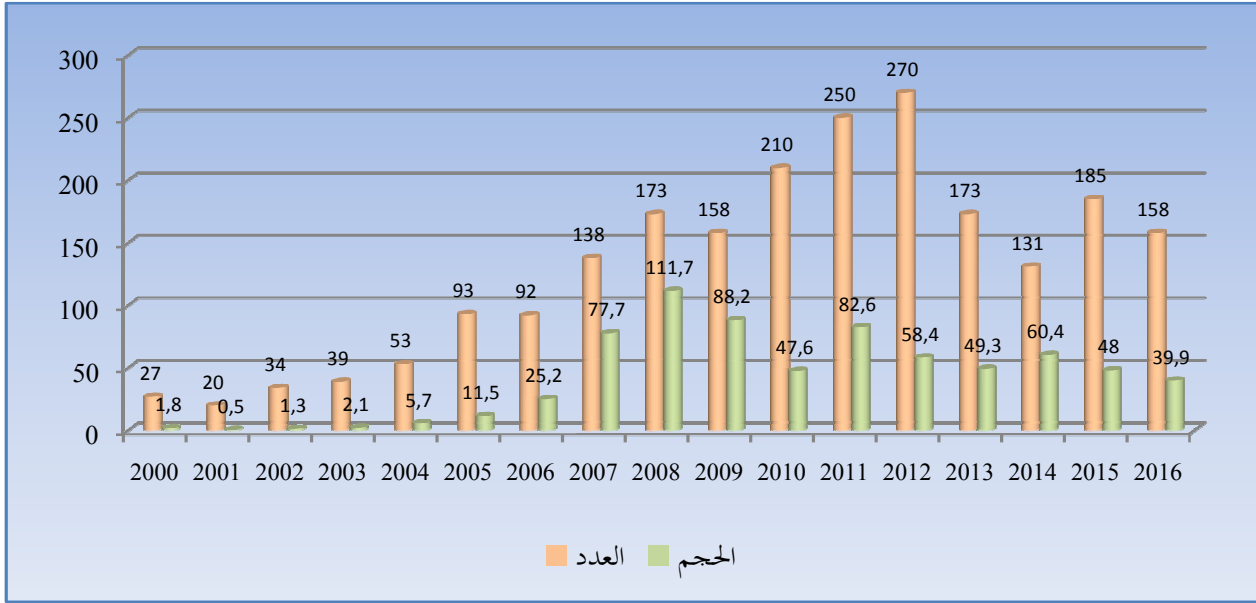
⁽⁴⁾ Bernardo Bortolotti; annual report 2016; hunting unicorns; Sovereign Wealth Fund; universita bocconi; baffi carefin center; sil sovereign investment lab; 2017.

http://www.bafficarefin.unibocconi.it/wps/wcm/connect/31b91fab-44a8-4ed3-ab54-50693a010140/report_SIL_2017.pdf?MOD=AJPERES&CVID=IQMRw4m&CVID=IQMRw4m&CVID=IQMRw4m

⁽⁵⁾ UNCTAD; world investment report2017; united nations; newyork2017 ; p222.

http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2017_en.pdf; 06/07/2018 à 15^h.16

شكل رقم (15): التطور العددي والكمي لاستثمارات الصناديق السيادية (الوحدة: مليار دولار أمريكي)



Source: Bernardo Bortolotti; annual report 2016; op.cit; P16.

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه، التطور العددي والكمي لاستثمارات الصناديق السيادية للفترة (2000-2016)، حيث اتضح هذا التوسع منذ سنة 2007 بـ 138 استثمار بقيمة مالية وصلت إلى 77.7 مليار دولار، ليتطور بعدها إلى 270 استثمار سنة 2012 هذا من حيث عدد الاستثمارات، أما من حيث الحجم فنلاحظ تراجع حجم الاستثمارات من 111.7 مليار دولار سنة 2008 إلى 47.6 مليار دولار سنة 2010، وهذا بسبب المخاوف التي طالت الصناديق بعد الأزمة المالية.

ويجب الإشارة إلى أن كل صندوق سيادي وفلسفته الاستثمارية التي يقوم عليها، خاصة فيما يتعلق بالتوزيع الجغرافي لمحفظته الاستثمارية، فمثلا تقتصر العديد من الصناديق على القيام باستثمارات وطنية أو حتى استثمارات في دول الجوار (intra-régionaux) مثل الصناديق الآسيوية، التي نلاحظ أن معظم استثماراتها في الهند وسنغافورة وماليزيا...، حيث وصلت الاستثمارات السيادية الآسيوية في المنطقة إلى 83% من إجمالي استثماراتها⁽¹⁾.

في حين تشير دراسة (Caroline Bertin delacour) أن الصناديق السيادية الأخرى توجه نسبة 90% من محفظتها الاستثمارية نحو الخارج وخصوصاً في القارة الأمريكية، وخاصة في الولايات المتحدة الأمريكية كما تستثمر في أوروبا وتحديداً

(1) Steffen Kern; Fonds souverains: nouvelles réalités économiques et réponses politiques; op.cit; p276.

في اسبانيا وفرنسا وإيطاليا والمملكة المتحدة، ونسبة 10% فقط من إجمالي الاستثمارات في الداخل، وهذا راجع لعدة أسباب من بينها غياب دعائم وفرص الاستثمار على المستوى الوطني⁽¹⁾، وفي بعض الحالات يمكن أن يحقق الاستثمار داخلياً عائداً مالياً أعلى من الاستثمار في الخارج، لكن من الناحية التطبيقية تبقى مستلزمات الاستثمار في الداخل عالية نوعاً ما، خاصة إذا ما أخذنا بعين الاعتبار تكلفة عمليات البناء والتشييد وشراء الآلات والتجهيزات الرأسمالية وتوطينها محلياً، أضف إلى ذلك عمليات تكوين الإطارات والكوادر، لذلك يتم تعويض هذا بالاستثمار في الخارج بطريقة مباشرة أو غير مباشرة⁽²⁾.

كما يبين الشكل أعلاه، أثر الأزمة المالية الواضح على استثمارات صناديق الثروة السيادية في الفترة (2008-2009) حيث انخفض عدد الاستثمارات سنة 2009 إلى 158 استثمار مقارنة بـ 173 استثمار في السنة التي سبقتها، كما انخفضت القيمة المالية لتلك الاستثمارات الخارجية إلى 88.2 مليار دولار سنة 2009، بعدما كانت سنة 2008 في حدود 111.7 مليار دولار، وهذا بسبب الخسائر التي ألحقت بالصناديق السيادية التي ساهمت في ضخ السيولة المالية الغائبة عن العديد من الشركات والمؤسسات المالية في الخارج، حيث كانت أشهر هاته الصفقات المبرمة تلك التي أجريت في مؤسسات سيتي غروب وميريل لنش في الولايات المتحدة وباركلايس في المملكة المتحدة⁽³⁾.

وقد سمح التعافي المحتشم من الأزمة المالية بداية من سنة 2010، والتفاؤل بعودة الثقة التدريجية في الأسواق العالمية إلى ما كانت عليه قبل ربيع 2007، واستقرار النظام المالي وتحقيق الأسواق معدلات إيجابية، إلى ارتفاع استثمارات صناديق الثروة السيادية، مدعومة بارتفاع أسعار النفط بعد النكسة السريعة التي تعرضت لها، وعودة المكاسب المحققة لصناديق الثروة السيادية، حيث ارتفع عدد الاستثمارات من 173 استثمار سنة 2008 إلى 270 استثمار سنة 2012⁽⁴⁾، كما ساعد في ارتفاع عدد الصفقات الجارية لاستثمارات صناديق الثروة السيادية، تراجع حدة الحمائية المضادة التي طبقتها العديد من الدول الغربية تجاه الصناديق السيادية، نظراً للمخاوف التي راودتها تجاه عدم تجارية أهداف تلك الصناديق، وهذا بسبب تصرف الصناديق السيادية خلال الأزمة المالية، وتطبيق معايير سندياغو الاسترشادية الخاصة بالشفافية، غير أننا نلاحظ على

(1) Caroline Bertin delacour; les fonds souverains; op.cit ; p40.

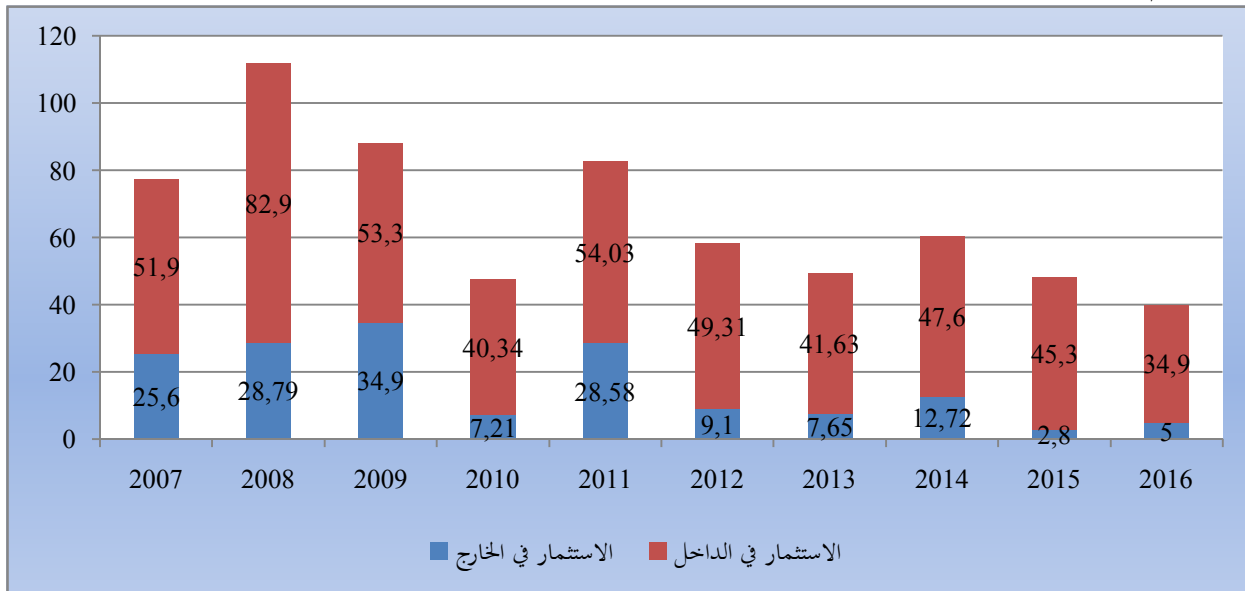
(2) Helmut reisen; fonds souverains et économie du développement ; op.cit. ; p28.

(3) Bernardo Bortolotti; annual report 2016; op.cit; P16

(4) ibid; P16.

استثمارات الصناديق السيادية بعد الأزمة المالية أنها انخفضت من حيث الحجم، حيث وصلت إلى مستويات ضعيفة قاربت سنة 2012 حوالي 58.4 مليار دولار، ثم إلى 68.7 مليار دولار سنة 2014 وهي معدلات منخفضة جدا. وقد انخفض عدد الاستثمارات لصناديق الثروة السيادية ليصل إلى 131 استثمارا سنة 2014 بقيمة مالية قدرت بـ 60.4 مليار دولار، مرتفعاً من حيث الحجم بنسبة 22.51% عن السنة التي سبقتها، لترتفع بعدها إلى 185 استثمارا بقيمة 48 مليار دولار، ثم تعاود الانخفاض مرة أخرى في سنة 2016 إلى 39.9 مليار دولار، متأثرة بتراجع استثمارات الصناديق السيادية الخليجية نتيجة تراجع مواردها من الإيرادات البترولية⁽¹⁾.

شكل رقم (16): استثمارات الصناديق السيادية محلياً وخارجياً للفترة (2007-2016) (الوحدة: مليار دولار)



Source: Bernardo Bortolotti; annual report 2016; op.cit; P31.

يجب الإشارة في هذا الصدد إلى التراجع الكبير في حصة الاستثمارات الخارجية لصناديق الثروة السيادية خاصة في سنة 2010، التي تراجعت فيها الاستثمارات الخارجية بحوالي -27.69 مليار دولار عن السنة التي سبقتها، لتصل إلى مستوى 7.21 مليار وهو أدنى مستوى لها في الفترة (2006-2014)، حتى وإن عاودت الارتفاع مجدداً سنة 2011 إلى حدود 28.58 مليار دولار، إلى أنها انخفضت مرة ثانية إلى 12.72 مليار دولار سنة 2014، ثم إلى مستويات دنيا بلغت سنة 2016 إلى حدود 05 مليار دولار.

⁽¹⁾ Bernardo Bortolotti; annual report 2016; op.cit; p16.

في حين تبقى الاستثمارات الداخلية لصناديق الثروة السيادية محافظة على مستوى مرتفع مقارنة بالاستثمارات في الخارج، حيث سجلت أعلى مستوى لها سنة 2008 بـ 82.90 مليار دولار، ما يمثل حوالي 74.22% من إجمالي استثمارات صناديق الثروة السيادية الكلية في تلك السنة، وقد تجاوزت نسبة 80% في الفترة (2012-2014)، غير أنها عرفت انخفاضاً في السنوات الأخيرة، حيث بلغت سنة 2016 إلى 34.9 مليار دولار⁽¹⁾، وعلى العموم يمكننا القول أن الأزمة المالية العالمية هي التي دفعت الصناديق السيادية إلى التحول للاستثمار في الداخل ودعم التنمية المحلية.

المطلب الثاني: تغير الإستراتيجية الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية

في السابق اتخذت استثمارات صناديق الثروة السيادية إستراتيجية التوطن التقليدية، والتي تتمثل في شراء الدين وسندات الخزنة أو شراء حسابات بنكية مقومة بالدولار أو باليورو، ثم أخذت بعدها تسير بمنهجية أكثر مجازفة ومخاطرة وعدم الاعتبار لمعيار العائد/الخطر⁽²⁾ من خلال الاستثمار في الأسهم والشركات الخاصة في الخارج، التي تتميز بعوائد مرتفعة ومخاطر عالية، بحيث يمكننا القول أن الصناديق السيادية تحولت في السنوات التي سبقت الأزمة من المستثمر المتحوط إلى المستثمر المضارب، ويمكننا تقسيم الإستراتيجية الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية إلى قسمين:

1- استثمارات الصناديق السيادية التقليدية: لفترة طويلة سارت القاعدة التقليدية أن ينزاح الاستثمار بشكل عام من الدول الغنية ذات المعدلات المنخفضة للنمو، إلى الدول النامية التي تتميز بمعدلات نمو أعلى، وسميت بالحركة الطبيعية لرؤوس الأموال في الهيكل المالي العالمي الرأسمالي⁽³⁾، إلا أن استثمارات صناديق الثروة السيادية كسرت هاته القاعدة، حيث أصبحت الاستثمارات تتجه من الدول النامية والناشئة مثل دول مجلس التعاون الخليجي، إلى الدول الغنية وخاصة دول منظمة التنمية والتعاون الاقتصادي، وبهذا أصبحت صناديق الثروة السيادية تعبر عن فئة جديدة من المستثمرين العالميين ذات أدوات وخصائص استثمارية جديدة ومختلفة، وقبل الأزمة المالية العالمية قامت استثمارات صناديق الثروة السيادية بالاعتماد على إستراتيجية الاستثمار في السندات، التي تتميز بدخل ثابت لكنه منخفض، وهو الخيار المفضل لمنهجية الاستثمار في

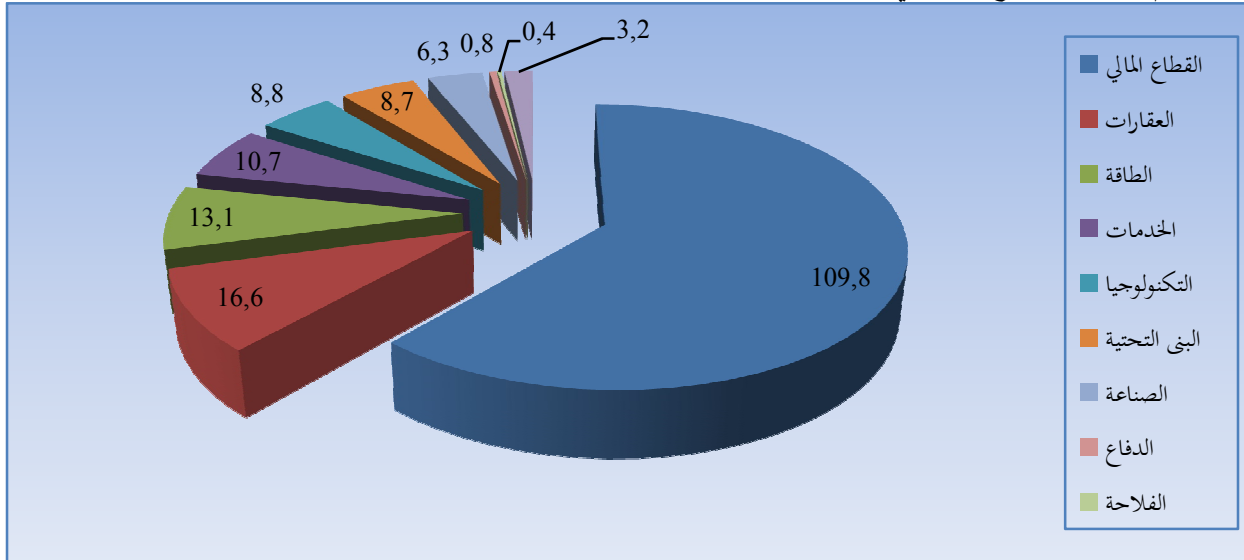
(1) Bernardo Bortolotti; annual report 2016; op.cit; P31.

(2) Andrew Rozanov; Fonds Souverains: Définir Les Engagements; Op.cit. P312.

(3) ماجد عبد الله المنيف، صناديق الثروة السيادية ودورها في إدارة الفوائض النفطية، مرجع سبق ذكره، ص18.

صناديق الثروة السيادية قبل الأزمة، ومن الناحية التاريخية نجد أن الصناديق السيادية اعتادت على هذا النوع من الاستثمارات الدولية، حيث تستثمر في سندات قصيرة الأجل (Actifs) قليلة الربحية ضعيفة المخاطر، وهنا أكدت دراسة (Caroline Bertin delacour) أنه في الفترة (1946-2006) لم تدر هذه الطريقة في المتوسط سوى قيمة 01% كعائد في السنة⁽¹⁾، وقد تركز هذا النوع من الاستثمار في سندات الخزانة الأمريكية والأوروبية، حيث يتميز هذه النوع من الاستثمارات بقلة المخاطر وضمان الأرباح، وإمكانية الحصول على السيولة بشكل سريع، غير أنه ينطوي على سلبيات كثيرة تتضمن انخفاض العائد السنوي من هذا الاستثمار، والذي يرتبط بوجود فارق بين القيمة الاسمية للعائد والقيمة الحقيقية له، حيث يقدر العائد السنوي لاستثمارات الخزانة حوالي 1.5% وهو في الغالب أقل من معدل التضخم العالمي، مما يجعل هذه القيمة تتآكل مع الزمن وتخفض القيم الحقيقية لأصول الصناديق السيادية عبر الزمن، وبهذا فهي تتأثر بانخفاض سعر الدولار وتكلفة الفرصة الضائعة عن عدم توظيف جزء من هاته الاحتياطات في مراكز أخرى ذات عائد أعلى من سندات الخزانة.

شكل رقم (17): التوزيع القطاعي لاستثمارات الصناديق السيادية للفترة (1995-2008) (الوحدة: مليار دولار)



Source: OCDE, NEPAD; les fonds publics et souverains et l'investissement dans les infrastructures africains : défis et perspectives ; table ronde d'experts ; l'investissement dans les infrastructures de transport ; initiative NEPAD-OCDE pour l'investissement en Afrique ; p05 ; sur : <https://www.oecd.org/investment/investmentfordevelopment/41775950.pdf>

لقد وصل حجم الاستثمارات التي قامت بها الصناديق السيادية في الفترة (1995-2008) إلى 178.4 مليار دولار

منها 109.8 مليار دولار في القطاع المالي بنسبة 61.54% من إجمالي الاستثمارات في تلك الفترة، يليه بعد ذلك

(1) Caroline Bertin delacour; les fonds souverains; op.cit ; p39.

الاستثمار في قطاع العقارات بقيمة 16.6 مليار دولار وقطاع الطاقة بـ 13.1 مليار دولار والخدمات بـ 10.7 مليار دولار، بحيث تمثل هاته القطاعات الأربعة حوالي 84% من مجمل الاستثمارات للصناديق السيادية⁽¹⁾، بالإضافة إلى بعض القطاعات الأخرى كميدان التكنولوجيا والبنية التحتية والقطاع الصناعي والزراعي وقطاع الدفاع...، والتي لم تتعدى قيمة 68.6 مليار دولار، وفي هذا الشأن بينت دراسة لمجلس التجارة والتنمية للأمم المتحدة أنه من المفيد أن ترفع صناديق الثروة السيادية من مستوى استثماراتها في القطاعات الأخيرة خاصة في قارة إفريقيا، التي تتميز دولها بمساحات جغرافية واسعة وعدد سكان كبير، إضافة إلى محدودية البنية التحتية والطرق وضعف الاستثمار في القطاع الفلاحي والصناعي، وهذا ما حدث فعلياً من خلال إنشاء الصندوق الصيني الإفريقي سنة 2007، وقيام جهاز قطر للاستثمار سنة 2008 بإنشاء صندوق سيادي مخصص لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ولتسيير البنية التحتية بقيمة 400 مليون دولار وللإستثمار في قطاع النقل والاتصالات والطاقة في إفريقيا، كما أكد تقرير منظمة التنمية والتعاون الاقتصادي لشهر أبريل 2014 أن عوائد استثمار صناديق الثروة السيادية ستكون أفضل في القارة الإفريقية⁽²⁾، كما ستدر استثمارات صناديق الثروة السيادية البينية عائداً مجزياً إذا ما أخذنا بعين الاعتبار المزايا التي تحصل عليها الصناديق السيادية، من خلال ضمان موافقة الحكومات المضيفة على الصفقات وملائمة أسعار الصفقات مقارنة بحجم الاستثمار، حيث يسمح هذا النوع من الاستثمار ببناء شبكات وتكتلات إستراتيجية، فمثلا سيسمح تشجيع استثمارات الصناديق السيادية العربية على دعم التنمية الاقتصادية والاجتماعية محليا، وبالعودة إلى الشكل السابق نستنتج أن استثمارات الصناديق السيادية في الفترة قبل الأزمة تركزت في قطاعات البنوك والتأمينات والعقارات وقطاع الطاقة.

2- استثمارات الصناديق السيادية الحديثة: وهي الاستثمارات التي ظهرت منذ الأزمة المالية العالمية في مناطق

مختلفة وفي قطاعات أكثر تنوعاً، حيث غيرت الصناديق السيادية من استراتيجياتها الاستثمارية التي تركز على القطاع المالي والبنكي إلى قطاعات أخرى أكثر مخاطرة وأكثر ربحية، عدا بعض الصناديق الأخرى التي حافظت نوعاً ما على توجهاتها

(1) OCDE, NEPAD; les fonds publics et souverains et l'investissement dans les infrastructures africains : op.cit ; p05.

(2) مجلس التجارة والتنمية للأمم المتحدة، قطاع الموارد الطبيعية، مرجع سبق ذكره، ص06.

السابقة مثل جهاز قطر للاستثمار (QIA)⁽¹⁾، كما تحولت الصناديق السيادية من الاستثمار في السندات وبشكل خاص سندات الخزينة الأمريكية (gestionnaire de portefeuille) إلى استثمارات أكثر تنوعاً مثل الاستثمار في الأسهم والسندات الخاصة بالشركات، المؤسسات المالية، صناديق التحوط، الصناديق الخاصة، العقارات، مؤسسات الاعمار والبنية التحتية والفنادق... الخ، ويشتمل هذا النوع من الاستثمار القيام بشراء أسهم وسندات المؤسسات والشركات الأجنبية، حيث أخذت العديد من صناديق الثروة السيادية نفس الطريقة في توظيف التراكمات المالية المترتبة عن فوائض الحسابات الجارية، كآلية جديدة تمكنها من تنويع مصادر الدخل الوطني والتحوط من تقلبات الأسواق الدولية النفطية، وعلى العموم يتميز هذا النوع من الاستثمارات بالعائد المرتفع ويقترّب من استثمارات صناديق التحوط وصناديق الاستثمارات الخاصة هذا من جهة⁽²⁾، ومن جهة أخرى ينطوي على مخاطر متعددة تتعلق بانخفاض قيمة الأسهم لفترات طويلة زمنياً، ومن بين القطاعات الحديثة التي استثمرت فيها الصناديق السيادية نجد:

- **القطاع العقاري:** في البداية يمكننا القول أن استثمار صناديق الثروة السيادية في القطاع العقاري، هو إستراتيجية تقتصر على بعض الصناديق ذات الأصول العالية، حيث لاحظنا أن هناك علاقة وطيدة بين ما يملكه الصندوق السيادي من أصول ضخمة وبين ميوله للاستثمار في هذا القطاع، بدليل أن الاستثمار في هذا القطاع يتركز على الصناديق التالية جهاز أبو ظبي للاستثمار، شركة الاستثمار الحكومية لسنغافورة، الهيئة العامة للاستثمار الكويتية، صندوق المعاشات الحكومية العام النرويجي وجهاز قطر للاستثمار، وقد بينت دراسة (steffen kern) أن الاستثمار في المجال العقاري يعد مجالاً متوازناً لعمل استثمارات صناديق الثروة السيادية الخليجية والآسيوية⁽³⁾، كما أوضح تقرير صادر عن مؤسسة (city uk) أن الصناديق السيادية قامت باستثمارات في ملكيات عقارية في أنحاء متفرقة من العالم، حيث اشترت الهيئة العامة للاستثمار وجهاز قطر للاستثمار في جويلية 2008 بناية (general motors) في نيويورك بقيمة 2.8 مليار دولار⁽⁴⁾، واشترى جهاز أبو ظبي (Chrysler) في مانهاتن في أوت 2008 بقيمة 800 مليون دولار، كما اشترى جهاز قطر للاستثمار حصص في فندق

(1) Gokhan Afyonoglu And Others; the brave new world of sovereign wealth funds; op.cit; P34.

(2) Jean marie chevalier; les fonds souverains pétrolières; op.cit; p 26.

(3) Steffen kern; Fonds souverains: nouvelles réalités économiques et réponses politiques; op.Cit; p279.

(4) Caroline Bertin delacour; les fonds souverains; op.cit ; p46.

(Royal) في موناكو ومركز الأعمال في باريس والدرة العقارية في المملكة المتحدة⁽¹⁾، كما استثمرت الصناديق السيادية الخليجية حصطاً عقارية في إنجلترا في (shard tower) (Chelsea barracks)، وقام صندوق المعاشات الحكومية العام النرويجي بشراء حصة بقيمة 1.08 مليار دولار في (Uetihof office complexe, zurich) في سويسرا، وقد نمت استثمارات صناديق الثروة السيادية في القطاع العقاري بشكل متزايد في الفترة (2010-2013)، ويجدر بنا التنويه إلى جدوى القيام بالاستثمار في قطاع العقارات، فمثلا وصل متوسط العائد السنوي لاستثمارات صندوق المعاشات الحكومي العام النرويجي في العقارات للفترة (2011-2017) إلى 5.98%⁽²⁾.

- **قطاع تكنولوجيا:** قام صندوق مبادلة في أبو ظبي بشراء حصص في مجموعة (AMD) المختصة في أجهزة الإعلام الآلي بنسبة تقدر بحوالي 08 بالمائة، كما قام بالاستثمار في شركات (IBM'S microelectronics business) وشركة (advanced micro devices inc).

- **قطاع السيارات:** يقتصر الاستثمار في هذا المجال على الصناديق الضخمة، حيث اشترى صندوق مبادلة حصصا في شركة (Ferrari) وشركة (spyker) لصناعة السيارات، كما قام صندوق ممتلكات في البحرين بشراء حصة تقدر ب 30% من شركة (Mc laren) واشترت الهيئة العامة للاستثمار حصطاً في مؤسسة (Daimler) تقدر ب 07 بالمائة⁽³⁾، كما قام الصندوق السيادي الليبي بشراء حصص في المؤسسة الإيطالية لصناعة السيارات (Fiat)، وعقد جهاز قطر للاستثمار صفقة ب 10 مليار دولار في شركة بورش وفولسفاغن في ألمانيا.

- **تجارة التجزئة:** اشترت الهيئة العامة للاستثمار حصة قدرها 27% من شبكة مختصة في عمليات تجارة التجزئة في بريطانيا، كما قامت شركة دبي للاستثمار (ICD) بإعادة شراء نسبة 100% من محلات (Barneys) في نيويورك، واشترى صندوق (GIC) السنغافوري محلات ضخمة في استراليا وبريطانيا وإيطاليا.

⁽¹⁾ Caroline Bertin delacour; les fonds souverains; op.cit ; p46.

⁽²⁾ من إعداد الطالب، بناءً على التقرير السنوي لإدارة (NBIM) لسنة 2017.
NBIM; annual report 2017; p17.

⁽³⁾ Alain demarolle; rapport sur les fonds souverains; op.cit; p10.

- **الخدمات:** حيث تركزت استثمارات صناديق الثروة السيادية وخصوصا الخليجية في شراء حصص وأسهم شركات سياحية في أوروبا والولايات المتحدة الأمريكية وأستراليا مثل (Mirage) و(MGM).
- **الاتصالات:** قامت بعض صناديق الثروة السيادية بامتلاك حصص في شركات اتصال عالمية هامة على غرار (Vivendi)، (la gardere)، (media set)، فمثلا استثمر صندوق المعاشات الحكومية العام النرويجي في شركة (Telefónica SA) المتخصصة في الاتصالات بحصة بلغت 1.74 بالمائة من أسهم الشركة⁽¹⁾.
- **قطاع الطاقة:** أبرمت صناديق الثروة السيادية العديد من صفقات التملك في مجال الطاقة، مثل شراء الهيئة العامة للاستثمار حصة تقدر بـ 2.5% في الشركة العالمية للنفط بريتش بتروليوم، وقامت شركة الاستثمار الصينية (SAFE) بشراء حصة تقدر بـ 01% من نفس الشركة البترولية بقيمة 1.6% من شركة توتال الفرنسية.
- **القطاع الفلاحي:** قامت العديد من الصناديق السيادية بالاستثمار في القطاع الفلاحي، فمثلا اشترت صناديق الإمارات العربية المتحدة حوالي 324 ألف هكتار من الأراضي الزراعية في الهند، لتنوع استثماراتها ولتغطية وارداتها من المنتجات الغذائية التي وصلت إلى 85% من حاجاتها العامة⁽²⁾؛ كما عقد صندوق ليبيا للاستثمار اتفاقية ثنائية مع حكومة مالي للاستثمار في دولة النيجر بمساحة تقدر بـ 100 ألف هكتار، من جهته قام جهاز قطر للاستثمار بإصلاح نظم الزراعة المحلية وتطوير المزارع والعمل على مضاعفة الإنتاج الداخلي، والاستثمار في كينيا، اندونيسيا، فيتنام والسودان، كما استثمر صندوق (SAMA) في المملكة العربية السعودية 1.3 مليار دولار في القطاع الفلاحي في إندونيسيا، وعمل على تطوير القطاع محليا، بخلق تعاونيات زراعية وتشجيع الصناعات الغذائية، لتغطية واردات المنتجات الفلاحية التي تصل إلى 96%⁽³⁾ وبهذا نستنتج أن استثمارات الصناديق انخفضت من حيث الحجم، إلا أنها تنوعت إلى قطاعات العقارات، السيارات، الفلاحة...

(1) Javier Santiso and others; Sovereign wealth funds; report developed by ICEX Spain Trade & Investment initiative; Spain 2013; p29. <http://publicacionesoficiales.boe.es>.

(2) jean marc puel; les fonds souverains dans l'agriculture : un investissement politique? éditions de l'EHESS ; France 2012/2 p190 ; cairn info ; p312 . <http://www.cairn.info/revue-etudes-rurales-2012-2-p161.htm>.

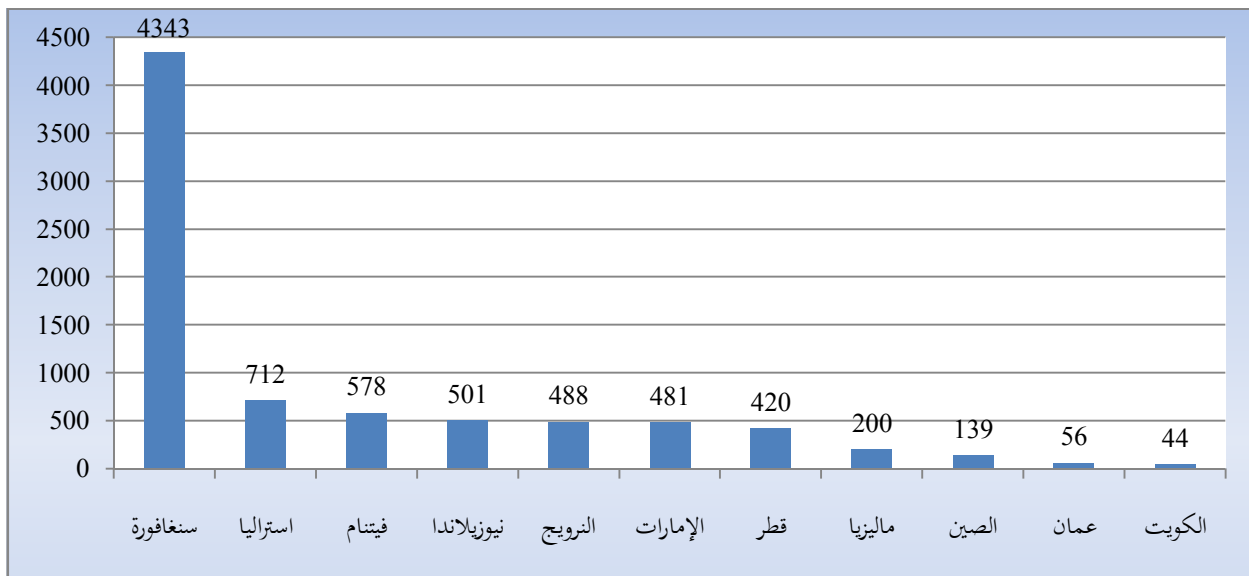
(3) Ibid.; P172.

المطلب الثالث: التوجهات الجغرافية لاستثمارات الصناديق السيادية ومرجعياتها

يقول الاقتصادي (A Rozanov) أن نوع وهيكل صندوق الثروة السيادي في حد ذاته، هو الذي يعمل على تحديد شكل التوزيع المالي لمحفظة الاستثمارية بين القيام بالاستثمارات أو الاحتفاظ بالسيولة⁽¹⁾، وعلى هذا الأساس نجد أن الصناديق الصغيرة تستخدم عدد محدود من الموظفين لإدارة استثماراتها لذلك تتوجه إلى السندات أو قطاع البنية التحتية أو التنمية المحلية، عكس الصناديق الضخمة التي تتميز بإدارات ذات عدد كبير من الموظفين ومديرين عاملين يسرون محافظ متطورة ومتنوعة جغرافياً، مثل جهاز أبو ظبي للاستثمار، صندوق المعاشات الحكومية العام، شركة الاستثمار الصينية⁽²⁾.

1- أكبر الصناديق السيادية التي قامت باستثمارات سنة 2016: إن قيام الصناديق السيادية بالاستثمار أمر يحتاج إلى دراسات عميقة، وهذا لعدة أسباب من بينها إلزامية المقارنة بين التكلفة التي يتحملها الصندوق جراء الاستثمار أو الاحتفاظ بالأصول وادخارها، وبين ما يجنيه من الاستثمار وتكلفة تقلبات الأسواق سواء على مستوى السوق النفطي أو السلعي من جهة، ومن جهة أخرى تكلفة المغامرة في الأسواق العالمية التي تتميز بالتشابك والتعقيد الشديدين، حيث يستند كل صندوق في ميوله للادخار أو الاستثمار على درجة قراءته للأوضاع المالية وعلى مدى سيطرته وفهمه لتقلباتها.

شكل رقم (18): توزيع استثمارات الصناديق السيادية حسب الدولة المالكة سنة 2016 (الوحدة: مليون دولار)



Source: Bernardo Bortolotti; annual report 2016; op.cit; P18.

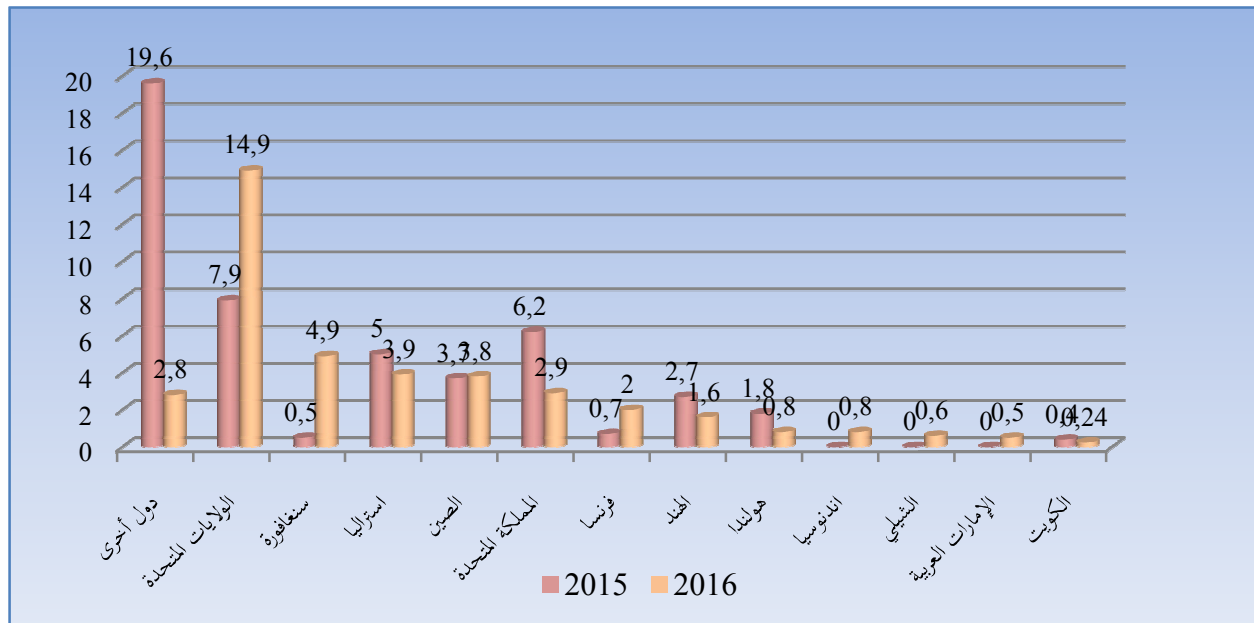
(1) Andrew Rozanov; fonds souverains, définir les engagements ; op.cit; p306.

(2) Ashby H. B. Monk and Caroline Nowacki; op.cit; p05.

نلاحظ من الشكل أعلاه، المبين لأهم صناديق الثروة السيادية التي قامت بتوظيفات استثمارية لسنة 2016، قيام الصناديق التابعة لسنغافورة (شركة الاستثمار الحكومية وتيماسك) باستثمار أكثر من 43.24% من إجمالي الاستثمارات من حيث الحجم، بمبلغ وصل إلى 4,343 مليون دولار من جملة مشاريع الصناديق السيادية والمقدرة بـ 7,962 مليون دولار، يليه في المرتبة الثانية الصندوق السيادي الأسترالي بـ 712 مليون دولار، ثم الصندوق السيادي في فيتنام الذي وصل حجم استثماراته إلى 578 مليون دولار، كما قام صندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج لمستثمارات قدرها 488 مليون دولار، أما عن استثمارات الصناديق السيادية العربية فنجد الصناديق السيادية الإماراتية بحوالي 481 مليون دولار، جهاز قطر للاستثمار بقيمة 420 مليون دولار، صندوق الاحتياطي العام للدولة في عمان بـ 56 مليون دولار، وأخيراً الهيئة العامة للاستثمار بحوالي 44 مليون دولار⁽¹⁾.

2- **توجهات استثمارات الصناديق السيادية جغرافياً عبر مختلف دول العالم:** لقد انخفضت الاستثمارات الخارجية لصناديق الثروة السيادية بشكل كبير في الفترة (2009-2016)، حيث انتقلت من 34.9 مليار دولار سنة 2009 إلى حوالي 05 مليار دولار سنة 2016، كما تميزت هذه الاستثمارات الخارجية بالتركز في الدول الصناعية المتقدمة.

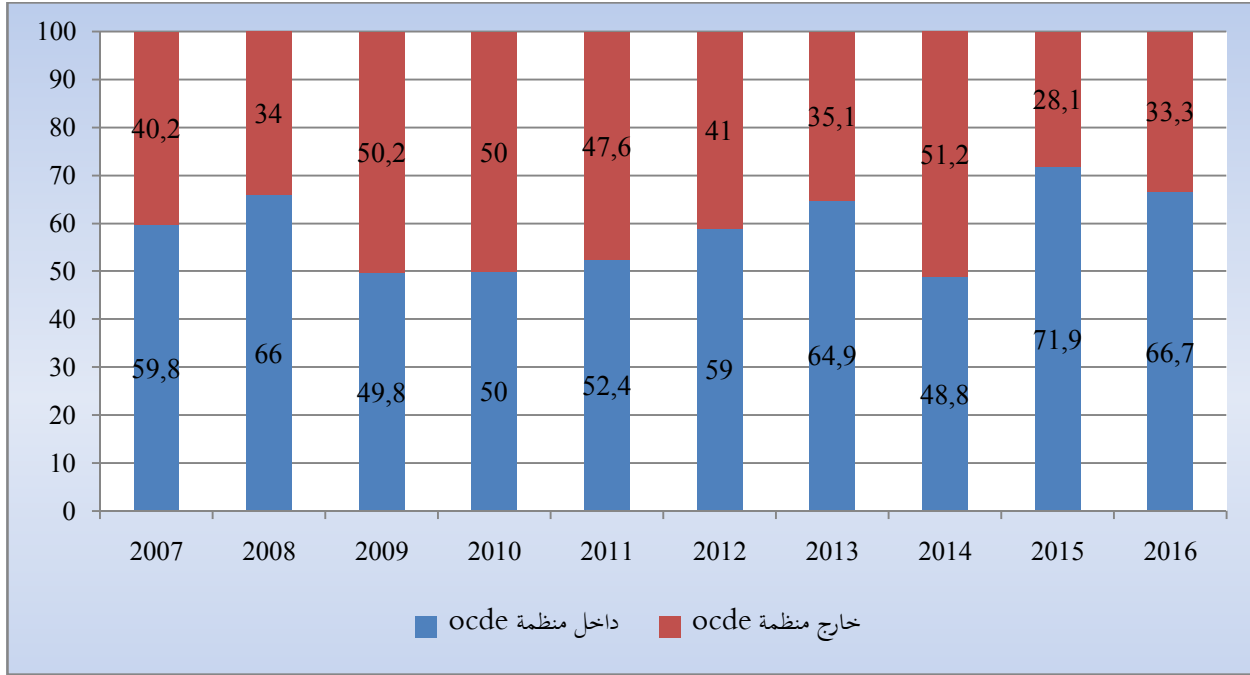
شكل رقم (19): التوجهات الجغرافية لاستثمارات الصناديق السيادية (2015-2016) (الوحدة: مليار دولار)



Source: Bernardo Bortolotti; annual report 2016; op.cit; p32.

(1) Bernardo Bortolotti; annual report 2016; op.cit; p18.

شكل رقم (20): استثمارات الصناديق السيادية داخل منظمة (OCDE) وخارجها للفترة (2007-2016)%



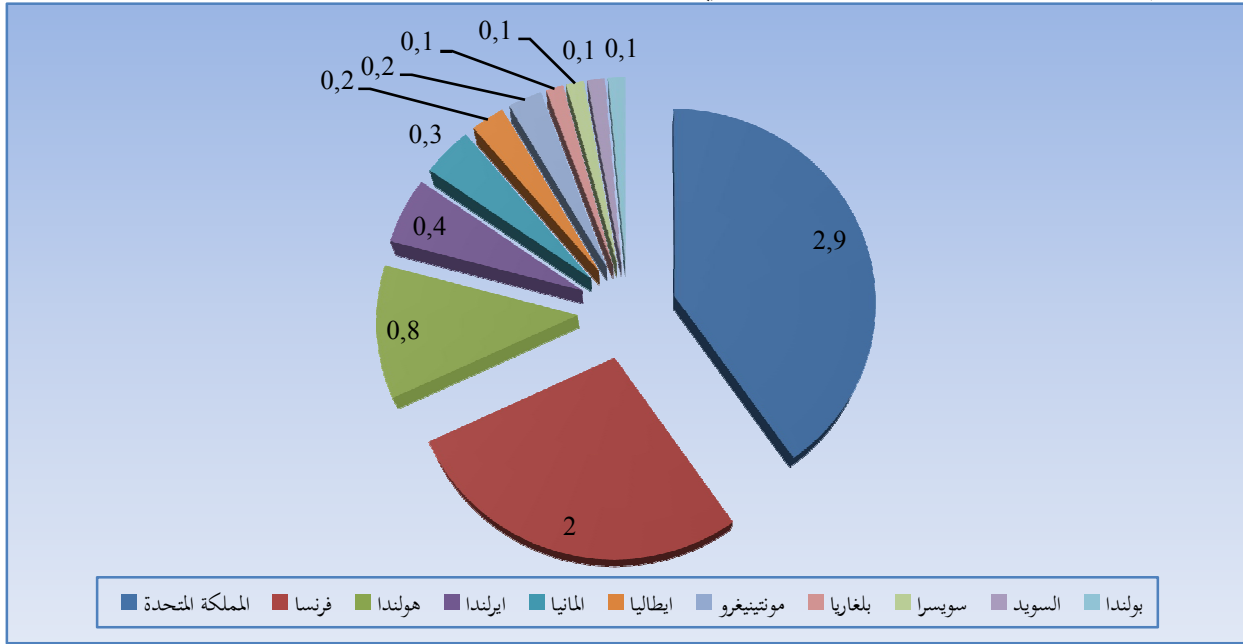
Source: Bernardo Bortolotti; annual report 2016; op.cit; P30.

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه، تركز معظم الاستثمارات الأجنبية لصناديق الثروة السيادية في الدول المتقدمة، حيث حصلت الولايات المتحدة الأمريكية على حصة تقدر بـ 14.90 مليار دولار سنة 2016، مرتفعة عن سنة 2015 التي وصلت فيها الاستثمارات إلى 7.9 مليار دولار، وهو ما يمثل 37.34% من حجم الاستثمارات العامة المقدرة بـ 39.90 مليار دولار سنة 2016.

وقد شهد الاستثمار في دول منظمة التنمية والتعاون الاقتصادي (OCDE) معدلات مرتفعة مقارنة بدول خارج المنظمة، حيث نلاحظ تجاوزه متوسط نسبة 58.90% في الفترة (2007-2016)، وقد انخفضت هذه النسبة سنة 2009 لتصل إلى 49.80% بالنسبة للاستثمارات داخل المنظمة ونسبة 50.2% بالنسبة لاستثمارات صناديق الثروة السيادية خارج المنظمة⁽¹⁾.

(1) Bernardo Bortolotti; annual report 2016; op.cit; P30.

شكل رقم (21): استثمارات الصناديق السيادية في أوروبا سنة 2016 (الوحدة: مليار دولار)



Source: Bernardo Bortolotti; annual report 2016; op.cit; P34.

تنتشر استثمارات الصناديق السيادية في قارة أوروبا بشكل متفاوت بعض الشيء، حسب تقديرات مخبر الصناديق السيادية الخاص بجامعة (Universita bocconi) كما نلاحظ أنها حصة ضعيفة وتقدر بـ 07.20 مليار دولار، حيث تمثل أقل من نصف الاستثمارات الموجهة للولايات المتحدة المقدرة بـ 14.90 مليار دولار، ونلاحظ في سنة 2016 أن أكثر من 68% من هاته الاستثمارات تواجد في المملكة المتحدة وفرنسا بحوالي 04.90 مليار دولار، حيث تحصلت المملكة المتحدة على ما قيمته 2.90 مليار دولار، تليها فرنسا بقيمة 02 مليار دولار، ثم هولندا بـ 0.80 مليار دولار، أيرلندا 0.40 مليار دولار، ألمانيا 0.30 مليار، وإيطاليا بـ 0.20 مليار دولار⁽¹⁾.

المطلب الرابع: التوجهات القطاعية لاستثمارات الصناديق السيادية

سنشير في هذا الجانب إلى أهم التوجهات القطاعية للعمليات والصفقات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية التي تمت في سنة 2016، وكذا تطوراتها في الفترة الممتدة ما بين 2007 إلى غاية 2016.

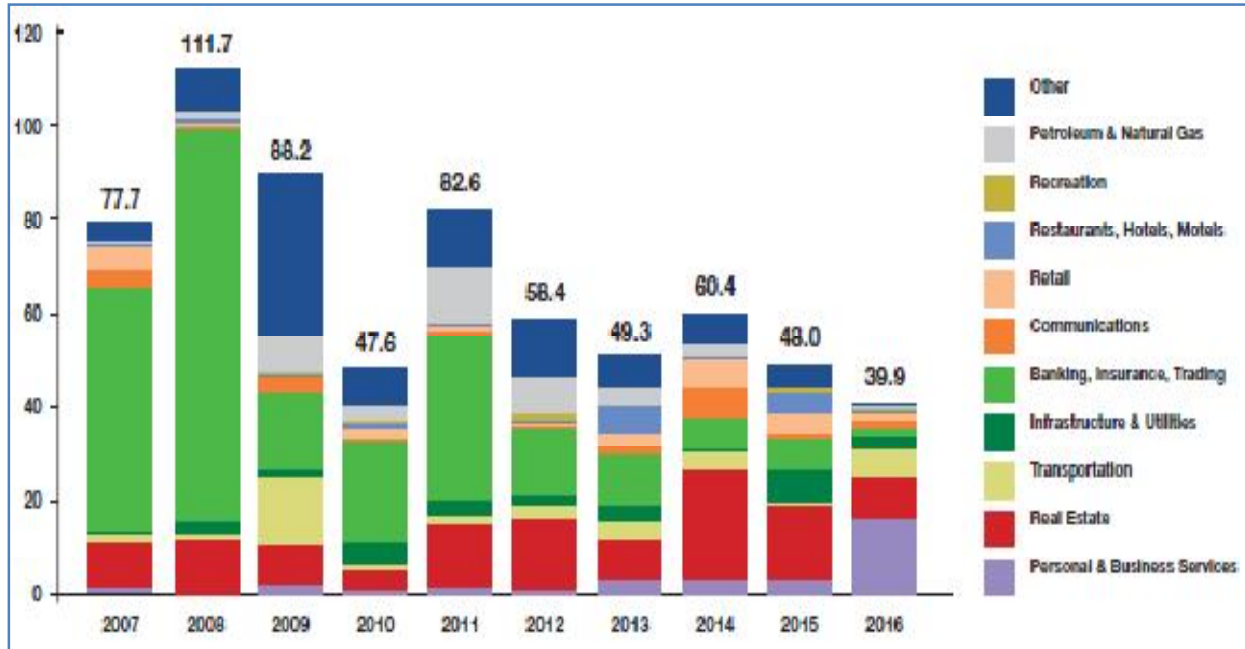
⁽¹⁾ Bernardo Bortolotti; annual report 2016; op.cit; p34.

جدول رقم (10): التوجهات القطاعية لاستثمارات الصناديق السيادية سنة 2016

القطاع	حلياً %	جنبياً %
استثمارات فردية، تجارة وخدمات	06.70	44.70
العقارات	00.40	25.00
النقل	41.10	11.70
البناء وتجهيزات البناء	-	07.50
البنوك والتأمينات وتجارة	22.90	02.70
اتصالات	22.30	02.00
تجارة بالجزئة	-	02.70
إطعام وفنادق	-	01.30
خدمات الترفيه	-	00.80
النفط والغاز الطبيعي	04.50	00.10
قطاعات أخرى	02.10	01.60

Source: Bernardo Bortolotti; annual report 2016; op.cit; P28.

شكل رقم (22): التوزيع القطاعي لاستثمارات الصناديق السيادية للفترة (2007-2016)



Source: Bernardo Bortolotti; annual report 2016; op.cit; p23.

لقد بلغت استثمارات الصناديق السيادية بشكل عام في سنة 2016 قيمة 39.90 مليار دولار، منها 34.9 مليار دولار استثمارات في الداخل والباقي استثمارات خارجية بقيمة 05 مليار دولار، حيث نلاحظ أن الاستثمارات في الخارج تتضمن جزءاً كبيراً في قطاع الاستثمارات الفردية والخدمات والتجارة بنسبة 44.70%، العقارات بنسبة 25.00% ثم قطاع النقل بـ 11.70% وقطاع البناء والتجهيزات بـ 07.50 بالمائة من جملة الاستثمارات الأجنبية، أما عن الاستثمارات الداخلية لصناديق الثروة السيادية فتتركز في قطاعات النقل بنسبة 41.10 بالمائة، ونسبة 22.90 بالمائة في قطاع البنوك والتأمينات والتجارة، والتي انخفضت بشكل كبير في الخارج، حيث وصلت سنة 2016 إلى 2.70 بالمائة، خاصة بعد الأزمة المالية العالمية (2007-2009)، كما تتركز الاستثمارات المحلية في قطاع الاتصالات بنسبة 22.30 بالمائة، ونسبة 6.70 بالمائة في قطاع الاستثمارات الفردية والتجارة والخدمات، بالإضافة إلى نسبة 04.50 بالمائة من جملة الاستثمارات موجهة إلى قطاع النفط والغاز الطبيعي.

المبحث الثاني: صناديق الثروة السيادية والأزمة المالية العالمية

لقد تعرض الاقتصاد العالمي في الفترة (2007-2009) لأسوأ أزمة اقتصادية على مدى التاريخ⁽¹⁾، حيث انتقلت من أزمة سيولة في المؤسسات المالية إلى إختلالات جسيمة مست الاقتصاد الحقيقي، وقد زادت من تعقيدات هاته الأزمة سرعة انتشارها من مكان ظهورها في الولايات المتحدة الأمريكية إلى آسيا وأوروبا وباقي دول العالم، ولم يسلم من آثارها أي صندوق استثمار في العالم بما فيها صناديق الثروة السيادية، وقد ذكرت دراسة (Brad w setser; Rachel) (ziemba.2009) أن أكبر صناديق الثروة السيادية العالمية، وبالتحديد في مجلس التعاون الخليجي تعرضت إلى خسائر كبدها ملايين الدولارات⁽²⁾.

المطلب الأول: مراجعة في دلالات الأزمة المالية العالمية

تتجسد الأزمة المالية بمفهومها الواسع في فترات من الاضطرابات العنيفة التي تصيب الأسواق في مرحلة أولية، متبوعة بإختلالات اقتصادية حادة تعمل على قطع الإنتاج الرأسمالي، واضطراب في التوازن بين الإنتاج ومستوى الطلب⁽³⁾.

1- نشأة وظهور الأزمة المالية: ظهرت الأزمة المالية العالمية بشكل جلي منتصف سنة 2007 في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث غطت العلامات الحمراء النازلة جميع مؤشرات الأسواق ونقاط التداول، وسميت هذه الأزمة بأزمة الرهن العقاري أو أزمة الرهون دون الممتازة (subprimes)، حيث تعد أسوأ أزمة مالية عرفها الاقتصاد العالمي، منذ أزمة الكساد لسنة 1929^(*) بدليل أنها أزمة استثنائية سريعة العدوى والانتشار، نتيجة الارتباط الكثيف والمعقد للأسواق والنظم المالية، وقد ظهرت الأزمة المالية نتيجة للفوضى المسجلة في الأسواق الرأسمالية بشكل عام وأسواق العقار بشكل خاص، وقد ارتفع صدى الأزمة وزادت حدتها بشكل كبير في سبتمبر 2008، مخلفة آثارا مدمرة على كافة الأصعدة والنواحي.

(1) Laura kodres; de confiance...et beaucoup plus; finances & développement ; fonds monétaire international ; juin2008 ; volume 45 ; numéro 2; IMF ; Finances & Développement, Washington juin 2008; p10.

<https://www.lepetitjuriste.fr/wp-content/uploads/2011/11/CIRDI%20et%20fonds%20souverain.pdf>

(2) Brad w setser; Rachel ziemba; working paper (GCC) sovereign funds: reversal of fortune; op.cit; p02.

https://cfrd8-files.cfr.org/sites/default/files/pdf/2008/12/CGS_Working%20Paper_5.pdf 06/07/2018 à 15^h.12.

(3) محمد لخضر بن حسين، الأزمات الاقتصادية فعلها ووظائفها في البلدان المتطورة والبلدان النامية (ترجمة أحمد شفير)، منظمة العمل العربية، المعهد العربي للثقافية العمالية وبحوث العمل بالجزائر، مطبعة النخلة، الجزائر فيفري 1995، ص10.

(*) أزمة الكساد العالمي لسنة 1929 التي ظهرت معها النظرية الكينزية التي تدعو إلى تفعيل دور الدولة في تنظيم الحياة الاقتصادية.

2- أسباب الأزمة المالية: تعود أسباب الأزمة المالية العالمية إلى إقدام المجلس الاحتياطي الفدرالي (la réserve fédéral) في الولايات المتحدة الأمريكية بداية من سنة 2000، إلى خفض أسعار الفائدة بشكل متدرج، وصل في شهر جوان 2003 إلى 01%⁽¹⁾، وهذا بدافع الخوف من حصول ركود اقتصادي في الولايات المتحدة والعمل على دفع حركية النمو، حيث عرف الاقتصاد الأمريكي في الفترة (2002-2004) انخفاضا كبيرا في أسعار الفائدة، كإستراتيجية تهدف إلى إعادة تنشيط القطاع الاقتصادي، حيث استجاب لهذا الانخفاض غالبية المجتمع الأمريكي بزيادة الإقبال نحو القروض، كنتيجة لانخفاض معدل الفائدة بشكل غير مسبوق، والميل الكبير نحو الاستثمار الفردي في المجال العقاري^(*)، حيث اعتبر القطاع العقاري أحسن مجال استثماري في الولايات المتحدة في تلك الفترة، عوض الاستثمار في القطاعات الأخرى المكلفة كقطاع تكنولوجيا المعلومات مثلا، مما أدى إلى ارتفاع أسعار المنازل بشكل كبير نتيجة زيادة الطلب، غير أن هذا الارتفاع صاحبه موجة من التضخم أدت إلى إعادة رفع مستوى الفائدة إلى الأعلى، حيث وصلت في سنة 2006 إلى 5.25%⁽²⁾، الأمر الذي أدى إلى عدم قدرة المستثمرين على سداد أقساط الديون المترتبة عليهم، وقد ارتفع معدل التخلف عن السداد إلى مستويات قياسية في الفترة (2005-2006)، حيث وصل إلى 12 مليون مواطن في الولايات المتحدة الأمريكية، كما زادت عمليات البيع للتخلص من الدين بشكل كامل، مع تسجيل زيادة في المعروض بعد حجز الشركات على الرهون المقدمة.

ومع تأزم الوضع المالي لشركات الإقراض قامت بالحجز على الرهون المملوكة، وعملت على إعادة توريق تلك الرهون بشكل جديد، وبيعها كسندات خاصة إلى المؤسسات المالية المحلية والأجنبية، ونظرا لأن السندات المعروضة تعود إلى شركات ذات سمعة ائتمانية جيدة مثل (Morgan stanley)، (Lehmann brothers)....، فقد أخطأت مؤسسات التصنيف

(1) Paul wachtel; l'évolution du rôle de la fédéral réserve; revue trimestrielle de l'association d'économie financière, n° 105 mars 2012; Paris. 2012 ; p274. Sur : <http://pages.stern.nyu.edu/~pwachtel/images/4RevEconFin2012.pdf> ; 06/07/2018 à 15^h.35

(2) ibid.; p274.

(*) عملية الإقراض السكني في الولايات المتحدة الأمريكية عملية متنوعة جدا، حيث من الممكن أن يتقدم شخص ما بشراء مسكن عن طريق البنك مقابل اقتطاعات شهرية، أو من خلال مؤسسات عقارية مدعومة من الحكومة، على أن يتم استلام رهن مقابل عملية الإقراض، هذه الأخيرة التي تم تجاهل مستوياتها بقوة في السنوات الأخيرة في الولايات المتحدة.

الائتماني في اختبار جودة تلك الديون العقارية، ذات المخاطر المرتفعة وذات الأصول الضعيفة (حتى وإن صرحت مؤسسات التصنيف الائتماني بأنها قامت بتصنيف مخاطر الائتمان فقط)⁽¹⁾.

وقد جرى تصنيف تلك الشركات وفق درجات الائتمان الممتازة الميئة بالرمز (AAA)، مما جعل المستثمرين المليون في الخارج يقبلون على شراء تلك المعروضات المالية بشكل عادي، دون التدقيق في جودتها ودون التأكد من صلابتها، وبهذا فقد أصبحت هذه المؤسسات المالية مدينة لأصحاب رهون عقارية ضعيفة في الولايات المتحدة، وواجهت شركات التأمين العقاري خسائر فادحة انتهت بإفلاس معظمها.

3- آثار الأزمة المالية: إن أسباب تفاقم الأزمة المالية يعود إلى الشك وعدم اليقين الذي طغى على عقول المستثمرين، واستعجالهم في تصفية مراكزهم المالية دفعة واحدة من الأسواق، حيث أدت الأزمة المالية إلى اضطراب شديد في الأسواق المالية، وخاصة في قطاع المال والأعمال، حيث انخفضت المؤشرات المالية والاقتصادية، وزادت من ضبابية ومستقبل الأسواق نظراً لغياب الثقة بين المستثمرين، حيث فقد سوق الأسهم الكثير من قيمته وتراجعت أسهم المصارف.

كما أدت الأزمة المالية العالمية إلى تسجيل خسائر ضخمة على مستوى شركات التأمين على غرار شركة (AIG)^(*) وحدث كساد اقتصادي في الولايات المتحدة الأمريكية وارتفع العجز الداخلي إلى 12% في سنة 2009، وانخفض معدل النمو الاقتصادي إلى 3.9% سنة 2008.

ونظراً لضخامة الاقتصاد الأمريكي وارتباطه الشديد مع مختلف الاقتصاديات العالمية، فقد امتد صدى هذه الأزمة إلى باقي أنحاء العالم، حيث عرف الاقتصاد الألماني عجزاً تجارياً بـ 0.3%، كما سجلت المملكة المتحدة عجزاً بـ 7% نهاية سنة 2007، وانخفضت احتياطات الصرف في الدول الناشئة في روسيا ودول أوبك في الفترة (2008-2009) من 5200 مليار دولار إلى 5000 مليار دولار⁽²⁾.

(1) Laura kodres; de confiance...et beaucoup plus; op.cit; p10.

(2) Patrick Artus; vers la fin des fonds souverains revue d'économie financière; op.cit; p145.

(*) (AIG) هي شركة تأمين عملاقة تنشط في الولايات المتحدة الأمريكية، وتعد من بين أكبر شركات التأمين في العالم، حيث قامت الحكومة الأمريكية أثناء الأزمة المالية العالمية بشراء ديونها، التي بلغت في النصف الثاني من سنة 2008 حوالي 75 مليار دولار أمريكي.

وقد أدت الأزمة المالية إلى إفلاس وتأميم العديد من الشركات ومؤسسات التأمين، كما أدت إلى تباطؤ النمو العالمي إلى حدود 4.3% سنة 2008، وارتفاع عجز الميزانيات الوطنية وارتفاع معدلات البطالة وارتفاع حجم المديونية العالمية الذي وصل إلى 36 تريليون دولار نهاية سنة 2008، كما أدت الأزمة المالية إلى تأجيل عمليات إعادة الاستثمار في القطاع النفطي، وتحويل مخصصاته إلى تمويل عجز الموازنات الوطنية، كما ظهر تراجع كبير في النمو الاقتصادي في مناطق متفرقة من العالم، وظهرت مراجعات وإعادة تقييم خطط النمو للمدى البعيد⁽¹⁾.

المطلب الثاني: ما قامت به صناديق الثروة السيادية خلال الأزمة المالية العالمية

عملت الأزمة المالية العالمية على تحريك الأضواء باتجاه الصناديق السيادية، لعدة اعتبارات من بينها تحميل الصناديق مسؤولية هذه الكارثة المالية، في حين نادى بعض الجهات الأخرى بإمكانية توظيف أصول الصناديق السيادية كجزء من الحل، وهذا لتعويض رؤوس الأموال النادرة للمؤسسات العالمية الكبرى.

وقد وضعت صناديق الثروة السيادية في كفة الميزان، لإظهار مدى قدرتها على تحمل المسؤولية في استغلال الاحتياطات الفائضة لديها، والمساهمة في إعادة التوازن للاقتصاد العالمي⁽²⁾، والعمل على إنعاش البنوك والمؤسسات المالية المتعثرة، وهذا ما حدث فعلاً بداية من النصف الثاني من سنة 2007، من خلال الإعلان عن صفقات الرسملة لعدة صناديق سيادية في بنوك ومؤسسات تعاني من شح في الموارد المالية ومن مخاوف الإفلاس.

⁽¹⁾ سفين بيرينت، صناديق الثروة السيادية الخليجية إدارة الثروة في زمن الاضطراب، مؤسسة كارنيغي للسلام الدولي، فيفري شباط 2009، ص02.

⁽²⁾ Jean-Paul betze; fonds souverains : solution à la crise ? Revue d'économie financière ; Hors-série, 2009. Les fonds souverains : numéro hors-série 2009 ; france2009 ; p165.

جدول رقم (11): مساهمة الصناديق السيادية في إنقاذ بعض البنوك العالمية

البنك	جنسيته	الصندوق السيادي	جنسية الصندوق	التاريخ	المبلغ
باركلايس	بريطانيا	تيماسك	سنغافورة	2007/07/25	2.05 مليار دولار
باركلايس	بريطانيا	بنك التنمية الصيني	الصين	2007/07/25	3.08 مليار دولار
باركلايس	بريطانيا	جهاز قطر للاستثمار	قطر	2008/10/31	6.94 مليار دولار
باركلايس	بريطانيا	جهاز قطر للاستثمار	قطر	2008/10/31	4.84 مليار دولار
سي تي غروب	الولايات المتحدة	جهاز أبو ظبي للاستثمار	الإمارات العربية	2007/11/26	7.50 مليار دولار
سي تي غروب	الولايات المتحدة	شركة الاستثمار الحكومية	سنغافورة	2008/01/25	6.90 مليار دولار
سي تي غروب	الولايات المتحدة	الهيئة العامة للاستثمار	الكويت	2008/01/15	5.60 مليار دولار
قرض سويسرا	سويسرا	جهاز قطر للاستثمار وصناديق أخرى	قطر	2008/10/16	8.71 مليار دولار
ميريل لنش	الولايات المتحدة	تيماسك	سنغافورة	2007/12/24	4.40 مليار دولار
ميريل لنش	الولايات المتحدة	شركة الاستثمار الكورية والهيئة العامة للاستثمار الكويتية	الكويت وكوريا	2008/01/15	6.60 مليار دولار
ميريل لنش	الولايات المتحدة	تيماسك	سنغافورة	2008/02/24	0.60 مليار دولار
ميريل لنش	الولايات المتحدة	تيماسك	سنغافورة	2008/07/28	0.90 مليار دولار
مورغان ستانلي	الولايات المتحدة	شركة الاستثمار الصينية	الصين	2007/12/29	5.58 مليار دولار
يو بي أس	سويسرا	شركة الاستثمار الحكومية	سنغافورة	2007/12/10	9.75 مليار دولار
يو بي أس	سويسرا	صناديق سيادية غير محددة	الشرق الأوسط	2007/12/10	1.77 مليار دولار
يوني كريدي	ايطاليا	البنك المركزي الليبي وهيئة الاستثمار الليبية وبنك ليبيا الخارجي	ليبيا	2008/10/17	1.61 مليار دولار

Source: Banque de France; bilan et perspective des fonds souverains; focus n°01; France 28 novembre 2008 ; p13. https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/focus-01_2008-11-28_fr.pdf ; 06/07/2018 à 15^h.46

لقد ضخت الصناديق السيادية عشرات الملايير من الدولارات في شراء الأسهم والسندات في الأسواق المتعثرة، حيث سمح هذا التدخل بإنقاذ العديد من المؤسسات الخاسرة بشكل أكثر سرعة وفعالية⁽¹⁾، حيث ساهمت الصناديق السيادية بحوالي 76.83 مليار دولار في الفترة الممتدة من جويلية 2007 لغاية 31 أكتوبر 2008 في مؤسسات مفلسة، جلها في الولايات المتحدة وبريطانيا وايطاليا وسويسرا.⁽²⁾

(1) Banque de France; bilan et perspective des fonds souverains; focus n°01; 28 novembre 2008 ; p13.

(2) عبد المجيد قدي، الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة، مرجع سبق ذكره، ص 11.

نلاحظ من الجدول أعلاه أن نسبة 97.90% من الصفقات التي تمت لإنقاذ المؤسسات المالية المتعثرة، هي صفقات لصناديق الثروة السيادية الخليجية والآسيوية بحوالي 75.22 مليار دولار، حيث ساهمت الصناديق الخليجية بـ 41.96 مليار دولار ما يمثل حوالي 54.60% من إجمالي الصفقات، والصناديق الآسيوية استثمرت قيمة 33.26 مليار دولار بنسبة تقدر بـ 43.29% من إجمالي مساهمة الصناديق السيادية⁽¹⁾.

وبشكل دقيق قدمت سنغافورة من خلال صندوقها تيماسك وشركة الاستثمار الحكومية استثمارات مالية قدرت بـ 24.6 مليار دولار، تليها جهاز قطر للاستثمار بـ 20.49 مليار دولار، ثم الصين بحوالي 8.66 مليار دولار بنسبة تقدر بـ 11.2% وأخيراً قامت الصناديق السيادية في الإمارات العربية المتحدة بضخ ما قيمته 7.5 مليار دولار في تلك الفترة، كما استثمرت ليبيا من خلال البنك المركزي الليبي وهيئة الاستثمار الليبية وبنك ليبيا الخارجي مبلغ 1.61 مليار دولار في بنك (يوني كريدي) في إيطاليا.

أما عن وجهة هاته التدفقات فقد تركزت في الولايات المتحدة الأمريكية التي جذبت حوالي 38.08 مليار دولار منها 20 مليار دولار في بنك سيتي غروب، وقيمة 12.5 مليار دولار في بنك ميريل لنش، كما يبين الجدول السابق أن الصناديق السيادية في مجموعها ساهمت بـ 16.91 مليار دولار لإنقاذ مؤسسة باركلابس في المملكة المتحدة وقيمة 11.52 مليار دولار تم استثمارها في شركة (يو بي أس) ومبلغ 08.71 مليار دولار في القرض السويسري، ولحسن الحظ أن صناديق الثروة السيادية لا تحتاج إلى السيولة المالية في الأجل القصير⁽²⁾.

وعموماً فقد حملت الأزمة المالية التي شهدتها العالم في الفترة الأخيرة، بعض النقاط الإيجابية التي استفادت منها صناديق الثروة السيادية، حتى وإن كبدها خسائر مالية ضخمة ستحدث عنها لاحقاً، إلا أن المستوى الإيجابي هو أن مساهمتها في تلك الصفقات، وما أظهرته من عدم وجود النية في اغتنام الفرصة في التحكم في مجالس إدارة المؤسسات المالية العاجزة، أعطى الانطباع بتجارية أهداف الصناديق وصدق نواياها، الأمر الذي عمل على تخفيف بواعث القلق التي راجت حولها، كما عَمِلَت الأزمة المالية على نقل استثمارات صناديق الثروة السيادية من أطراف الأسواق العالمية إلى مراكزها، بمعنى أفضل

(1) Banque de France; bilan et perspective des fonds souverains; op.cit ; p13.

(2) ibid. ; p13.

أنها انتقلت إلى القيام بعمليات استثمارية في عمق النظام المالي العالمي، وفي كبريات البنوك والمؤسسات الغربية العملاقة في الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا وألمانيا وفرنسا...، وهو أمر جديد وغير مسبوق، وللإشارة فإن هناك عدة دوافع لتوجه الصناديق السيادية نحو هاته الاستثمارات في ذلك الوقت بالذات، منها:

☞ وجود فرص استثمارية مغرية للعديد من الصناديق السيادية، حيث تميزت الأسواق العالمية بانخفاض حاد في أسعار الأسهم وتطلعت المعروضة، نتيجة الاختلال في موازين العرض والطلب، والهبة الكبيرة باتجاه البيع لفئات كبيرة من المستثمرين.

☞ استجابة مالكي الصناديق السيادية العالمية والخليجية وغيرها، لدعوات وضغوط الحكومات الأجنبية لدعم الأسواق المتعثرة، بدليل الزيارات والاتصالات الرسمية المكثفة التي تمت في تلك الفترة، بالإضافة إلى قيام الصناديق بخطوة براغماتية تهدف إلى إظهار الدول المالكة للصناديق السيادية، في مصاف الدول الباحثة عن الحلول لمشاكل الاقتصاد العالمي، وإلى تعميق العلاقات بشكل أفضل، وهي الآراء التي أعرب عنها العديد من الخبراء.

وقد أظهر تقرير صادر عن منظمة التنمية والتعاون الاقتصادي (OCDE) في شهر أبريل 2008 أن صناديق الثروة السيادية ساهمت بشكل فعال في تحقيق الاستقرار خلال الأزمة المالية العالمية، وهذا عن طريق توفيرها للأموال في الأوقات المناسبة، وفي الأوقات التي عرفت جل الاستثمارات الأجنبية المباشرة تراجعاً كبيراً خوفاً من المخاطرة في الأسواق المالية، حيث تدخلت الصناديق من أجل الحيلولة دون إفلاس كبريات الشركات العالمية، ولو لم تتدخل صناديق الثروة السيادية في ضخ السيولة في الوقت المناسب، وبالشكل المناسب في المؤسسات المالية المفلسة وفي نظام مالي عالمي منعدم الثقة، لكانت النتائج أكثر خطورة⁽¹⁾، وعلى النقيض من ذلك لهمت الولايات المتحدة الأمريكية الصناديق السيادية مشكلة تفاقم الأزمة المالية، في كونها عمقت مشكلة اختلال موازين المدفوعات، واستخدامها لفوائضها التجارية خلال سنوات الازدهار في زيادة احتياطياتها من النقد الأجنبي، وإفراطها في تقبل المخاطر والبحث عن العائد، ولكن المتبع للشؤون المالية الدولية يلاحظ عكس ذلك، فقد سارعت صناديق الثروة السيادية في مساعدة المؤسسات المالية الغربية بالشكل اللازم وفي الوقت اللازم، وكان تدخلها قبل تدخل صندوق النقد الدولي في حد ذاته.

(1) OCDE; fonds souverains politique des pays d'accueil; op.cit; p03.

<https://www.oecd.org/fr/investissement/politiques-investissement/40408832.pdf>; 06/07/2018 à 15^h.58

وكتقييم عام حول تدخل صناديق الثروة السيادية في حل الأزمة المالية، يمكننا القول أن التدخل كان متسرعاً للغاية⁽¹⁾، وهذا ربما يرجع إلى أن تقديرها لأثار الأزمة كان محدوداً زمنياً، في حين أنها امتدت لعدة سنوات وإلى أنحاء متفرقة من العالم، كما أن تدخلها كان جريئاً منذ بداية استثماراتها في البنوك المتعثرة في جويلية 2007 نظراً لحدة المخاطر التي شابت الأسواق آنذاك كما لم تستطع الصناديق السيادية مجابهة الأزمة المالية لمدة طويلة، نظراً للخسائر الضخمة التي تكبدتها، مقارنة بحجم وعدد استثماراتها، إضافة إلى عدم قيام الدول الغربية بمساعدة الصناديق السيادية في ذلك، واتخاذها لإجراءات فردية ومعزولة، حتى انعقاد قمة العشرين في شهر أبريل 2009 أين قامت بعض الدول الغربية بالمساهمة في حل الأزمة بحوالي 1100 مليار دولار⁽²⁾، إلى جانب كل من الصين التي ساهمت في خطة الإنقاذ بـ 50 مليار دولار وروسيا بـ 10 مليار دولار⁽³⁾.

المطلب الثالث: الخسائر التي تكبدتها الصناديق السيادية جراء الأزمة

لقد تسببت الأزمة المالية بخسائر كبيرة للاقتصاد العالمي، وصلت حسب تقديرات بنك إنجلترا إلى عشرة تريليون دولار⁽⁴⁾، وإلى إفلاس العديد من المؤسسات والبنوك في العالم، لأسباب تتعلق بشدة الترابط الحاصل بين الاقتصاديات المختلفة في العالم، وتشابك أنظمة ووسائل الشراء والبيع وتكنولوجيا الدفع ووسائل العملة المالية، كما أن الأزمة المالية كان مركزها الولايات المتحدة الأمريكية وهو أكبر اقتصاد عالمي، نتيجة عمليات الإقراض ضعيفة المستوى التي وجهت للمواطنين في الولايات المتحدة في تلك الفترة.

(1) عبد الله بلوناس، حاج موسى نسيمة، واقع صناديق الثروة السيادية العربية في ظل أزمة الرهن العقاري، المؤتمر العلمي السادس حول التحديات التي تواجه منظمات الأعمال المعاصرة الأزمة المالية العالمية والأفاق المستقبلية، جامعة فيلادلفيا كلية العلوم الإدارية والمالية، 13-14/05/2009، ص19.

(2) Sommet de Londres; déclaration des chefs d'état et de gouvernement; 2 avril 2009; p02.

<http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009communique0402-fr.pdf> ; «27-07-2018» à 18^h.36

(3) Patrick Artus; vers la fin des fonds souverains ; revue d'économie financière; op.cit ; p145.

(4) عبد المجيد قدي، مرجع سب ذكره، ص13.

بيانات معهد الصناديق السيادية على الرابط: أطلع عليه يوم 06 جويلية 2018 على الساعة 23.57 س.

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

ففي الفترة (2008-2009) خسرت استثمارات الصناديق السيادية حوالي -137 مليار دولار⁽¹⁾ من أصولها العامة، وواجهت حوالي 60 بالمائة من استثماراتها المنتشرة في العالم صعوبات مالية كبيرة سنة 2008، ويعود سبب التأثيرات المتزايدة للأزمة المالية العالمية على أصول الصناديق السيادية في العالم، وخاصة في منطقة مجلس التعاون الخليجي (GCC) لارتباط معظم استثماراتها بالولايات المتحدة الأمريكية⁽²⁾، حيث تشير التقارير أن غالبية أصول صناديق الثروة السيادية لدول المجلس الناتجة عن فوائض البترو دولار، تستثمر في قطاعات مالية وغير مالية في الولايات المتحدة الأمريكية، ولهذا فقد شكلت الأزمة ضربة قوية للأصول الحقيقية المملوكة من قبل هاته الصناديق⁽³⁾.

جدول رقم (12): خسائر الصناديق السيادية الخليجية خلال الأزمة المالية (سنة 2008) (الوحدة: مليار دولار)

الصندوق	تقدير الأصول بداية من ديسمبر 2007	تقدير الأصول في ديسمبر 2008	الخسائر	الإضافة للأصول	معدل الخسائر
جهاز أبو ظبي للاستثمار مجلس استثمار أبو ظبي	453	328	-183	59	-40%
الهيئة العامة للاستثمار الكويتية	262	228	-94	57	-36%
جهاز قطر للاستثمار	65	58	-27	28	-41%
أصول مؤسسة النقد العربي السعودي	385	501	-46	162	-12%
إجمالي مجلس التعاون الخليجي	1282	1200	-350	273	-27%
الصندوق النرويجي للمقارنة	371	325	-111	64	-30%

Source: Brad w setser; Rachel ziemba; working paper GCC sovereign funds: op.cit; p02.

يعود سبب تركيزنا على خسائر صناديق الثروة السيادية الخليجية لعدة اعتبارات، من بينها:

⁽¹⁾ من حسابات الطالب، بناءً على بيانات معهد الصناديق السيادية على الرابط: أطلع عليه يوم 06 جويلية 2018 على الساعة 23.57. على الرابط:

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

⁽²⁾ Marie-Claire Aoun; Quentin boulanger; op.cit; p10.

⁽³⁾ محمود محي الدين، وجهة نظر الاستثمار الجدير بالخير، التمويل والتنمية، مرجع سبق ذكره، ص40.

(* من إعداد الطالب بناء على حسابات إجمالي أصول صناديق مجلس التعاون الخليجي على إجمالي أصول الصناديق السيادية شهر جويلية 2018.

☞ غالبية الصناديق السيادية الخليجية صناديق ضخمة، وتمثل حوالي 37.15 بالمائة من إجمالي أصول الصناديق السيادية في العالم سنة 2018، ومن أشهرها جهاز أبو ظبي للاستثمار الحكومي، الشركات القابضة العمومية في المملكة العربية السعودية، جهاز قطر للاستثمار، الهيئة العامة للاستثمار في الكويت، صندوق الاحتياطي العام للدولة في عمان.

☞ أن أغلبية الصناديق الخليجية المذكورة في الجدول أعلاه، من صنف صناديق الاستثمار الدولية، الأكثر نشاطا في عمليات إعادة الرسمة، ولكونها تقوم بعدة استثمارات ضخمة في الولايات المتحدة وأوروبا وآسيا.

☞ قامت العديد من هذه الصناديق الخليجية بمحاولات إنقاذ جريئة لبنوك ومؤسسات مالية أجنبية، في تصرف يتسم بنوع كبير من الجرأة والمخاطرة.

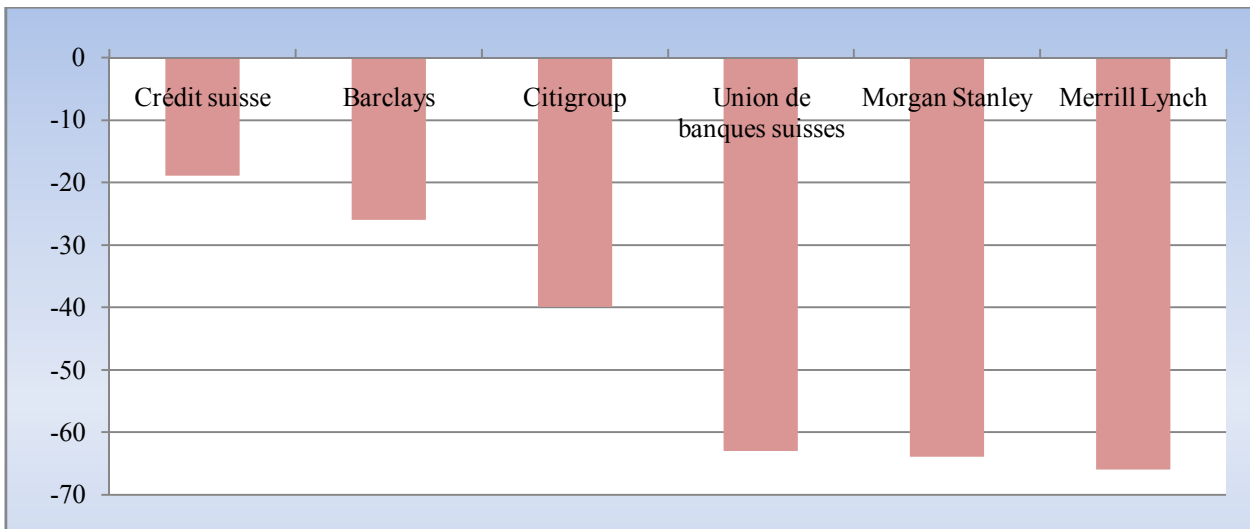
☞ أن أغلبية أصول صناديق الثروة السيادية لمنطقة مجلس التعاون الخليجي مقومة بالدولار الأمريكي، وهذا ما جعلها تتأثر بأسعار الفائدة ومعدلات صرف الدولار مقابل العملات الأجنبية.

وقد أشار تقرير (B setser; R ziemba) لسنة 2009 أن أصول صناديق الثروة السيادية لمجلس التعاون الخليجي انخفضت من 1.282 تريليون دولار نهاية سنة 2007 إلى حوالي 1.200 تريليون دولار نهاية سنة 2008، حيث بلغ متوسط الخسائر في موجودات صناديق الثروة السيادية لمجلس التعاون الخليجي وبالتحديد دولة الإمارات العربية المتحدة، الكويت، قطر والمملكة العربية السعودية حوالي 27% من مجموع أصولها، حيث تعرض جهاز أبو ظبي للاستثمار ومجلس الاستثمار لأبو ظبي لأكبر الخسائر التي وصلت في الفترة الممتدة من ديسمبر 2007 إلى ديسمبر 2008 إلى قرابة 40% من إجمالي الأصول التي يديرونها، وانخفضت أصولها من 453 مليار دولار إلى 328 مليار دولار، كما خسرت الهيئة العامة للاستثمار الكويتية حوالي 94 مليار دولار من إجمالي الخسائر العامة، لتتخفف موجوداتها من 262 مليار دولار إلى 228 مليار دولار، ولم يجد جهاز قطر للاستثمار عن الخط العام للخسائر، فقد تراجع أصولها من 65 مليار دولار إلى 58 مليار دولار⁽¹⁾.

(1) Brad setser and Rachel Ziemba; working paper GCC sovereign funds: reversal of fortune; ibid; p02.

وللإشارة تعد مؤسسة النقد العربي في المملكة العربية السعودية الوحيدة التي لم تسجل خسائر⁽¹⁾، حيث ارتفعت أصولها من 385 مليار دولار نهاية 2007 إلى 501 مليار دولار نهاية سنة 2008، وهذا نظرا لسيرة المؤسسة المبنية على الحيطة والحذر وعلى السلوك الاستثماري المتحفظ⁽²⁾، وبشكل عام يمكننا تقسيم الخسائر التي منيت بها صناديق الثروة السيادية العالمية إلى قسمين خسائر مباشرة وخسائر غير مباشرة، فبالنسبة للخسائر المباشرة فهي التي تحملتها الصناديق جراء تدهور القيم الاسمية للأسهم والسندات المدرجة في مختلف أنحاء العالم، وخاصة في القطاع المالي، بالشكل الذي صعب من عمليات بيع تلك الأصول المملوكة نظرا لفقدان عامل الثقة، حيث تشير بيانات معهد صناديق الثروة السيادية أن أصول الصناديق تأثرت بمعدل يتجاوز 25% من جراء الأزمة المالية العالمية⁽³⁾، وتختلف هاته النسبة من صندوق إلى آخر بسبب عدة معايير من أهمها درجة ارتباط الصندوق السيادي بأسواق المال العالمي، وإستراتيجيته الاستثمارية المبنية على تنوع الأصول المدارة في عدة وجهات، والشكل المؤسسي للصندوق وأساليب تسيير إدارته، كما تتحدد درجة تأثر الصناديق بالأزمة المالية بمعدلات تغللها في النسيج المالي العالمي، وبقطاعات معينة مثل أسواق المال والعقارات والتأمينات... الخ.

شكل رقم (23): انخفاض قيم الأصول لبعض المؤسسات المالية العالمية سنة 2008 (الوحدة: %)



Source: Banque de France; bilan et perspective des fonds souverains; op.cit ; p12.

(1) Thomas J. Grennes; the volatility of sovereign wealth funds; global economy journal; volume 9, issue 3 2009 article 7; January 2009; p01.

https://www.researchgate.net/publication/46555021_The_Volatility_of_Sovereign_Wealth_Funds

(2) سفين بيرينت، صناديق الثروة السيادية الخليجية إدارة الثروة في زمن الاضطراب، مرجع سبق ذكره، ص02.

(3) Caroline Bertin delacour; les fonds souverains; op.cit ; p77.

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه، تراجع القيم المتداولة لأكبر المؤسسات المالية العالمية منذ إعلان الصفقة إلى غاية تاريخ 16 أكتوبر 2008، حيث نلاحظ تراجع قيمة أسهم بنك (Merrill Lynch) بحوالي 66%، وأسهم بنك (Morgan Stanley) و(UBS ; Union de banques suisses) بحوالي 64% و63% على التوالي، كما خسرت أسهم (Citigroup) 40% من قيمتها و(Barclays) بأكثر من 26% وسجلت أسهم (Crédit suisse) أقل الخسائر بحوالي 19%.

وبالعودة إلى الجدول السابق يتضح جليا حجم الخسائر التي تكبدتها استثمارات صناديق الثروة السيادية في ظرف لا يتعدى العامين، وهذا ما يفسر انخفاض حجم الاستثمارات الأجنبية للصناديق السيادية من 111.70 مليار دولار سنة 2008 إلى 47.60 مليار دولار سنة 2010، بعد سحب العديد من الاستثمارات في الخارج نتيجة التخوف من الصفقات ومن هشاشة النظام المالي العالمي⁽¹⁾؛ كما تناقصت الأصول المتراكمة لمجموع الصناديق السيادية في العالم من 4.061 تريليون دولار في شهر سبتمبر 2008 إلى 3.924 تريليون دولار في سبتمبر 2009 أي انخفضت بـ 137 مليار دولار حسب معهد الصناديق السيادية⁽²⁾، في حين قدرت مؤسسة (Morgan Stanley) خسائر الصناديق السيادية ما بين 500 إلى 750 مليار دولار خلال 12 شهرا⁽³⁾، أما عن الخسائر غير المباشرة لصناديق الثروة السيادية، فقد أدت الأزمة المالية العالمية إلى تراجع موارد تمويل الصناديق السيادية النفطية⁽⁴⁾، نتيجة الانخفاض الكبير في أسعار النفط في الفترة الممتدة من (2008-2009)، حيث تراجع سعر برميل الخام إلى حدود 61.06 دولار في المتوسط سنة 2009⁽⁵⁾.

وهذا بسبب تراجع الطلب العام على مصادر الطاقة وتراجع معدلات النمو الاقتصادي في العديد من الدول مثل الولايات المتحدة الأمريكية والصين، الأمر الذي تسبب في تراجع نمو الأصول العامة المملوكة لصناديق الثروة السيادية، بشكل

(1) Bernardo Bortolotti; annual report 2016; op.cit; P16.

(2) معلومات متوفرة على موقع الالكتروني لمعهد صناديق الثروة السيادية على الرابط الالكتروني:

<http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/consulté> le 27/08/2015.

(3) سفين بيرينت، صناديق الثروة السيادية الخليجية إدارة الثروة في زمن الاضطراب، مرجع سبق ذكره، ص02.

(4) Patrick Artus; vers la fin des fonds souverains ; op.cit ; p143.

(*) لقد حافظت صناديق الثروة السيادية على قوتها رغم الأزمة المالية العالمية، وهذا ما يلاحظ من خلال نمو أصولها بداية من سنة 2010 مدعومة بشكل أساسي بارتفاع أسعار النفط وإعادة تمويل الصناديق وارتفاع النمو الاقتصادي في الدول الصناعية وزيادة درجة التفاؤل حول التعافي من الأزمة.

(5) معلومات عن أسعار النفط العالمية: متاحة على موقع منظمة أوبك: <http://www.opec.org/opec-web/en/data-data-graphs/40.htm>

عام والصناديق المشككة من العوائد النفطية بشكل خاص، ولحسن حظ الصناديق السيادية النفطية فقد عاودت أسعار النفط الارتفاع مجددا بداية من سنة 2010، وزادت الإيرادات والتحويلات الفائضة الموجهة لصناديق الثروة السيادية، بالإضافة إلى قيام الدول المالكة لصناديق الثروة السيادية بإعادة تكوين احتياطياتها من النقد الأجنبي التي فقدتها في فترة الأزمة، نتيجة تراجع حجم وقيم صادراتها إلى الدول الصناعية وإلى دول منظمة التنمية والتعاون الاقتصادي بشكل عام والولايات المتحدة الأمريكية بشكل خاص.

المطلب الرابع: ردود فعل صناديق الثروة السيادية بعد الأزمة المالية العالمية

لقد وجهت الأزمة المالية العالمية درسا قاسيا ومفيدا في نفس الوقت لصناديق الثروة السيادية، خاصة الصناديق التي لها علاقة قوية مع الاقتصاديات الرأسمالية الكبرى، فمن جهة درس قاس من ناحية الخسائر المادية والمعنوية التي ألحقت بها، ومن جهة أخرى قدمت الأزمة المالية العالمية درسا مفيدا للغاية لصناديق الثروة السيادية، حيث أرغمتها على التسلح بقوة جديدة من أجل مراجعة سياساتها الاستثمارية، وعودتها إلى النظر في سبل دعم أسواقها الوطنية، وشكلت المرحلة الجديدة مرحلة العودة إلى الاستثمارات الوطنية البعيدة عن اضطرابات الأسواق العالمية، وذات معدلات الأمان المرتفعة، مقارنة بتلك الموجودة على الصعيد الدولي.

وقد ظهرت ردود فعل الصناديق السيادية بشكل سريع على تداعيات الأزمة المالية العالمية، حيث لاحظنا انخفاض كبير في حجم وعدد استثمارات صناديق الثروة السيادية في القطاع المالي والبنكي في الولايات المتحدة الأمريكية المتحدة، وأوروبا من حوالي 80 مليار دولار سنة 2008 إلى أقل من 20 مليار دولار سنة 2009، لتصل إلى أقل من 03 مليار دولار سنة 2016، حسب بيانات مخبر الأبحاث الخاص بصناديق الثروة السيادية للجامعة (Università Bocconi) لسنة 2016⁽¹⁾، وعملت صناديق الثروة السيادية على التوجه إلى أسواقها المحلية، والابتعاد عن مراكز الخطر من خلال دعم التنمية المحلية الوطنية، ومراجعة علاقتها بأسواقها المحلية وسبل تفعيل ذلك على المدى القريب والمتوسط، بما يضمن دعم الأسواق وتحقيق الاستقرار المالي والنقدي الوطني، والمحافظة على الأرباح في الخارج وتوجيهها بالكيفية المثالية التي تساعد

(1) Bernardo Bortolotti; annual report 2016; op.cit; P23.

الاقتصاديات المحلية، فمثلا قام صندوق المعاشات الحكومي العام في النرويج بزيادة مخصصاته المالية الموجهة لدعم مشاريع التنمية المحلية، ودعم قطاعات البنية التحتية والطرق والمنشآت الفنية، والمساهمة بشكل أفضل في دعم النمو الاقتصادي وزيادة مستوى الناتج الداخلي الخام، كما أعلنت الهيئة العامة للاستثمار في الكويت في تاريخ 13 أكتوبر 2008 عن خطة تملك تتراوح ما بين 10 إلى 20 بالمائة من رأس مال البنوك في المنطقة، كما قام جهاز أبو ظبي للاستثمار نهاية سنة 2008 بتخصيص حصص مالية هامة من أصوله للاستثمار في الجهاز المصرفي والبنكي داخل أبو ظبي⁽¹⁾.

كما لاحظنا أن نهاية الأزمة المالية العالمية شكلت بداية لإستراتيجية جديدة لصناديق الثروة السيادية، التي تقوم على الاستثمارات البينية، فمع نهاية سنة 2008 قامت الهيئة العامة للاستثمار في الكويت بالاستثمار في الصين، من خلال زيادة حصتها في البنك الصناعي والتجاري الصيني.

من جهة أخرى سمحت الأزمة المالية العالمية بمراجعة سياسات صناديق الثروة السيادية، فيما يتعلق بأنظمة الإدارة والكوادر البشرية، التي تعتمد عليها من خلال التعاقد من مديري أجهزة إدارة كاملة ذات خبرات واسعة في الميدان المالي والاستثماري توكل إليهم مهام إدارة وتسيير الأصول بشكل أكثر استقلالية عن الحكومة، ويتقاضون رواتب هامة وهي محاكاة للنهج التي تسيير عليه صناديق التحوط في العالم، وكمثال على ذلك وصل عدد الموظفين في جهاز أبو ظبي للاستثمار سنة 2017 إلى 1700 موظف من 65 دولة موزعين على مكاتب الجهاز المنتشرة في العالم، منتقنين على أسس ومعايير دقيقة، تركز على عوامل الخبرة والكفاءة في ميدان التعامل مع الأسواق العالمية⁽²⁾.

كما يقوم جهاز قطر للاستثمار بالاعتماد على الخبرة الأجنبية في ميدان التسيير وميدان التدقيق والمراقبة الدورية التي توكل إلى مكاتب محاسبية متخصصة في المجال المالي، كما جددت الصناديق السيادية من قدراتها على الإبلاغ عن المخاطر والاعتماد على المؤسسات النظامية الرائدة، كما سارعت في إيجاد سبل تجميع المعلومات وحفظها وتحليلها، بالإضافة إلى إعادة النظر في أركان الحكم الراشد والامتثال بشكل سريع لقواعد سنتياغو.

⁽¹⁾ عبد الله بلوناس، حاج موسى نسيمه، واقع صناديق الثروة السيادية العربية في ظل أزمة الرهن العقاري، مرجع سبق ذكره، ص16.

⁽²⁾ Abu Dhabi Investment Authority; review 2017 (Prudent Global Growth); op.cit; p04. At:

http://www.adia.ae/En/pr/2017/ui/downloads/ADIA_Annual_report_2017.pdf; 06/07/2018 à 16^h.21.

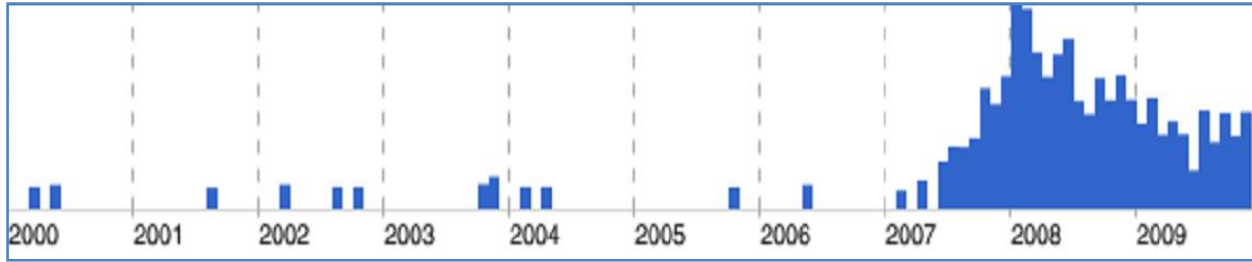
المبحث الثالث: الجدول القائم بخصوص الصناديق السيادية

في البداية يجب أن نحدد الإطار الزمني الذي بدأ فيه الجدول حول صناديق الثروة السيادية، حيث نلاحظ أن معظم النقاشات التي دارت حول إمكانية حدوث مخاطر على المصالح الاقتصادية والسياسية والأمنية للبلدان الغربية، من جراء نمو حجم واستثمارات صناديق الثروة السيادية بدأت منذ ربيع سنة 2007.

المطلب الأول: مبررات الجدول الدائر بخصوص الصناديق السيادية

لقد ظهر خوف كبير لدى الدول الغربية الصناعية من تعاضم أهمية صناديق الثروة السيادية، حيث زادت النقاشات المتخوفة من الظاهرة الحديثة على الساحة الدولية، بشكل كبير في الأوساط الاقتصادية والسياسية، والشكل التالي يوضح معدلات تداول مصطلح التهديد المقترن بالصناديق السيادية داخل شبكة الانترنت.

شكل رقم (24): معدلات تداول مصطلح التهديد المقترن بمفهوم صناديق الثروة السيادية على (Google)



Source: Gokhan afyonoglu and others; op.cit, p09

تشير دراسة (Gokhan afyonoglu and others) حول الصناديق السيادية، أن معدلات تداول مصطلح التهديد أو الخوف (Threat) المقترن بمفهوم صناديق الثروة السيادية على محرك البحث (Google)، اقتربنا بشكل كبير في الدراسات والتقارير الغربية بداية من منتصف سنة 2007، وارتفع بشكل حاد سنة 2008، أي في الفترة المصاحبة للأزمة المالية العالمية، وهذا إن دل على شيء فإنما يدل على إدراج بعض الأوساط للصناديق السيادية كأحد مسببات الأزمة، حيث ظهر قلق كبير حول النوايا الغامضة لاستثمارات الصناديق السيادية القادمة من مستثمرين عالميين جدد أغلبهم من الدول النامية. وقد أشارت العديد من البلدان الغربية إلى العديد من المسائل التي دفعتها إلى القيام بالإدلاء بتصريحات مضادة لنوايا صناديق الثروة السيادية، وقيامها باتخاذ إجراءات حمائية ضد استثماراتها على المستوى الداخلي، لعل من أهمها:

عدم اتصاف معظم صناديق الثروة السيادية بمميزات الحكم الراشد والشفافية⁽¹⁾، في توضيح مصادر تمويلها والأهداف التي تسعى إليها وطبيعة الاستثمارات التي تقوم بها⁽²⁾، وهذا يتركز على تقارير الشفافية المختلفة لـ (لينبرغ ومادول) و(ترومان) ومدى الالتزام بمبادئ سنتياغو، كما لا تملك الصناديق السيادية في معظمها إطارا مؤسسيا وقانونيا واضحا⁽³⁾، بحيث تفرض لوائحها التنظيمية بضرورة توخي السرية في تعاملاتها وتمويلها وأهدافها، وأسس استثماراتها وتوزيعها القطاعي والجغرافي، فقط إذا ما استثنينا عدد محدود منها⁽⁴⁾، وكمثال على ذلك نجد شرط السرية في الهيئة العامة للاستثمار مدون في بند صريح ومكتوب في الدستور الكويتي، كما نجد العديد من الصناديق السيادية تنشط وفق قرارات حكومية سياسية، مما يخالف مبادئ الاستثمار التجاري.

الجدل الدائر حول مبررات إنشاء بعض الصناديق السيادية وتحولها، من أهداف اقتصادية إلى أهداف سياسية^(*) واستثمارها في قطاعات حساسة وأمنية في الدول المستقبلية مثل الدفاع، الموانئ والاتصالات...، وكمثال على ذلك قيام الصندوق الإماراتي (ICD) بشراء حصة قدرها 03 بالمائة من شركة (EADS) المختصة في قضايا الأمن والدفاع في فرنسا⁽⁵⁾، وبهذا فقد شغلت الصناديق السيادية الرأي العام العالمي وأصحاب القرار والوسطاء الماليين، من خلال إيجاد الطريقة المناسبة لمراقبة الصناديق، وكذا الآليات والمتطلبات التي تسمح بذلك⁽⁶⁾.

(1) Thomas J. Grennes; the volatility of sovereign wealth funds; op.cit; p02.

(2) كمال العقرب، تقييم واقع ودور صناديق الثروة السيادية في تحقيق الاستقرار في الاقتصاد العالمي، مرجع سبق ذكره، ص126.

(3) شعبان فرج ومريم دباغي، صناديق الثروة السيادية ومساهمتها في رسم المشهد المالي العالمي، مرجع سبق ذكره، ص12.

(4) Steven I. Jen; quelle taille pour les fonds souverains en 2015? revue d'économie financière ; association française d'économie financière, n° hors série 2009 ; france2009; p207. Sur : <https://www.aef.asso.fr/publications/revue-d-economie-financiere/hs09-les-fonds-souverains/2240-quelle-taille-pour-les-fonds-souverains-en-2015>.

(5) caroline Bertin delacour; op.cit; p47.

(*) لقد امتد الجدل القائم في الأوساط الغربية إلى حد ربط بين الأهداف الجيواستراتيجية لصناديق الثروة السيادية وبين قادة الدول المالكة لها على غرار الشيخ زايد في الإمارات، والزعيم (hiu jintao) في الصين والرئيس الروسي فلاديمير بوتين...، وهذا من خلال مخاوف الدول الغربية الصناعية من نوايا هؤلاء القادة، لذلك نجدها تقوم في كل مرة بالمفاضلة بين الأرباح والمخاطر التي ستعرض لها من الصناديق السيادية، أنظر:

Amid fal jaoui ; la menace des fonds souverains ; tendances accoutancey ; tax 2008/1 ; p 39. Sur :

<https://www.iec-iab.be/fr/membres/publication/accountancy-tax/Documents/2008/2008-1-Tendances.pdf>

(6) Steffen Kern; fonds souverains: nouvelles réalités économiques et réponses politiques? op.cit; p215 ; vu le 12 aout 2016 ; pp275-289. Doi:10.3406 /éco fi 2009 5438 http:// www.persee.fr/doc/eco-fi-0987-3368-2009-hors-9-15438 ; 06/07/2018 à 16^h.54

تعود المخاوف الغربية من استثمارات الصناديق السيادية إلى إمكانية تدخلها في الشؤون الداخلية للدول المستقبلية ولمصلحة الدولة الأم، ومن إمكانية أن يتطلع مالكو الصناديق إلى امتلاك حصص في بنوكهم وشركاتهم الطاقوية والإستراتيجية أو على أن تعمل على المضاربة على العملة المحلية والتشويش على السوق الداخلي وعدم توازن مؤشرات العرض والطلب وخلق الاضطرابات الاقتصادية والمالية، أو تأثيراتها على قيمة الأصول⁽¹⁾ والدفع بأسعارها نحو الأعلى والزيادة في معدلات التضخم، لذلك فقد صرح البعض أن صناديق الثروة السيادية تشوه النظام المالي العالمي على حد تعبير (Lawrence Summers) وزير الخزانة السابق في الولايات المتحدة ، كما يمكن أن تؤثر استثماراتها على تنافسية القطاع الخاص المهيمن في الدول الغربية، نظرا لعوامل ترتبط بضخامة رؤوس الأموال وحجم النفوذ المالي والإداري للمالكي للصناديق⁽²⁾.

أدى تطور حجم أصول الصناديق وتوقعات نموها في المستقبل إلى مخاوف من تأثيراتها على بنية النظام المالي، وعلى التنافسية التجارية والأمن القومي، وللتنبه أن حجم الصناديق لم يكن أساس الجدل وإنما سرعة النمو والتغلغل في الأسواق هي التي عجلت بتصاعد وتيرة الجدل في الغرب، حيث رأت الدول الصناعية الغربية أن معدل نمو سنوي يفوق في بعض السنوات 24%⁽³⁾ لأصول صناديق الثروة السيادية، سيشكل تهديداً واضحاً لمعالم الاقتصاد العالمي⁽⁴⁾، وفي هذا الصدد يشير يشير الأستاذ (بدر محمد السعد) المدير الإداري لهيئة الاستثمار الكويتية في مقابلة أجرتها معه مجلة ألمانية بتاريخ 19 ماي 2008 أن الجدل بدأ منذ إعلان مؤسسة (Morgan Stanley) بتاريخ الثالث ماي 2007 أن حجم الصناديق السيادية سيصل إلى 12 تريليون دولار قبل سنة 2015، حيث بدأ الغرب يستشعر التهديدات المفترضة التي ستصاحب نمو صناديق الثروة السيادية واستثماراتها في الخارج، وأقامت هذه التقديرات المبالغ فيها جدلاً واسعاً ونقاشات حادة في الأوساط الغربية⁽⁵⁾.

(1) Patrick Artus; vers la fin des fonds souverains ; op.cit; p138.

(2) Christopher balding; qui a peur des fonds souverains? revue d'économie financière. Hors-série, 2009. Les fonds souverains : numéro hors-série 2009; france2009 ; p215.

(*) انغل لورانس وزيراً للخزانة في الولايات المتحدة الأمريكية ومديراً للمجلس الاقتصادي الوطني في عهد الرئيس باراك اوباما.

(3) سفين بيرينت، حين يتكلم المال، مرجع سبق ذكره، ص08.

(4) سفين بيرينت، أين صناديق الثروة السيادية من مبادئ سنياغو؟ ص03.

متوفر على الرابط [http:// : carnegie-mec.org/2010/05/05/ar-pub-40832] أطلع عليه بتاريخ 26 أفريل 2010.

(5) سفين بيرينت، حين يتكلم المال، مرجع سبق ذكره، ص19.

لم تكن الصناديق السيادية لتثير كل تلك الزوبعة التي أحدثتها في تلك الفترة، لو لم تتحول من استراتيجياتها التقليدية المبنية على الاستثمار المحلي وعلى الاستثمار منخفض المخاطر في سندات الخزينة الأمريكية، والتوجه إلى الاستثمار في قطاعات مختلفة في الأسواق الدولية، بالإضافة إلى كسر القاعدة السابقة لحركة رؤوس الأموال، والتي أوجدت خلافاً في الهيكل المالي العالمي، من خلال وجهة نظر أغلب الدول الصناعية.

يعود الجدل من زاوية أخرى إلى أن نسبة كبيرة من الصناديق السيادية تابعة للدول النامية⁽¹⁾، وتقدر بنسبة 68.94% حسب إحصائيات سنة 2016⁽²⁾، في حين أن الصناديق التضامنية ومؤسسات التقاعد وشركات التأمين معظمها تابع للدول الصناعية، مما يجعل استثمارات هذه الصناديق تتعرض في العديد من الأحيان لمشاكل الحماية، كما أن أهم مالكي صناديق الثروة السيادية خارج منظمة (OCDE)، وبذلك فقد غيرت الصناديق السيادية الصورة التقليدية للاستثمارات الأجنبية العالمية القادمة من الدول الصناعية الغربية (أو كما يطلق عليها البعض الوضع الطبيعي لحركة رؤوس الأموال الدولية)، إلى نظام استثماري جديد متعدد الأطراف، مما جعل الغرب يتوجس خيفة من مستثمرين جدد لا يتمتعون بقدر كاف من الشفافية⁽³⁾، وقد أدت زيادة عمليات التملك للصناديق السيادية إلى انخفاض حصة الولايات المتحدة في الرصمة المتراكمة لـ 500 مؤسسة عالمية في الفترة (2002-2008)، وانتقلت من 57% سنة 2002 إلى 38% في عام 2008 وارتفعت حصة أوروبا من 29% إلى 32% في نفس الفترة، كما ارتفعت حصة الدول الناشئة من 03% في سنة 2002 إلى حوالي 17% في 2008⁽⁴⁾.

(1) Alain demarolle; fonds souverains quelle stratégie pour la France?; Revue d'économie financière. Hors-série, 2009. Les fonds souverains : numéro hors-série 2009; france2009 ; p367.

(2) بيانات معهد صناديق الثروة السيادية، متوفرة على الرابط التالي:

www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/consulté، أطلع عليه يوم 2016/06/12.

(3) Helene Raymond; les fonds souverains; op.cit; p76.

(4) عبد المجيد قدي، الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة، مرجع سبق ذكره، ص08.

وجود بعض الأطماع الجيوإستراتيجية القديمة لاستثمارات صناديق الثروة السيادية والتي تعود إلى ثمانينات القرن الماضي عندما قامت الهيئة العامة للاستثمار في الكويت بشراء حصة تقدر بحوالي 22 بالمائة من شركة (British petroluim) في المملكة المتحدة، في إطار عمليات الخوصصة التي أقرتها حكومة (مارغريت تاتشر) في ذلك الوقت، حيث قامت معارضة كبيرة لهذه الصفقة، وطالبت الأوساط السياسية والاقتصادية في لندن بتخفيض حجم الحصة إلى 09.90 بالمائة في أكتوبر 1989، وهو ما تم فعلاً رغم تأكيدات الصندوق حول النوايا التجارية للصفقة⁽¹⁾.

لقد ارتكز الجدل في الأوساط الغربية حول استثمارات الصناديق السيادية، من ناحية قيام الحكومات السيادية بالاستثمار والتملك، عوض أن يتم هذا الاستثمار من قبل القطاع الخاص⁽²⁾، حيث تختلف نوايا وإستراتيجيات الحكومات السيادية من دول لأخرى وحسب طبيعة كل نظام، ومن الممكن في بعض الحالات أن يتجاوز ذلك تعظيم الأرباح⁽³⁾. ومن بين الصفقات الإستثمارية التي عجلت بتنامي الفكر العدائي لاستثمارات صناديق الثروة السيادية، وزادت من تأكيدات الغرب لمبراته السابقة، نجد:

- في أوت 2005 أدمت شركة (China national offshore oil corporation) على صفقة تملك في الشركة البترولية العالمية الأمريكية (Unocal)، حيث واجهت هذه الصفقة ضجة إعلامية وسياسية كبيرة في الداخل الأمريكي دفعت إلى تدخل الكونغرس ومطالبة الرئيس الأمريكي بالتحقيق في هذه القضية، الأمر الذي أدى إلى العدول عن الصفقة بشكل نهائي في نهاية السنة⁽⁴⁾.

- في جانفي 2006 قام الصندوق السيادي السنغافوري (تيماسك) بمحاولة تملك أصول الشركة التايلاندية للإعلام (سيم كورب)، حيث خلقت هذه العملية جدلاً واسعاً داخل الرأي العام التايلاندي، حيث طُلب من الوزير الأول بالتخلي عن الصفقة التي تمس قطاع حساس وإستراتيجي، مما أجبر الصندوق السنغافوري على تعديل حجم الصفقة إلى حدود 42%.

(1) عبد المجيد قدي، الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة، مرجع سبق ذكره، ص08.

(2) Victoria Barbary and Bernardo Bortolotti; op.cit; p311.

(3) Evan Bayh; time for sovereign wealth rules; wall street journal; February 13,2008.

<https://www.wsj.com/articles/SB120286960358864245> «28/07/2018» à 02^h.17

(4) Victoria Barbary and Bernardo Bortolotti; p329.

- في ماي 2006 قامت مجموعة دبي للموانئ العالمية بشراء حصص إدارة ستة موانئ تابعة للولايات المتحدة الأمريكية، من الشركة البريطانية المختصة في تسيير الموانئ (peninsular and oriental stream navigation company)⁽¹⁾، حيث طالب الكونغرس الأمريكي بإلغاء الصفقة التي تمس بالأمن القومي الداخلي⁽²⁾، وكإجراء عام تم تعديل الأحكام المتعلقة بالتعامل مع المستثمر الأجنبي في سنة 2007، كما ظهرت في نفس التاريخ ضجة أخرى حول عرض الشركة الروسية (غاز بروم) المتخصصة في استخراج الغاز الطبيعي، التي قدمت عرض لشراء مجموعة (centrica) البريطانية، حيث قادت هذه العملية الحكومة البريطانية إلى مطالبة وزير التجارة والصناعة (ألان جونسون) بالتدقيق في فحوى العملية⁽³⁾.
- في سبتمبر 2006 قام البنك العمومي الروسي (VTB) بشراء نسبة 5.02% من الحصص المعروضة من قبل البنك الألماني الفرنسي (EADS)، الأمر الذي حرك المسؤولين في فرنسا وألمانيا للاستفسار حول دواعي الصفقة⁽⁴⁾.

المطلب الثاني: التدابير الحمائية الغربية حول استثمارات الصناديق السيادية

من بين المخاوف التي أظهرتها الدول الغربية تجاه الصناديق السيادية هو انتقال الثروة من العالم المتقدم إلى العالم المتخلف، فقبل 50 سنة من هذا الجدل تركزت الثروة العالمية بنسبة 75 بالمائة في دول منظمة التنمية والتعاون الاقتصادي (OCDE)، أما في سنة 2008 فقد أصبحت هذه الأخيرة لا تحوز سوى على نسبة 55 بالمائة من ذلك⁽⁵⁾، حيث عملت الدول الغربية في إطار مواجهة الأخطار الافتراضية لاستثمارات الصناديق السيادية، على وضع مجموعة من التدابير والإجراءات المتعلقة بفرض الحمائية على الاستثمارات الأجنبية⁽⁶⁾، منها:

1- موقف المجلس الأوروبي: لقد سارع العديد من الاقتصاديين الغربيين إلى الدفاع عن تقرير مؤسسة (Morgan Stanley)

حول الصناديق السيادية، والادعاء بأنها ستتهز العالم السياسي والاقتصاد الرأسمالي⁽⁷⁾، حيث أشار المجلس

(1) ibid.; p309.

(2) OCDE; fonds souverains et politiques des pays d'accueil; op.cit; p05.

(3) Steven coissard et autres; l'émergence des fonds souverains (réalités et enjeux); op.cit ; p06.

(4) عبد المجيد قدي، الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة، مرجع سبق ذكره، ص08.

(5) Steven coissard et autres; l'émergence des fonds souverains réalités et enjeux; op.cit ; p02.

(6) Helmut Reisen; comment reconvertir ressources et revenus ; op.cit ; p06.

(7) Christopher balding; qui a peur des fonds souverains? op.cit; p215.

الأوروبي بروكسل في مارس 2008 أن ظهور لاعبين جدد يتميزون بشفافية محدودة في ما يتعلق بالاستثمارات الخارجية وأهدافها غير المعلنة، سيثير بعض الشكوك من احتمال ممارسة أهداف جيواستراتيجية.

2- الموقف الفرنسي: قامت فرنسا في 30 ديسمبر 2005 بإصدار المرسوم رقم 2005/1739 الخاص بمراقبة الاستثمارات الأجنبية كخطوة لمواجهة استثمارات الصناديق السيادية⁽¹⁾، حيث يقضي المرسوم باشتراط تصريح من الوزير الفرنسي المكلف بالاقتصاد في حالة الاستثمارات الأجنبية، التي تنوي القيام بالتملك والسيطرة على نسبة تفوق 33.33% من أصول الشركات الفرنسية وهذا تحديداً لـ 11 قطاع، سبعة متعلقة بالأمن الوطني وأربعة تمس الدفاع⁽²⁾، وقد عدل القانون في 07 ماي 2012، بحيث أصبح عدد القطاعات المحمية هو عشر قطاعات فقط⁽³⁾، وقد دعت الجمعية الفرنسية الوطنية في 30 جويلية 2008 إلى القيام بدراسات موضوعية لظاهرة صناديق الثروة السيادية، وسبل الاستفادة من استثماراتها الخارجية، دون المساس بالقطاعات الإستراتيجية والأمنية بالاعتماد على:

☞ دعوة أعضاء اللجنة الأوروبية إلى المشاركة في النقاشات الدائرة حول المبادئ الطوعية التي هي في طور الانجاز.

☞ دعوة مالكي الصناديق للمساهمة في الاستثمار محلياً، مع ضرورة إبقاء الاستثمارات مفتوحة للشراكة الأجنبية.

☞ دعوة دول الاتحاد الأوروبي إلى التحديد الدقيق للقطاعات الإستراتيجية ووضع تشريعات لمجابهة الاستثمار فيها⁽⁴⁾.

كما اقترح الرئيس الفرنسي السابق (Nicolas Sarkozy) في خطاب للبرلمان الأوروبي في شهر نوفمبر 2008، على إنشاء صناديق خاصة بالدول الأوروبية، من أجل حماية الصناعات الإستراتيجية من استحواذ الأجانب، وحتى تستطيع كل دولة من الاتحاد دعم سياساتها التنموية ودعم المؤسسات الوطنية، دون اللجوء في كل مرة إلى صناديق الثروة السيادية⁽⁵⁾.

وقد دعت فرنسا صندوق النقد الدولي إلى المطالبة بتحديد أهداف الصناديق السيادية، والإعلان عن أنها لا تتعدى الأهداف التجارية وتوظيف الإدخارات، ضمن أسس الحكم الراشد والشفافية، وفي تقديرنا نظن أن الموقف الفرنسي نابع من

(1) M jean Arthuis; rapport d'information au nom de la commission des Finances ; op.cit ; p17.

(2) Andreas schwab; Les fonds souverains; op.cit; p02.

(3) Viviant de beaufort; fonds souverains et gouvernance d'entreprise; conférence débat du club recherche IFA ; France jeudi 05 décembre 2013 ; p10.

(4) عبد المجيد قدي، الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة، مرجع سبق ذكره، ص09.

(5) Mehmet caner et Thomas Grennes: le fonds souverains norvégien ; revue d'économie financière. Hors-série, 2009. Les fonds souverains : numéro hors-série ; France 2009.cit ; p130.

عدة أسباب، منها ما يتعلق بسياسة (Nicolas Sarkozy) نفسها ونمطية القرارات المرتبطة بالسياسات الخارجية لفرنسا خاصة وأنها في تلك الفترة قد تولت (فرنسا) أمانة الاتحاد الأوروبي.

3- الموقف الألماني: منحت المادة الثانية من قانون 1961 المعدلة في سنة 2006 الحق للسلطات الألمانية في الاعتراض على أي استثمار يضر بالأمن الداخلي والمصالح الألمانية⁽¹⁾، حيث سارعت ألمانيا في تاريخ 20 أوت 2008 إلى إصدار مشروع قرار يقضي بتعديل التشريعات الألمانية الواردة في شأن التعامل مع الاستثمارات الأجنبية ماعدا الاستثمارات الوافدة من دول الاتحاد الأوروبي، والجمعية الأوروبية للتبادل الحر، حيث يمنع هذا التعديل منح التراخيص للاستثمارات الأجنبية التي تهدف إلى تملك أكثر من 25% من أصول الشركات الألمانية، إلا بموافقة خاصة من طرف السلطات الألمانية، مبنية على دراسة دقيقة لملف الاستثمار في ظرف لا يتجاوز شهرين^(*)، وقد كان الضغط الشعبي على الأوساط الحكومية الغربية شديدا إزاء استثمارات الصناديق السيادية، فقد أورد استطلاع للرأي أجرته جريدة ألمانية في نوفمبر 2008 أن أغلبية الشعب الألماني يؤمنون بقرارات الحكومة في فرض المزيد من الحماية على استثمارات الصناديق السيادية⁽²⁾، خاصة في القطاعات الاستراتيجية كالدفاع، الأمن، الطاقة، الخدمات المالية والصناعات اللوجستية، ولهذا فقد صاغت ألمانيا قانونا يمنح البرلمان سلطة إقرار رفض كل الاستثمارات الأجنبية، التي تمثل خطراً على مصلحة الدولة وأمنها الداخلي، والتي تسعى للحصول على نسبة 25% فأكثر من حصص الشركات، أو تسعى إلى امتلاك حق التصويت داخل المؤسسات والشركات الألمانية، كما قامت الحكومة الألمانية بتعديل قانون التجارة الخارجية، واقترحت نسخة من عملية المراجعة التي قامت بها لجنة الاستثمار الأجنبي في الولايات المتحدة (CFIUS)^(*) لمراقبة استثمارات الدول غير العضو في الاتحاد الأوروبي والجمعية الأوروبية لحرية التبادل⁽³⁾، وبهذه الإجراءات تكون ألمانيا قد وضعت منهجاً مغايراً لتعاملاتها السابقة مع الاستثمارات

(1) Viviant de beaufort; fonds souverains et gouvernance d'entreprise ;op.cit; p10.

(2) سفين بيرنت، صناديق الثروة السيادية الخليجية إدارة الثروة في زمن الاضطراب، مرجع سبق ذكره، ص06. عن [routeurs le 30/10/2008] د: باهن الرئيس المدير التنفيذي لشركة بان أيه جي دويتشه، الطرح الأولي للاكتتاب العام غير مرجح هذا العام لكنه غير مستحيل.

(*) (Committee on foreign investments in the United States) أنشأت اللجنة من قبل الرئيس الأمريكي فورد سنة 1975 ويشرف عليها وزير الخزانة الأمريكية، حيث تقوم الهيئة على دراسة أثر الاستثمارات الأجنبية الواردة على الأمن القومي للولايات المتحدة وكيفية التعامل معها، في شكل تقرير مفصل ترسل نسخة منه إلى رئيس الولايات المتحدة الذي يفصل فيه في أجل 15 يوم.

(3) Viviant de beaufort; fonds souverains et gouvernance d'entreprise ;op.cit; p06.

لأجنبية، كما نلاحظ أن الموقف الألماني كان أكثر إلماماً بالحماية ضد الاستثمارات الأجنبية، بحيث يحمي القانون جميع القطاعات داخل ألمانيا، عكس الموقف الفرنسي الذي حدد فئة معينة من القطاعات الإستراتيجية، أي أن ألمانيا توسعت في العمليات الحماية بشكل أكثر جرأة.

4- الموقف الإيطالي: في سياق دبلوماسي جاء رد إيطاليا غير معادي بشكل تام لاستثمارات الصناديق السيادية العالمية، حيث حرصت على حماية القطاعات الإستراتيجية فقط التي تمس بالأمن القومي، كما أنشأت لجنة المصالح القومية لإنجاز عمليات التدقيق والدراسة العميقة لهذه الاستثمارات، من جانب آخر رحب وزير الخارجية الإيطالي بمناسبة عودته من زيارة للإمارات العربية المتحدة باستثمارات صناديق الثروة السيادية، وأن دولته ترحب بالاستثمارات العربية والأجنبية، التي لا تتجاوز نسبتها 05 بالمائة من رأسمال الشركات والبنوك، بشرط ألا تكون تلك المؤسسات مدرجة ضمن لائحة المؤسسات الإستراتيجية⁽¹⁾.

5- الموقف السويسري: تخوفت سويسرا من استثمارات صناديق الثروة السيادية لعدة أسباب منها نقص الشفافية في إظهار المعلومات، غياب سياسات الإفصاح والإعلان عن حصص ملكيات الصناديق، عدم وجود متابعة لنظام الاستثمار وعدم الإبلاغ عن الأهداف بشكل واضح وسلس، بالإضافة إلى القوة المالية للصناديق السيادية والتي تمكنها من الاستحواذ على صناعات تتميز بمعدل عالي للتكنولوجيا، أو بعض الصناعات ذات الملكية الفكرية المتطورة⁽²⁾، وقد دعا المجلس الفدرالي في سويسرا في تاريخ 30 جانفي 2008 إلى التمحيص الدقيق في استثمارات الصناديق السيادية، من دون فرض تشريعات وقوانين تضبط هذه الاستثمارات الخارجية، كما ألزمت المصالح الفدرالية بالمساهمة في الحوار والنقاشات التي بدأها صندوق النقد الدولي بمعية منظمة التنمية والتعاون الاقتصادي وبمشورة أعضاء صندوق النقد الدولي، الهادفة إلى إيجاد صيغ توافقية حديثة تربط العلاقات المتوترة بين ملاك الصناديق السيادية ومتلقي استثماراتها.

(1) عبد المجيد قدي، الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة، مرجع سبق ذكره، ص 09.

(2) Michael schamid et Fred burki; l'importance des fonds souverains pour la suisse; Revue de politique économique ; la vie économique 7/8/2008-81^{ème} année; p24 ; «09 aout 2016»

https://dievolkswirtschaft.ch/content/uploads/2008/07/08F_Schmid.pdf ; 06/07/2018 à 16.57.

6- الموقف البريطاني: عكس موقف المملكة المتحدة تناهلاً شديداً في السياسة الأوروبية، فيما يتعلق بالتعامل مع

موضوع استثمارات الصناديق السيادية، حيث اعتمد موقف المملكة على أسس مرنة وأكثر ثقة في الصناديق، حيث اعترف

رئيس الوزراء "غولدن براون" في زيارته لمنطقة الخليج العربي في عام 2008 بمساهمة صناديق الثروة السيادية في توظيف رأس

المال بشكل أكثر كفاءة، كما سعى إلى إقناعها بضرورة ضخ المزيد من السيولة والاستثمار في الاقتصاد البريطاني.

وعلى العموم فقد صاغت المجموعة الأوروبية في مارس 2008 بياناً مشتركاً تعكس فيه سياساتها تجاه صناديق الثروة

السيادية، نلخص بنوده في النقاط التالية:⁽¹⁾

- تفادي التوسع في الحماية المطبقة على الصناديق السيادية؛

- الاستفادة من رأسمال الصناديق في تمويل المؤسسات والشركات الإستراتيجية؛

- تحديد مفهوم مشترك للقطاعات الإستراتيجية التي تمس الأمن القومي؛

- التزام الصناديق السيادية بمبادئ الشفافية والحوكمة؛

وتعود أسباب صياغة هذه الأسس من قبل هيئة الإتحاد الأوروبي بالأساس إلى تفادي التناقض الذي حصل بين

التوجهات الجديدة لبعض الدول الأوروبية والإطار العام الذي بني عليه أكبر وأقوى التكتلات الاقتصادية في العالم، حيث

تعتبر دول الإتحاد الأوروبي أساس الحرية الاقتصادية والتجارية وحركة رؤوس الأموال الدولية في العالم، والقواعد والبنود الرسمية

والأساسية للاتفاقية الأوروبية (le traite européen) تبين ذلك⁽²⁾ خاصة المادة 56 منه، التي تمنح حرية أكبر

للاستثمارات الأجنبية، وتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية وحرية تنقل الأشخاص والخدمات ورؤوس الأموال⁽³⁾، كما أعلنت

في هذا الإطار هيئة الإتحاد الأوروبي عن بعض التدابير والإجراءات في نهاية 2008، من شأنها توضيح الصورة المبهمة

لاستثمارات الصناديق الثروة السيادية في القارة الأوروبية، منها الالتزام بمبادئ المعاملة بالمثل بخصوص الاستثمار في أسواق

(1) Andreas Schwab; les fonds souverains; op.Cit; p02.

(2) Traité de Rome ; instituant la communauté européenne ; signé le 25 mars 1957 par (la république fédérale d'Allemagne. Italie. Belgique. Pays -bas et Luxembourg).

http://www.m-pep.org/IMG/pdf/Acte_final_traité_de_Rome.pdf ; 06/07/2018 à 12^h.22

(3) Andreas Schwab; les fonds souverains; op.Cit; p03.

الدول المالكة لصناديق الثروة السيادية، التحديد الدقيق للقطاعات الإستراتيجية وحمايتها بنصوص تشريعية والعمل وفق المبادئ المعلنة لأسس الحكم الراشد والشفافية والمساءلة⁽¹⁾.

7- الموقف الاسترالي: تخضع استراليا جميع الاستثمارات الأجنبية لقواعد وتنظيمات خاصة صاغتها منذ سنة 1975، حيث تدرس كل الاستثمارات الأجنبية الواردة من قبل (Foreign Acquisitions and Takeovers Act) وتقوم بعملية تدقيق لأثرها على الاقتصاد الاسترالي بشكل عام، وتصاغ في شكل تقارير توجه إلى مكتب (Foreign Investment Review Board) المكلف بتقييم الاستثمارات، والذي يمكنه رفض الاستثمارات الأجنبية التي يراها تؤثر سلباً على الاقتصاد وعلى الأمن القومي، كما أجرت استراليا سنة 2008 بعض التعديلات التي مست الإجراءات والتدابير المتخذة ضد الاستثمارات الأجنبية، وبشكل خاص استثمارات صناديق الثروة السيادية، حيث اشترطت أن تكون الاستثمارات الأجنبية الخاصة بالصناديق مستقلة وبعيدة عن التوجيهات الحكومية، ويجب أن تتوفر على قرائن تبين وضوح الأهداف التجارية لها، بالإضافة إلى إلزامية احترام قواعد وقوانين البلد المضيف خاصة في مجال الشفافية والحوكمة⁽²⁾.

8- موقف الولايات المتحدة الأمريكية: اتخذت الولايات المتحدة عدة إصلاحات حول القوانين والتشريعات المنظمة لعمل الاستثمارات الأجنبية داخل البلاد، حيث قامت بإسناد هذه المهمة إلى لجنة الاستثمار الأجنبي والمشار إليها اختصاراً بـ (CFIUS) التي تعتمد على دراسات نوعية وإستراتيجية وأهداف هاته الاستثمارات الأجنبية، وثقل الايجابيات التي تحملها للولايات المتحدة الأمريكية، بحيث تعرض اللجنة آراءها على رئيس الولايات المتحدة للفصل فيها بشكل نهائي⁽³⁾، حيث عملت اللجنة في هذا الإطار بكل كفاءة وفعالية منذ إنشائها، وقامت بإلغاء العديد من الاستثمارات^(*) كما قامت

(1) عبد المجيد قدي، الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة، مرجع سبق ذكره، ص05.

(2) Steffen Kern; Fonds souverains: nouvelles réalités économiques et réponses politiques; op.cit; p282.

(*) في الفترة (1998-2007) استقبلت لجنة (CFIUS) 1500 إشعار باستثمار أجنبي في الولايات المتحدة الأمريكية منها 13 مشروع ألغى من طرف اللجنة ومشروع واحد تم إلغاؤه من طرف رئيس الولايات المتحدة الأمريكية يتضمن شراء مؤسسة صينية لحصص في شركة بونينغ الأمريكية لصناعة الطائرات أنظر:

Laurent bibaut ; singularités de l'arbitrage CIRDI ; face a l'arbitrage conventionnel, souveraineté des etates et fonds souverains d'investissement ; mémoire de recherche ; master en droit économique ; université Paul cézanne aric Marseille 3 (2009-2010) ; centre de droit économique ; p32. Sur :

<https://www.lepetitjuriste.fr/wp-content/uploads/2011/11/CIRDI%20et%20fonds%20souverain.pdf> ; 06/07/2018.

(3) Viviant de beaufort; Fonds souverains et gouvernance d'entreprise ; op.cit ; p06.

الولايات المتحدة بصياغة قانون الاستثمار الأجنبي والأمن القومي سنة 2007 الذي يعتمد على التركيز أكثر على الاستثمارات التي تتجاوز نسبة 10% من أصول الشركات الأمريكية، وقد تعرض هذا المعيار للنقد، حيث صرح (Evan Bayh) أن هذا الجانب غير فعال، ويجب دراسة الاستثمارات التي تضر بالولايات المتحدة الأمريكية بشكل حقيقي، من خلال تملك مقعد في مجلس الإدارة أو امتلاك حق التصويت⁽¹⁾.

وفي تاريخ 25 مارس 2008 قامت لجنة الخدمات في مجلس النواب الأمريكي بعقد جلسة بحضور ممثلي وزارة الخزانة ولجنة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية والمجلس الاحتياطي ووزارة المالية النرويجية والصندوق السنغافوري وهيئة الاستثمار الكندية الخاصة بالمعاشات، لمناقشة دور الاستثمار الأجنبي وطرق التعامل معه داخل الولايات المتحدة، كما حددت وزارة الخزانة الأمريكية بروتوكول خاص سنة 2008 مع جهاز أبو ظبي للاستثمار وصندوق المعاشات الحكومية العام النرويجي، من أجل التعامل مع الاستثمارات الأجنبية وبهدف إثبات أن الاستثمارات ذات طابع تجاري وتحترم قوانين البلد المضيف، وتقوم على أسس المنافسة العادلة والشفافية وتعتمد على هيكل مؤسسي وإدارة قوية للمخاطر⁽²⁾، وقد عقدت الولايات المتحدة العديد من الجلسات التشاورية المخصصة للاستماع للآراء المختلفة حول الصناديق السيادية، حيث ظهرت في هذا الصدد مدرستين مختلفتين⁽³⁾ الأولى المدرسة البراغماتية التي دافعت عن الصناديق، وقالت إن استثماراتها عادية وتساهم في جلب رؤوس الأموال إلى الولايات المتحدة الأمريكية^(*)، وتسمح بتوفير السيولة المالية اللازمة لاقتصاد الولايات المتحدة لفترات طويلة، الأمر الذي يعمل على تحقيق الاستقرار الاقتصادي، في حين آخر نفى أنصار المدرسة الشعبوية هذا الطرح، وأكدوا أن الصنليق السيادية تفتقر إلى الشفافية وتشكل خطراً على المصالح القومية وتهدداً للوحدة الوطنية، ونظراً لهذا الخلاف شكلت لجنة من قبل "جيم مروان" و "توم ديفيز" من الكونغرس الأمريكي تضم فريق مختلط، يعمل على تقييم نشاطات الصناديق السيادية وسبل التعامل معها ومع استثماراتها، من جانبه قام وزير الخزانة (هنري بولسون) بزيارة دول الخليج في ربيع

(1) Evan Bayh; time for sovereign wealth rules; wall street journal; February 13,2008.

<https://www.wsj.com/articles/SB120286960358864245> «28/07/2018» à 02^h.17

(2) ماجد عبد الله المنيف، صناديق الثروة السيادية ودورها في إدارة الفوائض النفطية، مرجع سبق ذكره، ص 21.

(*) في الولايات المتحدة الأمريكية شغل موضوع الانتخابات الرئاسية سنة 2008 موضوعاً موازياً لموضوع الجدل الدائر بخصوص صناديق الثروة السيادية.

(3) سفين بيرينت، حين يتكلم المال، مرجع سبق ذكره، ص 21.

2008 من أجل تقريب وجهات النظر والابتعاد عن المزايدات الخاصة باستثمارات الصناديق⁽¹⁾؛ كما قامت الولايات المتحدة الأمريكية كإجراء للتواصل مع الصناديق السيادية، بدعوة ممثلي سنغافورة وأبو ظبي والاتفاق على بعض الإجراءات التي يلتزم بها الأطراف، والتي تتضمن التأكيد على تجارية الأهداف والإعلان عنها، نشر المعلومات الوافية المتعلقة بالأرصدة والاستثمارات، نشر التشريعات الوطنية المعمول بها، واحترام تشريعات البلد المضيف، احترام مبادئ المنافسة الحرة والعدالة⁽²⁾.

المطلب الثالث: ردود فعل مالكي الصناديق السيادية على الحماية

لقد نوه مسؤولو إدارة ستة صناديق سيادية ووزراء حكومات كل من أوغندا وجيبوتي وكولومبيا ومنغوليا وناميبيا، في اجتماع المائة المستديرة بشأن صناديق الثروة السيادية الذي انعقد في قطر يومي 21 و 22 أبريل 2012، على أن استثمارات الصناديق السيادية شأنها شأن جميع الاستثمارات الخاصة، تسعى إلى تحقيق الأرباح من خلال الاستثمارات الأجنبية، كما دعا مسؤولو إدارة الصناديق السيادية إلى إيجاد الطرق السليمة لتخطي العقبات التي تواجه استثماراتها في الخارج، وتوفير بيئة مناسبة لممارسة الأنشطة الاقتصادية كما دعوا منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية والدول الأعضاء فيها، إلى بذل المزيد من الجهود لتحقيق التوازن بين مصالح الصناديق والبلدان المضيفة لتحقيق المنافع المشتركة، والتوجه بمزيد من الاستثمارات إلى الدول النامية والبلدان الأقل نمواً في إفريقيا، التي تتوفر على فرص استثمارية كبيرة⁽³⁾، من جهة أخرى قامت بعض الصناديق بالرد على المواقف الغربية، بعدم الإقبال على الاستثمار في الخارج والتخفيض من مستوى تواجدها والتحول إلى الاستثمارات المحلية، وقد رافعت الدول المالكة على استثماراتها وحاولت في كل مرة أن تعطي الانطباع أن غاياتها تجارية، حيث أكد السلطان (أحمد بن سليم) رئيس مجموعة دبي العالمية لصحيفة (Financial times) أن أسس الاستثمار للصناديق السيادية هي أسس تجارية بعيدة عن الأهداف السياسية، وكتقييم عام حول موقف مالكي الصناديق السيادية تجاه الحماية المضادة، يمكن القول أنه موقف ضعيف نوعاً ما، ولم يكن بالقدر الذي يلائم الوزن الذي أصبحت عليه الصناديق

(1) نفسه، ص 21.

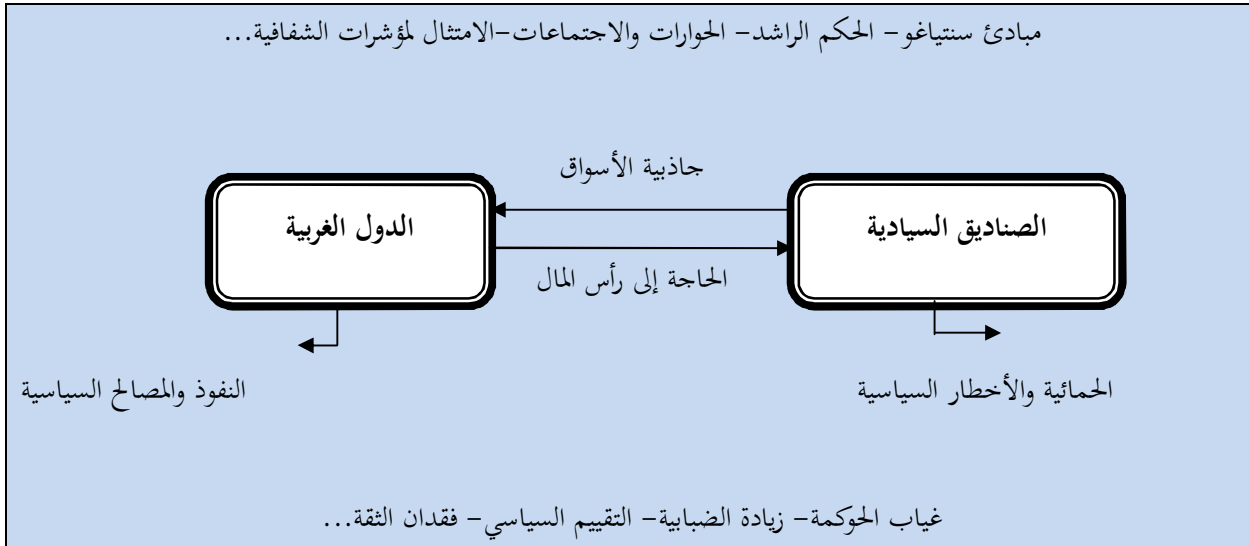
(2) عبد المجيد قدي، الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة، مرجع سبق ذكره، ص 10.

(3) مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية، اجتماع المائة المستديرة بشأن صناديق الثروة السيادية، بحث إمكانات استثمار صناديق الثروة السيادية في التنمية المستدامة الدورة الثالثة عشرة، الدوحة قطر 21 و 22 نيسان/ أبريل 2012. على الرابط الإلكتروني:

http://unctad.org/meetings/en/SessionalDocuments/td496_ar.pdf ، أطلع عليه يوم 2018/07/06 على الساعة: 15.43^٣

السيادية، كلاعب جديد في الساحة المالية وكمستثمر قوي داخل النظام المالي العالمي، وهذا إما لعجزها عن الدفاع عن نفسها وعن استثماراتها⁽¹⁾، التي جابت جميع دول العالم خاصة مع وجود نقطة ضعف تميزها، والتي تكمن في انعدام عنصر الشفافية والحوكمة، أو لاستخفافها بعدم جدوى الجدل والضجة التي أحدثتها الدول الغربية حول استثماراتها ونواياها.

شكل رقم (25): ملخص لنقاط الاقتراب والاختلاف بين ملاك الصناديق السيادية والدول الغربية



المصدر: من إعداد الطالب، بناء على سفين بيرنيت، حين يتكلم المال، مرجع سبق ذكره، ص06.

يلخص الشكل أعلاه، أهم المحاور التي تجمع وتفرق ملاك الصناديق السيادية والدول الغربية المستقبلية لاستثماراتها، حيث تحتاج الصناديق السيادية إلى التواجد في الأسواق الغربية التي تتيح الفرص الاستثمارية والأسواق الضخمة سواء الإنتاجية وغير الإنتاجية أو الخدماتية، شأنها شأن باقي المؤسسات الاستثمارية أو الشركات متعددة الجنسيات، التي تتميز بضخامة رؤوس الأموال والإنتاج والتوزيع الجغرافي في العديد من الدول والتخصص في أنشطة متفرقة⁽²⁾.

كما تحتاج من جهتها الدول الغربية إلى مزايا استثمارات الصناديق السيادية من حيث ضخامة رؤوس الأموال وطول فترة الاستثمارات، ومن أهم العوامل التي تقرب بين الطرفين لدينا مبادئ سنتياغو، الامتثال للحكم الراشد، الاجتماعات والحوارات الثنائية ومتعددة الأطراف، الامتثال لمؤشرات الحوكمة والشفافية ل (ترومان) ومؤشر (لينبرغ مادول) ...

(1) سفين بيرنيت، حين يتكلم المال، مرجع سبق ذكره، ص21.

(2) عبد القادر تومي، الأسس الفلسفية للعبة الاقتصادية، مؤسسة كنوز الحكمة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الجزائر 2011، ص213.

لكن من جهة معاكسة هناك بعض الاختلافات المتعلقة بتخوف الغرب من ارتفاع نفوذ الصناديق السيادية بعد تملكها لخصص في الشركات الإستراتيجية في الأمن والدفاع والتكنولوجيا المتطورة...، كما تعاني الصناديق السيادية من مخاوف ارتفاع حدة الحمائية والغلق للأسواق الغربية وزيادة في التعقيدات الإدارية والضريبية لمنعها من امتلاك الاستثمارات الأجنبية، مما يعرضها للأخطار السياسية والمعوقات التنظيمية والقانونية أو حتى المصادرة والتأميم والقيود على الصرف الأجنبي أو عدم القدرة على تحويل الأرباح والممتلكات، ومن أهم العوامل التي تدفع إلى زيادة الفجوة بين الطرفين السلوك غير الرشيد للصناديق، زيادة الضبابية، اعتماد الدول الغربية على التقييم السياسي على الأداء الاقتصادي الميداني، فقدان الثقة...

المطلب الرابع: ملاحظات حول المواقف الغربية من استثمارات الصناديق السيادية

نلاحظ أن الدول المستقبلية لاستثمارات الصناديق السيادية ذات مواقف غير متجانسة مع بعضها البعض⁽¹⁾، خاصة بين الموقف الفرنسي والبريطاني، ففي الوقت الذي تقر فيه بأهمية الصناديق في الخروج من الأزمة، نجد البعض الآخر لا يتوانى في أخذ كل ما يلزم من حيطة وحذر في مواجهتها، بسبب أن الصناديق مملوكة من دول من الصعب مراقبتها، ومن المفروض أن تكون مستقبلاً لاستثمارات الدول الصناعية لا مصدراً لها، ويمكن تقسيم المخاوف الغربية إلى قسمين:

☞ **مخاوف وهمية:** هي المخاطر التي تتعلق باستثمارات الدول الخليجية، حيث من المرجح أن الدول الغربية لم تستطع استبعادها من الإجراءات الحمائية التي فرضتها، لسهولة التعامل معها ولأنها لا تمتلك خيارات سياسية ولا أمنية، ويمكن القيام بالرد عليها في أي وقت وبشتى الطرق، إن حاولت التملك أو السيطرة على مواقع إستراتيجية حساسة⁽²⁾.

☞ **مخاوف مجازة:** وهي المخاوف التي انتابت الدول الغربية من استثمارات الصين وروسيا، وهنا يقول (Dr. Andreas Schwab) وهو عضو في البرلمان الأوروبي أن الجدل رافق إنشاء روسيا والصين لصناديق سيادية وبداية تغلغلها في النظام الاستثماري العالمي، بحيث أن هاتان الدولتان ذات إيديولوجيات مختلفة وذات أنظمة سياسية من الصعب التحكم فيها

(1) Victoria Barbary and Bernardo Bortolotti; op.cit; p331.

(2) عبد الله بلوناس، حاج موسى نسيمه، واقع صناديق الثروة السيادية العربية في ظل أزمة الرهن العقاري، مرجع سبق ذكره، ص19.

والسيطرة عليها⁽¹⁾، كما أنها تملك وزن سياسي واقتصادي وعسكري كبيرين، كما يقول (Evan Bayh) في مقاله على مجلة وال ستريت الأمريكية أن سلوك روسيا والمميزات الاقتصادية والسياسية للصين تثير مخاوف جدية حول نوايا استثمارات الصناديق السيادية⁽²⁾، وقد تواصل الجدل بخصوص الاستثمارات الصينية في الولايات المتحدة، حيث أعلنت إدارة ترامب سنة 2018 عن إجراء تحقيقات معمقة حول ضغوطات صينية للاستحواذ على الملكية الفكرية في العديد من الشركات ذات التكنولوجيا العالية في ميدان المركبات الكهربائية، والصناعات ذات التكنولوجيا فائقة الدقة⁽³⁾.

ويمكننا القول أن الدول الغربية قد تراجعت في تنفيذ الحماية، وهذا لتأكد تجارية أهداف الصناديق خاصة مع الدراسة التي أعدها صندوق النقد الدولي 2008، والتي أظهرت أن 29% من الصناديق تسعى لتحقيق أرباح مالية على المدى البعيد، وأن 42% منها تعتمد على أساليب استثمارية عادية ولا تريد حق المراقبة والتصويت، كما أن تراجع الصناديق عن الاستثمار في الدول الغربية وخاصة في القطاع المصرفي، أثر بشكل كبير على مصادر التمويل المالي طويل الأجل، مما ولد ضغطا كبيرا على الهيئات المالية العالمية كصندوق النقد الدولي ومنظمة التنمية والتعاون الاقتصادي والمنتدى الاقتصادي العالمي ومنظمة التعاون الاقتصادي لآسيا الباسيفيك، لإيجاد فرص الحوار بين الطرفين وهو ما انبثق عنه التأسيس لمبادئ سنتياغو⁽⁴⁾.

(1) Andreas Schwab ; les fonds souverains ; discours lors du petit déjeuner européen « l'Europe financière et bancaire » centre des études européennes de l'ENA ; Strasbourg ; le 22 octobre 2008 ; France 2008; p01.

(2) Evan Bayh; time for sovereign wealth rules; wall street journal; February 13,2008.

<https://www.wsj.com/articles/SB120286960358864245> «28/07/2018» à 02^h.17

(3) The wall street journal; Goldman, China's Sovereign-Wealth Fund Plan Up to \$5 Billion in U.S. Investments China Investment Corp. teaming up with top Wall Street bank on multibillion-dollar investment fund; <https://www.wsj.com/articles/goldman-chinas-sovereign-wealth-fundplan-up-to-5-billion-in-u-s-investments-1509963344> .

(4) Bertrand blancheton et yves jegourelles ; op.cit; p07.

المبحث الرابع: معايير حوكمة الصناديق السيادية

الحوكمة أو الحكم الراشد (la gouvernance) أسلوب يتميز بحسن التفكير والتدبير في إدارة النواحي المرتبطة بالدولة والفرد، يعتمد على فعالية القانون، مشاركة المجتمع، المساءلة الداخلية والخارجية...، وتهدف الحوكمة إلى ممارسة السلطة بالشكل المثالي، الذي يسمح بالوصول إلى التنمية المستدامة.

المطلب الأول: مبادئ السلوك الأربعة والعشرون (صيغة التقارب الجديدة)

نظراً لضخامة التساؤلات والتخوفات التي أظهرتها الدول الغربية تجاه الاستثمارات الأجنبية بصورة عامة، واستثمارات الصناديق السيادية بصورة خاصة، قام صندوق النقد الدولي ومنظمة التنمية والتعاون الاقتصادي بالبحث في السبل الكفيلة بتقريب وجهات النظر، وإعطاء التصور السليم للاستثمارات الأجنبية للصناديق، وفق المنطق الذي يرضي جميع الأطراف.

حيث تعود فكرة صياغة هذه المبادئ، إلى طلب تقدم به وزراء المالية لمجموعة (G7) وبعض من الدول الأعضاء في منظمة التنمية والتعاون الاقتصادي إلى المؤسسات المالية الدولية وخاصة صندوق النقد الدولي ومنظمة التنمية والتعاون الاقتصادي⁽¹⁾، بشأن إجراء حوارات معمقة حول نشاطات الصناديق السيادية، والقيام بإجراءات من شأنها التواصل معها بشكل أكثر فاعلية⁽²⁾، حيث أوكلت هذه المهمة إلى اللجنة الدولية للشؤون النقدية والمالية التابعة لصندوق النقد الدولي والمكونة من أعضاء مجلس محافظي الصندوق (المتكون أساساً من ممثلي جميع البلدان الأعضاء في الصندوق ووزراء المالية ومحافظو البنوك المركزية)⁽³⁾؛ كما أعربت هذه اللجنة في أكتوبر 2007 عن الحاجة لبناء حوار يتعلق بقضايا استثمارات الصناديق السيادية⁽⁴⁾.

(1) OCDE; fonds souverains et politiques des pays d'accueil; op.cit; p03.

(2) Alain demarolle; rapport sur les fonds souverains; op.cit; p 14.

(*) تضم مجموعة العمل الدولية الدول التالية: استراليا، أذربيجان، البحرين، بوتسوانا، كندا، تشيلي، الصين، غينيا الاستوائية، إيران، أيرلندا، كوريا الجنوبية، الكويت، ليبيا، المكسيك، نيوزيلندا، النرويج، قطر، روسيا، سنغافورة، تيمور لشتي، ترينيداد وتوباغو، الإمارات العربية المتحدة، الولايات المتحدة ويشارك بصفة مراقب دائم عمان والمملكة العربية السعودية وفيت نام ومنظمة التعاون والتنمية الاقتصادية والبنك الدولي، وللإشارة فقد أنجز جزء كبير من أشغال إعداد مبادئ سنتياغو عبر الوسائل الالكترونية والانترنت، تحولت تسميتها فيما بعد إلى المنتدى الدولي لصناديق الثروة السيادية [www.ifswf.org]

(3) مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية، مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية تتوصل إلى اتفاق مبدئي حول مسودة مجموعة المبادئ والممارسات المتعارف عليها، مبادئ سنتياغو، بيان صحفي رقم 08/04 بتاريخ 02 سبتمبر 2008 (media@iwg-swf.org)، ص 01.

(4) Anne- Céline cambier ; fonds souverains: l'immobilier français cible d'investissement; op.cit ; p14.

1- التعريف بمبادئ سنتياغو: أسست مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية (International Group Working)^(*) في الاجتماع الذي عقد بواشنطن يومي 30 أبريل والفتاح ماي 2008، والذي تضمن مشاركة 26 بلداً عضواً في صندوق النقد الدولي⁽¹⁾، ويمتلك صندوق ثروة سيادي، حيث تهدف مجموعة العمل الدولية إلى وضع القواعد والممارسات الموجهة للصناديق من أجل الرفع من معدلات الشفافية⁽²⁾، وقد عقدت المجموعة ثلاثة اجتماعات دورية في كل من واشنطن وسنغافورة ومدينة سنتياغو في الشيلي، حيث تم تأسيس مجموعة فرعية عن مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية، تُعرف بمجموعة المبادئ والممارسات المتعارف عليها (GAPP)^(*)، هدفها وضع الصياغة الفنية للمبادئ، وصياغتها على نحو يعكس صورة صادقة لممارسات الصناديق السيادية وأهدافها الاستثمارية، وقد اعتمدت اللجنة في أشغالها على نتائج المسح الطوعي لنشاطات الصناديق السيادية، وعلى استطلاع هياكل الصناديق وتنظيماتها ومدى شفافية أهدافها، واستطلاع آراء بعض الدول المتلقية لاستثماراتها مثل فرنسا وألمانيا والبرازيل، لفهم المخاوف وأسبابها ومحاولة مراجعة مواقف كل طرف⁽³⁾، كما نسقت لجنة العمل الدولية عملها مع منظمة التنمية والتعاون الاقتصادي وصندوق النقد الدولي، حيث ركزت اللجنة أهدافها الاسترشادية في العمل على حرية تدفقات الاستثمارات الدولية والتقيد بتنظيمات الدول المتلقية، فيما يخص الإفصاح والشفافية وسلامة نوايا الصناديق من خلال مبادئ الحوكمة، حيث خلصت اللجنة على مدى أربعة أشهر من العمل، تم فيها عقد ثلاثة اجتماعات في (أوسلو)، (سنغافورة) و(سنتياغو)، بالخروج باتفاق بين أعضائها في الاجتماع الأخير بمدينة سنتياغو بتاريخ 01 و 02 سبتمبر 2008، ينص على مجموعة من المبادئ التي أطلق عليها اسم مبادئ سنتياغو^(*) نسبة إلى المدينة التي أنعقد فيها الاجتماع الثالث، ومبادئ سنتياغو هي أسس طوعية عددها أربعة

(1) حمد السويدي وهايما كاروانا، مرجع سبق ذكره، ص01.

(2) أودايرداس وآخرون، اقتصاديات صناديق الثروة السيادية قضايا لصناع السياسات، مرجع سبق ذكره، ص59.

(*) لقد مرت تكنولوجيا تأسيس مبادئ سنتياغو بالمراحل التالية:

- 01 ماي 2008 إنشاء مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية.

- سبتمبر 2008 اتفاق تمهيدي في سنتياغو حول مسودة المبادئ.

- 11 أكتوبر 2008 عرضت مجموعة العمل هذه المسودة على اللجنة الدولية للشؤون النقدية والمالية.

(*) PPGA: principes et pratiques généralement acceptées

(3) FMI; Le FMI va définir des pratiques optimales avec les fonds souverains ;op.cit ; p61.

وعشرون مبدأ (مذكورة في الملحق رقم (01))، تعمل كمجموعة من الممارسات والتقاليد الإرشادية لفائدة الصناديق

السيادية، حيث يعكس التزام الصناديق بما صدق للوايا وتجارية الأهداف، وتتألف هاته المبادئ من ثلاث أقسام، وهي:⁽¹⁾

☞ الإطار القانوني والأهداف والاتساق مع السياسات الاقتصادية الكلية (معتبر عنها من المبدأ (01) إلى المبدأ (05)).

☞ الإطار المؤسسي وهيكل الحوكمة (معتبر عنها من المبدأ (06) إلى المبدأ (17)).

☞ إطار الاستثمار وإدارة المخاطر (معتبر عنها من المبدأ (18) إلى المبدأ (24)).

ولم تخلو الجهود التي قامت بها مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية من انتقادات لاذعة، حيث عارضت

الكويت في البداية الوثيقة الأولى لمبادرة سنتياغو، بحجة أن لديها أكثر من خمسين سنة من الوجود (الهيئة العامة للاستثمار في

الكويت 1953)، دون أن تسجل عليها أي ملاحظات أو أي انتقادات تذكر، ولا يحمل هذا المسار الطويل أي أجنداث

سياسية أو أي أطماع جيواستراتيجية، كما أصدر محافظ البنك المركزي الإماراتي بياناً باسم 13 دولة يعتبر فيه أن صندوق

النقد الدولي غير مؤهل من الناحية العملية لإصدار مجموعة من القواعد السلوكية، ترسم معالم خارطة طريق للتعامل مع

صناديق الثروة السيادية⁽²⁾، ولم يقتصر اللوم الموجه لصندوق النقد الدولي من جانب الصناديق السيادية فقط، بل حتى من قبل

الدول الغربية في حد ذاتها، حيث أشار (Evan Bayh) أن الصندوق غير فعال وأثبت قصوره في العديد من المرات في

الإشراف على هذه القضايا الدولية⁽³⁾.

2- أهداف مبادئ سنتياغو: تعتبر مبادئ سنتياغو الأربعة وعشرون بمثابة لوحات إرشادية لضمان فهم متوازن

للسناديق السيادية وحوكمتها، وإرساء سياسة مساءلة من شأنها إعطاء شفافية أكبر على نشاطاتها، حيث تهدف مجموعة

المبادئ والممارسات المتعارف عليها (GAPP) بشكل عام إلى إقامة نظام اقتصادي عالمي سليم، يتميز بالتدفق الانسيابي

(1) Anne- Céline Cambier; fonds souverains: l'immobilier français cible d'investissement; op.cit ; p05.

(2) سفين بيرنت، حين يتكلم المال، مرجع سبق ذكره، ص22.

(3) Evan Bayh; time for sovereign wealth rules; wall street journal; February 13,2008.

<https://www.wsj.com/articles/SB120286960358864245> «28/07/2018» à 02^h.17

والمباشر لرؤوس الأموال عبر الدول، من خلال الالتزام بمبادئ التنظيم والإفصاح والاستثمار، وفق قواعد العائد ودرجة المخاطر ودراسات الجدوى الاقتصادية⁽¹⁾.

بالشكل الذي يتيح تفعيل أواصر الثقة بين مالكي الصناديق السيادية والدول المتلقية لاستثماراتها، الأمر الذي يسمح بتفادي السياسات الحمائية المفروضة من قبل عديد الدول، التي تميزت بوجهات نظر مناهضة لاستثمارات الصناديق السيادية، وتخفيف بواعث القلق تجاه الدوافع السياسية الكامنة وراء اتجاهات الصناديق السيادية، وإعطاء صورة واضحة مفادها أن الباعث الأساسي للصناديق السيادية هو الجانب التجاري فقط⁽²⁾.

3- أهمية مبادئ سنتياغو: تُعبر جهود المؤسسات المالية الدولية وخاصة صندوق النقد الدولي عن نية لوضع إطار تشريعي واضح، يسهل سبل التقارب بين مالكي صناديق الثروة السيادية والدول الغربية، حيث تدخلت بالشكل وبالسرعة اللازمة لذلك، فبعد مرور سنة من تصاعد اللغط والجدل حول جدوى استثمارات صناديق الثروة السيادية، ظهرت مبادئ سنتياغو التي ساهمت كمشروع لتهيئة بيئة مثالية لاستثمارات الصناديق السيادية، ولفهم أفضل لنشاطاتها وإقناع جميع الأطراف بسلامة نواياها ودوافعها التجارية غير السياسية، فقد حملت مبادئ سنتياغو الأربعة والعشرون السمات الأساسية والمبادئ اللازمة التي تكفل الإطار الموضوعي لعمل واستثمار صناديق الثروة السيادية، حيث تعتبر أهم مبادرة أفرزتها مجموعة العمل الدولية، وهذا بالنظر إلى الجدل الواسع الذي دار حول نشاطات الصناديق السيادية، حيث عمل مدققو السياسات والأنظمة على إيجاد إطار معين مناسب يلقي القبول العام، تنشط وفقه الصناديق السيادية العالمية وتساعد على فهم أفضل للممارسات على حد تعبير (Jaime caruana)⁽³⁾.

وقد ساهمت بعض العوامل الأساسية الأخرى في إنجاح مبادرة سنتياغو، تتمثل في حاجة الدول الصناعية كالولايات المتحدة الأمريكية مثلاً إلى رؤوس الأموال طويلة الأجل التي تتميز بها الصناديق، بالإضافة إلى ضعف وعدم كفاية حجم الادخار المحلي في رفع الطاقات الاستثمارية المتاحة في هذه الدول، مما يتطلب وجود ممولين داعمين مثل استثمارات الصناديق السيادية، خاصة بعد آثار الأزمة المالية العالمية وفقدان سبل الدعم المالي من جهات مختلفة، وخير دليل على أهمية مبادئ

(1) أودايرداس وآخرون، اقتصاديات صناديق الثروة السيادية قضايا لصناع القرار، سنة 2010.

(2) مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية، المبادئ والممارسات المتعارف عليها (الهدف والغرض الخاص)، 15 سبتمبر 2008.

(3) FMI; le fini va définir des pratiques optimales avec les fonds souverains ; op.cit; p61.

سنتياغو في تخفيض الجدل الذي دار في الأوساط الغربية، هو التراجع عن الإجراءات الحمائية التي أربكت مالكي الصناديق، حيث لاحظنا ظهور نظرة جديدة وتصور مختلف للدول الغربية في التعامل مع استثمارات الصناديق السيادية.

جدول رقم (13): ملخص حول المسائل الواردة في مبادئ سنتياغو

الهدف	القسم
يهدف إلى إبراز أهداف الصناديق السيادية التجارية، البعيدة عن الأطماع الجيوإستراتيجية التي تمس بالسيادة والأمن القومي للدول المضيفة لاستثماراتها.	السلوك التجاري
تسعى المؤسسات الاستثمارية الأخرى أن تحظى بنفس المعاملة التي تحصل عليها الصناديق السيادية، ولا تكون للأخيرة أي مميزات نسبية في انخفاض تكلفة رأس المال، أو الأفضلية في الحصول على المعلومات.	المنافسة العادلة
وهذا من خلال مساهمتها في تعزيز الاستقرار على مستوى الأسواق، على غرار ما حدث في الأزمة المالية العالمية الأخيرة.	استقرار السوق
من خلال المساعدة باستراتيجيات استثمارية قوية قادرة على إدارة المحافظ الرأسمالية المملوكة للأفراد، والسير بها إلى عوائد تجارية.	إدارة ثروة الأمم
بحيث أن عوائد ونشاطات الصناديق السيادية لها تأثير مباشر على إدارة السياسات الاقتصادية الكلية لاقتصاد الدولة المالكة.	تحديات السياسات الاقتصادية الكلية
تحكيم الضوابط والموازن الهامة لضمان إدارة الصندوق السيادي بشكل أكثر كفاءة وطبقاً لأهداف سياسات المالكين له	الحوكمة والمساءلة

المصدر: أودايرداس وآخرون، اقتصاديات صناديق الثروة السيادية قضايا لصناع القرار، مرجع سبق ذكره، ص 66.

4- ملاحظات حول مبادئ سنتياغو: إن أشغال مجموعة العمل الدولية كانت قد سبقتها مبادرات أخرى لحوكمة

نشاطات صناديق المضاربة وصناديق الاستثمار، حيث ظهرت هذه الأشغال في نوفمبر 2007 مع مجموعة والكر⁽¹⁾ التي تسعى إلى تنظيم قواعد الإفصاح، وقد جاءت مبادئ سنتياغو كردة فعل على الحمائية الشديدة التي أعلنتها بعض الدول الأوروبية على الأهداف الإستراتيجية لصناديق الثروة السيادية، حيث تتمحور المبادئ حول حوكمة الصناديق السيادية ودعم أواصر الثقة بين مالكي الصناديق والبلدان المتلقية لاستثماراتها، هذه الأخيرة التي تبنت بعض من الإجراءات الحمائية المضادة وهي تشبه الاعتبارات التي عرفتها بعض الدول النامية عند انتشار وروج الاستثمار الأجنبي المباشر بداية التسعينيات من القرن الماضي، حيث اعتبره البعض شكلاً جديداً من أشكال الاستعمار الليبرالي.

(1) Alain demarolle; rapport sur les fonds souverains; op.cit ; p15.

كما أن جميع بنود مبادئ سنتياغو تقر بأركان الحوكمة الرشيدة وتلتزم بها، من خلال تفعيل المساءلة والمشاركة وفعالية القانون، والكشف العلني عن عمليات التمويل والسحب والإنفاق من الصندوق، وعن مصادر التمويل الداخلي والخارجي وضرورة تقديم البيانات الفصلية عن النشاطات التي يشملها صندوق الثروة السيادية، مما يسمح لمواطني الدولة المالكة للصندوق بالتعرف على المنحى الذي يسير وفقه ذات الصندوق، كما يكون بمثابة صمام أمان بالنسبة للدول المضيفة له.

وقد نجحت مبادئ سنتياغو إلى حد ما في إعادة النظر في بعض التدابير والإجراءات الخاصة بالصناديق السيادية، من خلال قيام مجموعة كبيرة من الدول المالكة بالتقيد بهذه الاعتبارات بشكل حقيقي، حيث تجسدت مظاهرها في نشر بيانات دورية وتقارير عن عمليات الصناديق، بالإضافة إلى تشكيل منتدى دولي خاص بتبادل الرؤى والأفكار حول استراتيجيات عمل الصناديق، والكيفية التي يتم من خلالها تحسين دورها في دفع وتيرة النمو الاقتصادي العالمي.

وقد ساهمت مبادئ سنتياغو في تهيئة بيئة مثالية لاستثمارات صناديق الثروة السيادية، وهذا من خلال ما جاء في تصريح (john lipsky) نائب مدير صندوق النقد الدولي عام 2008، حيث أشار أن مبادئ سنتياغو استطاعت الحفاظ على تدفق الاستثمارات الأجنبية لصناديق الثروة السيادية بكل حرية عبر الحدود الوطنية، وعلى انفتاح النظم المالية واستقرارها⁽¹⁾، بحيث استطاعت الصناديق السيادية من خلال مبادئ سنتياغو من تهدئة المخاوف المثارة حولها، ومن ثم الحد من مخاطر الضغط الحمائية التي تتعرض لها وتخفيف القيود على تدفقات رؤوس الأموال الدولية، ويجب الإشارة إلى أن عدداً كبيراً من صناديق الثروة السيادية لا تزال غير ملتزمة بمبادئ سنتياغو الطوعية⁽²⁾، وهذا ما يوضحه تقرير مجموعة (Geeconomica)، حيث أوصى التقرير بضرورة إدخال المزيد من التحسينات على سياسات الإفصاح المالي، والتحلي بالشفافية لا سيما الصناديق السيادية الموجودة في منطقة الخليج⁽³⁾.

وتجدر الإشارة إلى أن آثار ونتائج لأزمة المالية العالمية كان لها أثر بالغ على مبادئ سنتياغو، حيث لاحظنا أن آثار الأزمة أفقدت بعضاً من أهمية الامتثال للمبادئ، من خلال تغيير وجهات نظر الدول الغربية لنوايا مالكي الصناديق السيادية، وهنا

(1) صندوق النقد الدولي، ليبسكي يصرح: مبادئ صناديق الثروة السيادية تدعم الاستثمار عبر الحدود، مرجع سبق ذكره، ص02.

(2) OCDE; fonds souverains et politiques des pays d'accueil; op.cit; p03.

(3) Geoeconomic; Santiago compliance index2014; October 2014 ; p02.at:

https://www.nzsuperfund.co.nz/sites/default/files/documents-sys/SCI%202014%20October%202014_final.pdf

نستشهد بما قاله الأستاذ (Sven behrendt)⁽¹⁾ في مقاله (أين صناديق الثروة السيادية من مبادئ سنتياغو)، حيث يعترف بأن مبادئ سنتياغو خسرت بعضاً من أهميتها بفعل الأزمة المالية، حيث أصبحت الدول الغربية ترى فيها المنقذ والمخلص من تداعيات الأزمة، ولم تنتظر الدول الغربية إلى امتثال مالكي الصناديق لمبادئ سنتياغو للتعاقد معهم في شراكات اقتصادية.

أما النقد الموجه لمبادئ سنتياغو فيتمثل في أن طوعية المبادئ خفضت من مدى فعاليتها، حيث أن التوقيع على المعاهدة أو المساهمة في إعدادها ليست شرطاً للامتثال لها، وقد رأينا بعضاً من الصناديق التي كانت سباقة في التأسيس لمبادئ سنتياغو إلا أنها لم تلتزم بمحتواها بشكل تام، مثل جهاز أبو ظبي للاستثمار والصندوق السيادي في سنغافورة، لذلك فقد دعت العديد من الدراسات على غرار (Barbary and Bernardo) على ضرورة إضافة نظام للعقوبات لمصاحب لمبادئ سنتياغو يوجه للصناديق التي لا تحترم المبادئ المعلن عنها، كتجميد أصول الصندوق أو حظر استثماراتها في الخارج⁽²⁾.

5- درجات الامتثال لمبادئ سنتياغو: في هذا الصدد يجب الإشارة إلى أن مبادئ سنتياغو قد أكدت في سنوات لاحقة من ظهورها عدم الزاميتها، بدليل عدم وجود سلطة دولية تابعت هذا التقييم منذ ظهوره، ولم يرد لحد الساعة على الأقل أي مؤتمر إقليمي أو دولي خاص بإعادة تقييم درجات الامتثال لتلك القواعد، حيث ترك المجال لجميع الصناديق في تقييم ذاتها ودرجات التزامها الخاص بالمبادئ أو من خلال طرف ثالث، وهي النقطة التي يعتبرها العديد من المتابعين نقصاً فادحاً في القواعد التأسيسية لمبادئ سنتياغو، حيث يرى (Evan Bayh) أن الوازع الأخلاقي وحده لا يكفي لردع النوايا الجيواستراتيجية للدول، بل يجب أن يتعدى ذلك إلى إقامة قوانين ردية لمخالفة مبادئ سنتياغو، وهي المطالبات التي لازمت الاجتماعات الخاصة بالصناديق السيادية⁽³⁾، وبالعودة إلى دراسة درجات الامتثال نجد أنه في شهر أكتوبر 2014 وصل عدد الصناديق السيادية التي وقعت على مبادئ سنتياغو إلى 31 صندوق سيادي⁽⁴⁾.

(1) سفين بيرينت، أين صناديق الثروة السيادية من مبادئ سنتياغو؟ مرجع سبق ذكره، ص 16.

(2) Victoria Barbary and Bernardo Bortolotti; op.cit; p334.

(3) Evan Bayh; time for sovereign wealth rules; wall street journal; February 13,2008.

<https://www.wsj.com/articles/SB120286960358864245> «28/07/2018» à 02^h.17

(4) Geoeconomica; Santiago compliance index2014; Switzerland octobre 2014; p02

ولا يعني التوقيع على اتفاقية سنتياغو الامتثال التام لمبادئها فمثلاً نجد بلدان وقعت في بدايات ظهور المبادئ ولم تلتزم بها بشكل كامل، في حين نجد بعض الصناديق الأخرى الممتثلة تماماً مثل الشيلي، استراليا، نيوزيلندا والنرويج، كما نلاحظ أن عدداً كبيراً من الصناديق السيادية الضخمة لا تمثل لمبادئ سنتياغو بصورة تامة مثل الهيئة العامة للاستثمار في الكويت، وهذا ما يجعلنا نقر بالتباين الكبير الحاصل في درجات امتثال الصناديق للمبادئ، وعدم وجود رابط بين النضج والحجم والامتثال. وتنقسم الدول وفق مبادئ سنتياغو إلى صناديق ممتثلة تماماً للمبادئ، صناديق ممتثلة جزئياً للمبادئ وصناديق غير ممتثلة للمبادئ، كما أن الامتثال لقواعد سنتياغو سيفرض على الدولة إخضاع الحكومات للمراقبة، ودراسة وتقييم الأداء وإعلان الشفافية وإظهار البيانات، وإعادة النظر في مراتب الدولة ضمن مؤشرات الحوكمة العالمية ومنظمة الشفافية وحسن سير المعلومات.

جدول رقم (14): ترتيب بعض الدول حسب معيار الالتزام بمبادئ سنتياغو سنة 2014

الدرجة	الصندوق
صناديق ممثلة تماماً للمعايير	
A	صندوق النفط تيمور لست
A	صندوق السيادي للشيلي
A-	صندوق المستقبل لأستراليا
A-	صندوق التقاعد النيوزيلندي
A-	صندوق المعاشات الحكومية النرويجي
A-	صندوق الادخار والاستقرار لترنيداد توباغو
A-	صندوق ألاسكا
A-	صندوق الادخار لأليزتا كندا
صناديق ممثلة بشكل عام للمعايير	
B+	صندوق النفط لحكومة أذربيجان
B+	صندوق بولا لبتسوانا
B+	جهاز الاستثمار السيادي لنيجيريا
B	المجلس الوطني للاستثمار في كازاخستان
B	مجلس الاستثمار الكوري
B	صندوق تيماسك
B-	صندوق الثروة الوطني في روسيا
B-	الصندوق السيادي الأنغولي
صناديق ممثلة بشكل متوسط للمعايير	
C+	مجلس الاستثمار الصيني
C+	جهاز أبو ظبي للاستثمار
C+	صندوق سنغافورة
C+	صندوق خزانة ماليزيا
C+	صندوق التنمية الوطني لإيران
C	صندوق الاستثمار المباشر في روسيا
C	الهيئة العامة للاستثمار
C	جهاز ليبيا للاستثمار
صناديق غير ممثلة للمعايير	
D	جهاز قطر للاستثمار
صناديق غير محسوبة	
X	صندوق الوطني لاحتياطات التقاعد إيرلندا
X	صندوق كزينة كازاخستان
X	الصندوق الاستراتيجي لإيطاليا
X	صندوق استقرار عائدات النفط في المكسيك

Source : Geoeconomica; Santiago compliance index2014; Switzerland octobre 2014; p02.

https://www.nzsuperfund.co.nz/sites/default/files/documents-sys/SCI%202014%20October%202014_final.pdf

نلاحظ التباين الكبير في الامتثال لمبادئ سنتياغو^(*)؛ فهناك الصناديق الممتثلة كلياً، وأخرى بشكل متوسط وصولاً إلى عدد لا بأس به من الصناديق غير الممتثلة تماماً، كما نلاحظ اختلاف بين صناديق الفئة الواحدة، فمثلاً لا يرتبط قدم الصناديق بمستوى متقدم من الامتثال، حيث نجد الهيئة العامة للاستثمار أقدم صندوق ثروة سيادي يمثل بشكل متوسط للمبادئ، بينما نجد صندوق التقاعد في نيوزيلندا المؤسس سنة 2003 يمثل بشكل تام للمبادئ، كما لا يرتبط حجم الصندوق بدرجة الامتثال للقواعد، فنجد صناديق ضخمة مثل جهاز قطر للاستثمار، جهاز أبو ظبي للاستثمار، مجلس الاستثمار الصيني لا تمثل بشكل كاف لمبادئ سنتياغو.

المطلب الثاني: مبادئ الاستثمار لمنظمة التنمية والتعاون الاقتصادي

من جهتها عملت منظمة التنمية والتعاون الاقتصادي على حوكمة استثمارات الصناديق السيادية، سواء فيما تعلق بالتزامات الدول المالكة أو التدابير المتخذة من قبل مستقبلي استثماراتها، حيث وجهت تدابير بإلزام الصناديق بالعمل وفق مبادئ الاستثمار التي تم وضعها للشركات متعددة الجنسيات سابقاً، وهي مبادئ موازية لمبادئ سنتياغو بين الحكومات ومالكي الصناديق السيادية، سميت هذه المبادئ بـ "البيان" وهو إعلان طوعي غير ملزم⁽¹⁾، وتشمل مبادرة المنظمة ثلاث أقسام تهدف لفهم أفضل للصناديق وتطوير مقاربة جامعة لها مع الدول الصناعية، حيث وجهت المنظمة إلى اللجنة التنفيذية والمالية في واشنطن في 08 أكتوبر 2008 دراستها بالشكل التالي:

1- القسم الأول: تم إصدار الإعلان في جوان 2008 يشمل نصوص وتشريعات منظمة التنمية والتعاون الاقتصادي

حيث تعمل هذه التشريعات على تنظيم الاستثمار الدولي، وترتيب قواعد التعامل مع الاستثمارات التي تشكل تهديداً للأمن القومي، والالتزام بإظهار وإبراز تجارية الأهداف.

2- القسم الثاني: الالتزام بمبادئ الاستثمار الخاصة بالمنظمة الصادرة عام 1961، التي تشمل:

(1) عبد المجيد قدي، الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة، مرجع سبق ذكره، ص14.
 (*) الامتثال التام لقواعد سنتياغو يشار إلى بالرمز (A) ثم يبدأ المعيار بالترتيب إلى غاية الصناديق غير الممتثلة وغير المحسوبة.

- **عدم التمييز:** وهذا من خلال مبدأ المعاملة بالمثل بين الاستثمارات الوطنية واستثمارات الصناديق السيادية، والالتزام بالعمل على حماية استثماراتها، وهذا بإلزام الدول الأعضاء على توسيع حرية الاستثمار بين كل الدول الأعضاء في صندوق النقد الدولي.

- **التحرير التدريجي:** ويتضمن مبدأ التحرر من جميع القيود المفروضة على استثمارات الصناديق السيادية في الدول المضيفة لاستثماراتها بصفة تدريجية، مما يسمح بالاستفادة من زيادة النشاط والفعالية والاستفادة من حجم الأصول واستثماراتها طويلة الأجل.

- **الشفافية:** بالإفصاح المباشر على الالتزامات المفروضة على استثمارات صناديق الثروة السيادية في الدول الأجنبية.

- **المحافظة على الوضع القائم:** وهذا بعدم الإعلان عن القيود وعن الالتزامات الجديدة.

- **التحرير من جانب واحد:** يتم التحرير من جانب واحد دون الأخذ بعين الاعتبار التدابير المعتمدة من الطرف الأخر⁽¹⁾.

3- القسم الثالث: ينص القسم الأخير على ضرورة اتخاذ الإجراءات الرادعة والضرورية، للحفاظ على الأمن القومي وعند وجود أي تهديدات فمن حق أي دولة الحفاظ على أمنها الداخلي⁽²⁾.

ولم يتم الإعلان عن المبادئ العامة لمنظمة التنمية والتعاون الاقتصادي، إلا بعد مشاورات عديدة ومستفيضة مع المجلس الأوروبي وبرنامج العمل لصندوق النقد الدولي، والاتفاقية التي أبرمتها الولايات المتحدة الأمريكية مع الصندوقين السياديين لسنغافورة وأبو ظبي، لإعطاء صبغة تشاورية لهذه المبادئ.

(1) عبد المجيد قدي، الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة، مرجع سبق ذكره، ص 09.

(2) سفين بيرينت، صناديق الثروة السيادية الخليجية إدارة الثروة في زمن الاضطراب، مرجع سبق ذكره، ص 04.

1- المؤشرات الفرعية لمؤشر لينبرغ مادول:

يتضمن مؤشر الشفافية للينبرغ ومادول عشر مؤشرات فرعية، وهي:

الدرجة	المؤشر	الرقم
1+	الصندوق يعرض معلومات تاريخية وأسباب تأسيسه وأصله وطبيعة الثروة المستثمرة وملكيته؛	01
1+	الصندوق يعرض تقارير تدقيق دورية سنوية ومن مدقق مستقل؛	02
1+	الصندوق يعرض نسب ملكية الأسهم وتوزيعها الجغرافي؛	03
1+	الصندوق يعرض مجمل القيمة السوقية للمحافظ الاستثمارية والعوائد المحققة وتعويضات الإدارة؛	04
1+	الصندوق يعرض المعايير الأخلاقية وسياسته الاستثمارية ومن المسؤول عن تنفيذها؛	05
1+	الصندوق يعرض إستراتيجيته وأهدافه الواضحة؛	06
1+	الصندوق يعرض شركاته الفرعية ويحدد أمكنتها وعناوينها وطرق الاتصال بها؛	07
1+	الصندوق يعرض حالة وجود مدراء خارجيين ويحدددهم؛	08
1+	صندوق يمتلك موقعا الكترونياً ؛	09
1+	الصندوق يعرض عنوانه الواضح ورقم هاتفه ورقم الفاكس لسهولة الاتصال به؛	10
10+	المجموع	

المصدر: بيانات معهد الصناديق السيادية على الرابط: أطلع عليه يوم 04 جويلية 2018 على الساعة 23.57.

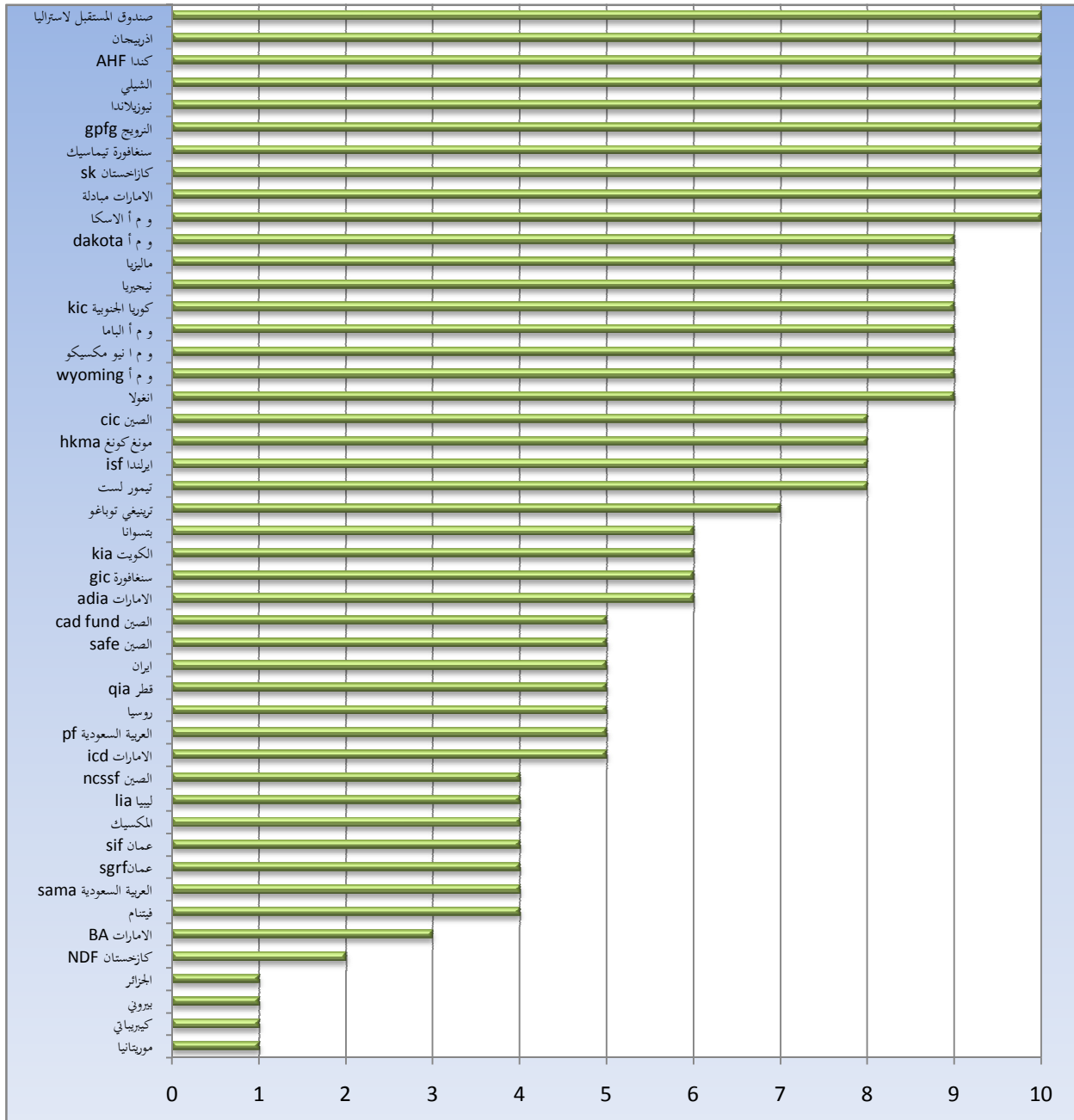
www.swfinstitute.org/statistics-research/linaburg-maduell-transparency-index

2- ترتيب الصناديق السيادية وفق مؤشر لينبرغ مادول:

تُركز المؤشرات الفرعية التي يتضمنها مؤشر الشفافية للينبرغ مادول، على تقديم كل البيانات المتعلقة بالصندوق، بحيث

يختلف مستوى إظهار هذه البيانات من صندوق سيادي لآخر، والشكل أدناه يوضح هذا التوزيع:

شكل رقم (26): ترتيب بعض الصناديق السيادية وفق مؤشر لينبرغ مادول في الربع الأول من سنة 2018



المصدر: بيانات معهد الصناديق السيادية على الرابط: أطلع عليه يوم 04 جويلية 2018 على الساعة 23.57.

www.swfnstitute.org/statistics-research/linburg-maduell-transparency-index

يمكننا تقسيم شفافية الصناديق وفق مؤشر لينبرغ مادول إلى أربع مستويات: صناديق ذات شفافية تامة: مثل صندوق

المستقبل لآستراليا، صندوق أذربيجان، صندوق المعاشات الحكومية العام، صناديق جيدة الشفافية: مثل الصندوق الصيني

(CIC)، الهيئة العامة للاستثمار. صناديق متوسطة الشفافية: مثل صندوق الصين (SAFE)، جهاز قطر للاستثمار،

صناديق ضعيفة الشفافية: نجد الصندوق الكرياتي، الصندوق الموريتاني وصندوق ضبط الإيرادات في الجزائر.

المطلب الرابع: معايير الأداء لترومان

هو مؤشر خاص بقياس أداء الحوكمة في الصناديق السيادية، أسس من قبل الاقتصادي (Edwin m Truman)، حيث جاء بعد دراسة سلوك لـ 46 صندوق سيادي في العالم، وهذا بهدف ضبط المفاهيم الخاصة بتقريب وجهات النظر بين مالكي الصناديق السيادية والدول المتلقية لاستثماراتها، ومنح هذه الأخيرة مقياساً مفيداً لأولويات التعامل الثنائي ومتعدد الأطراف مع الصناديق، ويختلف مؤشر ترومان عن مؤشر لينبرغ مادول في أن الأخير ضيق ومحدود في المكونات، ومبني على تساؤلات موجهة للصناديق في حد ذاتها، بينما مؤشر ترومان أوسع بكثير من الأول، ويضم 33 سؤالاً في أربع مؤشرات أساسية وهي مؤشر هيكلية الصندوق، مؤشر حوكمة الصندوق، مؤشر المساءلة والشفافية في الصندوق، مؤشر سلوك الصندوق.

1- مكونات مؤشر ترومان: يتكون مؤشر ترومان من أربع مؤشرات فرعية وهي: مؤشر هيكلية الصندوق، مؤشر حوكمة الصندوق، مؤشر المساءلة والشفافية ومؤشر سلوك الصندوق السيادي، وتتحصل جميع المؤشرات على تنقيط، يمكن أن يتضمن أجزاء النقطة الواحدة (0.25-0.50-0.75).

1-1 مؤشر هيكلية الصندوق: ويتضمن ثمان مؤشرات فرعية وهي:

النقطة	مكونات المؤشر	الرقم
1+	تحديد أهداف الصندوق؛	1
1+	موارد الصندوق؛	2
1+	كيفية استعمال عوائد الصندوق؛	3
1+	التكامل مع الموازنة العامة؛	4
1+	إتباع وتنفيذ التوجيهات؛	5
1+	إستراتيجية الاستثمار؛	6
1+	تغير هيكل الصندوق؛	7
1+	الفصل بين الصندوق واحتياطي الصرف؛	8
8+	المجموع	

Source: Edwin m Truman; projet de meilleurs pratique pour les fonds souverains, revue d'économie financière ; association d'économie financière ; numéro hors série; France2009; p474.

<https://www.aef.asso.fr/publications/revue-d-economie-financiere/hs09-les-fonds-souverains/2259-projet-de-meilleures-pratiques-pour-les-fonds-souverains>; 07/07/2018 à 00^h.20

1-2 مؤشر حوكمة الصندوق: ويتضمن خمس مؤشرات فرعية وهي:

الرقم	مكونات المؤشر	النقطة
1	دور الحوكمة؛	1+
2	دور مسيري الصندوق؛	1+
3	القرارات المتخذة من المسيرين؛	1+
4	وجود توجهات تحدد مسؤولية الصندوق؛	1+
5	وجود توجهات أخلاقية تضبط نشاط الصندوق؛	1+
5+	المجموع	

Source: Edwin m Truman; op.cit; p477.

1-3 مؤشر المساءلة والشفافية في الصندوق: ويتضمن أحد عشر مؤشراً فرعياً مبينة كآآي:

الرقم	مكونات المؤشر	النقطة
1	الإفصاح عن أنواع الأصول المستثمر فيها؛	1+
2	استخدام محفظة الاستثمار المرجعية؛	1+
3	استخدام تقنية تصنيف القروض؛	1+
4	الاستعانة بمدراء محافظ استثمارية أآانآ؛	1+
5	الإفصاح عن حجم أصول الصندوق؛	1+
6	الإفصاح عن العائد المحقق؛	1+
7	الإفصاح عن البلدان المستثمر فيها؛	1+
8	الإفصاح عن المعلومات الخاصة؛	1+
9	أنواع العملات المستخدمة في الصندوق؛	1+
10	نشر تقارير سنوية وفصلية؛	2+
11	وجود مراجعة مستقلة خارجية والإعلان عنها؛	3+
14+	المجموع	

Source: Edwin m Truman; op.cit. P479.

1-4 مؤشر سلوك الصناديق: ويتضمن ستة مؤشرات فرعية وهي:

الرقم	مكونات المؤشر	النقطة
1	كيفية تعديل المحفظة الاستثمارية؛	1+
2	وجود حد أعلى للمساهمات؛	1+
3	وجود مساهمات بدون حق الإدارة؛	1+
4	استخدام سياسات الرفع المالي؛	1+
5	وجود سياسات خاصة بالمشتقات المالية؛	1+
6	استخدام المشتقات المالية في عمليات التغطية فقط؛	1+
6+	المجموع	

Source: Edwin m Truman; op.cit; p482.

2- ترتيب بعض الصناديق السيادية وفق مؤشر ترومان:

سنعتمد على البيانات الصادرة بخصوص ترتيب الصناديق السيادية وفق مؤشر الأداء لترومان لسنة 2015.

جدول رقم (16): تصنيفات صناديق الثروة السيادية في مؤشر ترومان سنة 2015

الملاحظة	المجموع	الصندوق السيادي	الدولة
أداء عالي	98	صندوق المعاشات الحكومية العام النرويجي	النرويج
	94	صندوق التقاعد في نيوزيلندا	نيوزيلندا
	92	صندوق النفط الوطني	أذربيجان
	91	صندوق البيرتا للتراث في كندا	كندا
	91	صندوق الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي	الشيلى
	91	صندوق البترول	تيمور لست
	88	صندوق ادخار المعاشات	الشيلى
	88	صندوق ألاسكا	الولايات المتحدة
أداء جيد	70	مؤسسة الصين للاستثمار	الصين
	70	الصندوق الجامعي الدائم بتكساس	الولايات المتحدة
	68	صندوق التبادل في هونغ كونغ	هونغ كونغ
	68	الهيئة العامة للاستثمار	الكويت
	68	صندوق استقرار إيرادات الميزانية	المكسيك
	68	صندوق مبادلة	الإمارات العربية
	61	حكومة سنغافورة للاستثمار	سنغافورة
	58	جهاز أبو ظبي للاستثمار	الإمارات العربية
	52	صندوق الاحتياطي العام للدولة	عمان
أداء متوسط	49	صندوق الثروة الوطني	روسيا
	48	صندوق التنمية الوطني لإيران	إيران
	48	شركة الاستثمار الوطني	كازاخستان
	45	صندوق البترول الغاني	غانا
	42	صندوق استقرار الاقتصاد الكلي	فنزويلا
	40	جهاز قطر للاستثمار	قطر
	39	شركة استثمار رأس المال	فيتنام
	33	شركة أبو ظبي للاستثمار	الإمارات العربية
	26	صندوق ضبط الإيرادات	الجزائر
أداء ضعيف	23	جهاز ليبيا للاستثمار	ليبيا
	23	صندوق الاستثمار العالمي	الإمارات المتحدة
	11	صندوق الأجيال المستقبلية	غينيا الاستوائية

Source: Sarah E. Stone and Edwin M. Truman; Uneven Progress on Sovereign Wealth Fund Transparency and Accountability; Peterson Institute for International Economics; USA October 2016; p08-09. <https://piie.com/system/files/documents/pb16-18.pdf> ; 05/07/2018 à 21^h.42

نلاحظ أن الصناديق التي جاءت في خانة الصناديق ذات الأداء العالي للشفافية، هي صندوق المعاشات الحكومية في النرويج الذي يحتل الصدارة بـ 98 نقطة وتغير بنقطة واحدة في الفترة (2009-2012)، كما تغير بـ 06 نقاط في الفترة (2007-2012)، كما تحصل صندوق نيوزيلندا على 94 نقطة وصندوق كندا والشيلي وتيمور لست على 91 نقطة. أما الصناديق ذات الأداء الجيد فنجد على سبيل المثال شركة الاستثمار الصينية، الصندوق الجامعي الدائم بتكساس في الولايات المتحدة، صندوق التبادل في هونغ كونغ والهيئة العامة للاستثمار في الكويت. أما عن الصناديق ذات الأداء المتوسط فنجد صندوق الثروة الوطني في روسيا، صندوق التنمية الوطني لإيران، شركة الاستثمار الوطني في كازاخستان، صندوق البترول الغاني وصندوق ضبط الإيرادات في الجزائر. وأخيراً الصناديق السيادية ذات الأداء الضعيف للشفافية، حيث نجد كل من جهاز ليبيا للاستثمار وصندوق الاستثمار العالمي في الإمارات العربية المتحدة وصندوق الأجيال المستقبلية في غينيا الاستوائية.

خلاصة:

في بداية الأمر اتخذت استثمارات صناديق الثروة السيادية إستراتيجية التوطن التقليدية، المتمثلة في التوجه نحو شراء الدين العمومي وسندات الخزنة في الولايات المتحدة الأمريكية، في خطة تميزت بمراعاة عامل الحيطه والحذر، ثم توجهت في فترة لاحقة من ذلك إلى نهج استثماري مغاير تماماً، يتميز بنوع من الجرأة والإقدام على استثمارات أكثر مخاطرة وذات مردودية أعلى من تلك التي كانت تعتمد عليها سابقاً، وقد فاجأت الأزمة المالية نهاية سنة 2007 العالم والصناديق السيادية بتأثيراتها الكاسحة، حيث قامت الصناديق بالمساهمة في الحد من تداعيات هذه الأزمة على مستوى البنوك والمؤسسات المتعثرة، مما جعلها تأخذ حيزاً إضافياً، حيث قامت الصناديق بالعديد من الصفقات في بنوك بريطانية وأمريكية وإيطالية وسويسرية، وصلت هذه الصفقات في ستة أشهر إلى 76.83 مليار دولار، غير أنها تحملت خسائر فادحة نتيجة هذا التدخل، ففي الفترة (2007-2009) خسرت استثمارات صناديق الثروة السيادية حوالي 45% من أصولها العامة، جراء تدهور القيم الاسمية للأسهم والسندات، بالإضافة إلى تراجع موارد الصناديق النفطية نتيجة تراجع أسعار النفط العالمية.

ولم يشفع مساهمة الصناديق السيادية خلال الأزمة المالية العالمية من اتساع الجدل حول عوامل نموها السريع، وخلفياتها الجيو إستراتيجية وأطماعها الخفية، وهذا نابع من بعض الإشكاليات السياسية والإقليمية الموجودة فعلاً في العلاقات الاقتصادية القائمة بين الدول الصناعية والدول الناشئة، وفي الحقيقة لم يبن هذا الجدل على واقع هاته الصناديق وعلى استثماراتها وعلى آفاقها، ولكن يركز على إمكانية تطورها في المستقبل، حيث أن الغاية الاقتصادية والتجارية من تغلل استثمارات صناديق الثروة السيادية في مراكز النظام المالي العالمي، هو تحقيق المصالح المشتركة والربح المتعدد الأطراف لدول ذات الفائض المالي ودول التي تتميز بالعجز، وبذلك تكون الآلية التي تربط وتحكم نجاح الطرفين هي حوكمة عمليات الصناديق والبيئة الاستثمارية في الدول المضيفة، وإيجاد مبادئ وركائز حقيقية تتخذ كخارطة طريق لذلك، خاصة مع ظهور مبادئ سنتياغو التي اتخذت كمرجع لأداء الحكم الراشد للصندوق وسمحت بزيادة الثقة فيها، وارتفاع موجة الثناء على بعض التجارب الناجحة لصناديق الثروة السيادية على غرار صندوق المعاشات الحكومية في النرويج.

الفصل الثالث

بعض التجارب الدولية والإقليمية

لصناديق الثروة السيادية

تمهيد:

بعد تقديم وصف نظري لصناديق الثروة السيادية ودراسة إستراتيجية الاستثمار فيها وسبل حوكمتها في الفصلين السابقين، سنعرض في هذه المرحلة من الدراسة على تحليل بعض التجارب الدولية والإقليمية البارزة لصناديق الثروة السيادية، انطلاقاً من الفرضية العلمية التي تشير إلى أن توفر نفس المسببات والظروف سيؤدي بالضرورة إلى نفس المخرجات أو النتائج، وعليه سيكون من المفيد دراسة أهم الخطوات التي اتخذتها هاته الصناديق، من خلال هياكلها التنظيمية والقوى العاملة لديها، وأدوات الرقابة المفروضة على نشاطاتها، والدوافع التي تستند إليها التقسيمات القطاعية والجغرافية لاستثماراتها الداخلية والخارجية، وإيجاد عددٍ من التقاطعات الممكنة بين هذه الصناديق السيادية.

وقد تم اختيار مجموعة من صناديق الثروة السيادية في كل من النرويج، الإمارات العربية المتحدة، الكويت، قطر وعمان، وهذا لأنها من أغنى الصناديق السيادية في العالم، حسب أغلب الدراسات والتقارير التي تم الاطلاع عليها، إلى جانب أن جميعها صناديق سيادية ذات مورد ريعي، وهو ما يتناسب مع ما سيتضمنه الفصل الرابع المتعلق بتحليل واقع صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر ومبررات إصلاحه، كما أن أصول مجموع الصناديق المدروسة مجتمعة يمثل حوالي ثلث صناديق الثروة السيادية العالمية وأكثر من 60 بالمائة من الصناديق السيادية ذات المورد الطبيعي حسب أرقام سنة 2018.

وعليه سنقوم بالتطرق في هذا الفصل إلى صندوق المعاشات الحكومية العام النرويجي (المبحث الأول)، جهاز أبو ظبي للاستثمار (المبحث الثاني)، جهاز قطر للاستثمار (المبحث الثالث) الهيئة العامة للاستثمار في الكويت (المبحث الرابع) وأخيراً صندوق الاحتياطي العام للدولة في عُمان (المبحث الخامس).

المبحث الأول: صندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج (GPFG)

تتميز النرويج بمستوى عالي من الدخل الفردي، الأمر الذي يلاحظ من خلال معدل التنمية البشرية في البلاد⁽¹⁾، حيث صنف تقرير التنمية البشرية النرويج في المرتبة الأولى عالمياً بمعدل 0,949 نقطة⁽²⁾، وهذا نظراً إلى العديد من الاعتبارات أهمها أن النرويج دولة غنية بالموارد الأولية من النفط والغاز الطبيعي والمواد المعدنية الأخرى كالحديد، النحاس والزنك ... ، كما تعتبر النرويج خامس أكبر مصدر للنفط وثالث أكبر مصدر للغاز في العالم، حيث يساهم البترول الذي تم اكتشافه في بحر الشمال سنة 1969⁽³⁾ بنسبة 30% من إيرادات الدولة العامة⁽⁴⁾ وحوالي 54% من الصادرات الوطنية سنة 2016⁽⁵⁾.

المطلب الأول: التعريف بصندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج

أنشأ صندوق المعاشات الحكومية العام (GPFG- Government Pension Fund global) بموجب قانون رقم (36) ودق عليه من طرف البرلمان النرويجي في تاريخ 22 جوان 1990، حيث سمي في ذلك الوقت بصندوق النفط النرويجي (the petroleum fund)⁽⁶⁾ ويضم الصندوق جميع التحويلات المالية الناتجة عن ارتفاع أسعار النفط الفائضة عن حاجة الاقتصاد الوطني.

وصندوق المعاشات الحكومية العام النرويجي من نوع الصناديق السيادية ذات المورد النفطي (commodity oil and gas)، والتي تهدف إلى تحقيق استقرار العائدات والادخار للأجيال المستقبلية وضمان معاشات التقاعد الحكومي (stabilization- savings- pension)، ولضمان هذه الاستراتيجيات يعتمد الصندوق على مكاتب معتمدة في كل

(1) Danyl Reiche; Sovereign Wealth Funds as a New Instrument of Climate Protection Policy? Study of Norway as a Pioneer of Ethical Guidelines for Investment Policy; Wuppertal Institute; No. 173e-Dezember 2008; p07.

(2) PNUD; Rapport sur le développement humain 2016; Le développement humain pour tous ; New York ; Etats-Unis 2016; p25.

(3) Benjamin J. Richardson; Sovereign Wealth Funds and the Quest for Sustainability: Insights from Norway and New Zealand; Nordic Journal of Commercial Law; issue 2011#2; p05. <http://www.ssrn.com/abstract=1972382>.

(4) Jean-François Adrian; Norvège : quel avenir pour le premier fonds souverain mondial ? Gestion publique note réactive – n° 74 – juin 2015; p01. http://www.economie.gouv.fr/files/directions-services/IGPDE8reactive_norvege_juin_2015.pdf «27/08/2015»

(5) OCDE; Études économiques de l'OCDE Norvège; Janvier 2016 synthèse; p20.

(6) Richard Pomfret, Sovereign Wealth Funds in resource-rich countries; October 2008; p02.

- من أوسلو، لندن، سنغافورة، نيويورك وشنغهاي⁽¹⁾، وقد جاء الصندوق في إطار إصلاحات واسعة لنظام التقاعد في البلاد، حيث تم ضم كل من صندوق التقاعد الحكومي العالمي وصندوق التقاعد الحكومي المحلي في صندوق واحد، لضمان ديمومة نظام التقاعد الاجتماعي الداخلي، بالإضافة إلى أهداف أخرى، نذكر من بينها:⁽²⁾
- الحفاظ على الثروة النفطية للمستقبل، والتوزيع العادل للثروات الوطنية بين الأجيال الحاضرة والمستقبلية.
 - ضمان استقرار دائم لتمويل المعاشات الحكومية، والتصدي للتغيرات المفاجئة الناتجة عن زيادة مستوى المعاشات.
 - تجنب المشاكل المالية المستقبلية الممكن حدوثها لنظام التقاعد الوطني نتيجة زيادة شيخوخة السكان.
 - تجنب الآثار السلبية للارتفاع المستمر للعوائد السنوية للصادرات النفطية على الاقتصاد المحلي.
 - تنوع مصادر الدخل للاقتصاد الوطني وتحقيق التنمية المستدامة.
 - تمويل عجز الميزانية العامة للدولة في حال وجود إختلالات.
 - استثمار العوائد النفطية وتحقيق العوائد المجزية مع التحوط من المخاطر الاستثمارية.
 - تنوع الصادرات الوطنية خارج قطاع المحروقات ومواجهة الصدمات الناتجة عن انهيار أسعار النفط⁽³⁾.
 - تفادي المشاكل الناجمة عن تلوث البيئة نتيجة زيادة النشاطات البترولية في البلاد⁽⁴⁾.

المطلب الثاني: المراحل التي مر بها صندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج

تعود فكرة إنشاء الصندوق إلى مباحثات طويلة بدأت منذ سنة 1974، من خلال تقرير أعدته وزارة المالية في النرويج حول (دور النشاط البترولي في المجتمع النرويجي)، الذي يشير إلى كيفية استغلال الثروة في البلاد، تبعها بعد ذلك تقرير لجنة

(*) للإشارة يوجد صندوق آخر في النرويج يصنف على أنه من صناديق الثروة السيادية، وهو صندوق المعاشات الحكومي النرويجي (Government Norway pension fund) ويشار إليه اختصاراً بالرمز (GPF-N) وهو صندوق سيادي يختص بالاستثمارات الدولية، أنشأ سنة 1967 تحت مسمى (national insurance scheme fund) ثم تغير اسمه إلى (GPF-N) سنة 2006، حيث يهدف الصندوق إلى إدارة العوائد المالية المرتبطة بضمان نظام التأمينات في البلاد، ويقسم الصندوق استثماراته بتخصيص 60% للأسهم، والباقي يتم استثماره في السندات، حيث تتركز استثماراته بشكل كبير في النرويج بحوالي 85% والباقي في دول الجوار مثل الدنمارك، فنلندا والسويد، كما يحتكم الصندوق إلى نظام حوكمة صارم يماثل في تطبيقاته صندوق المعاشات الحكومي العام (أنظر/ Caroline Bertin delacour ; op.cit ; p197).

(1) The sovereign wealth fund initiative; profile government pension fund global (Norway) July 2012; p01.

(2) NBIM; Government Pension Fund global; annual report 2017; p02.

<https://www.nbim.no/en/transparency/reports/2017/annual-report-2017/> «09/07/2018 à 16h.51»

(3) Caroline Bertin delacour; op.cit ; p194.

(4) Danyel Reiche; op.cit; p06.

تامبو سنة 1983 (tempo committée) التي اقترحت في ذلك الوقت إنشاء صندوق ادخار الثروات والأرباح الناشئة عن الموارد النفطية⁽¹⁾، وفي سنة 1990 وافق البرلمان النرويجي (Stortinget Norwegian parliament) على قانون تأسيس صندوق النفط الحكومي، كجهاز حكومي وكأداة في متناول واضعي السياسة المالية في البلاد، يمول من إيرادات النفط ويخصص لتمويل معاشات التقاعد على المدى الطويل، وفي سنة 1996 تمت أول عملية إيداع للأموال في الصندوق النرويجي بمبلغ وصل في وقته إلى 02 بليون كرونة نرويجية (nok) أو ما يعادل 0.3 بليون دولار⁽²⁾، يتم استثمارها على شاكلة احتياطات الصرف الأجنبي الموجودة بالبنك المركزي، كما غير الصندوق بعد سنة من هذا التاريخ إستراتيجيته الاستثمارية المقترحة من قبل البنك المركزي النرويجي (Norges bank)، حيث قام سنة 1997 بالتوجه نحو خيار استثمار نسبة 40% من أصوله في الأسهم⁽³⁾، كما تم في الفاتح من جانفي 1998 إنشاء (The Norges Bank Investment Management) وهي وحدة تابعة للبنك المركزي النرويجي مكلفة بإدارة وتسيير الصندوق، بعدما كانت إدارة الصندوق ومنذ إنشائه إلى غاية سنة 1998 تتم بشكل مباشر من طرف البنك المركزي، وفي سنة 2000 أضيفت خمسة أسواق ناشئة لمؤشر الأسهم للصندوق، كما أضيفت سنة 2002 محفظة السندات وشركات أوراق المال ضمن مؤشر الدخل الثابت، حيث أدت هذه التعديلات على المحفظة الاستثمارية إلى ارتفاع عوائد استثمارات الصندوق، الأمر الذي أدى إلى تصاعد أصول الصندوق في الفترة (2000-2008)، بعدها عملت وزارة المالية على رفع حصة الأسهم إلى 60%.

وفي سنة 2004 قامت إدارة (Nbim) وبناءً على دراسة مقدمة من طرف البرلمان النرويجي حول بعض الاستثمارات التي قام بها الصندوق في قطاعات مرتبطة بالتبغ وأخرى مضرّة بالبيئة⁽⁴⁾، كالأستثمار في شركة (Singapore Technologies Engineering) لكوئها تختص في إنتاج وتوزيع الألغام المضادة للأشخاص (anti-personnel).

(1) فرحات عباس، سعود وسيلة، حوكمة الصناديق السيادية، دراسة لتجربة كل من النرويج والجزائر، مجلة الباحث الاقتصادي، العدد الرابع، الجزائر ديسمبر 2015، ص18.

(2) David Chambers and others; the Norway model; the journal of portfolio management; volume 38 number 02; Norway winter2012; p09.

(3) معلومات متوفرة على موقع إدارة (nbim) على الرابط الإلكتروني: <http://www.nbim.no/history>، أطلع عليه يوم 2015/08/29.

(4) Richard Pomfret, Sovereign Wealth Funds in resource-rich countries; op.cit; p03.

(mines)⁽¹⁾، وبعد اقتراح من الوزارة الوصية قامت إدارة (Nbim) على تأسيس مجلس الأخلاقيات (conseil de l'éthique) الذي يهدف إلى مراقبة النشاطات الخاصة بالمؤسسات التي يستثمر فيها الصندوق⁽²⁾، ويقصي كل الشركات التي تنتج الأسلحة والذخيرة والأسلحة النووية والألغام، والمؤسسات الخاصة بصناعة التبغ، وكل النشاطات الاقتصادية التي تنتهك حقوق الإنسان وتضر بالبيئة⁽³⁾، حيث تم توقيف الاستثمار في 27 مؤسسة أخرى منها، (sofran-eads- thales en France) وفي الولايات المتحدة تم سحب مشاريع في (wall-mart ; Boeing, united technologies)⁽⁴⁾.

كما قام المجلس في فيفري 2015 بسحب 32 مشروعاً استثمارياً من مؤسسات ضخمة، تعمل في مجال الفحم كونها تنتهك القواعد الخاصة بحماية البيئة والمحيط⁽⁵⁾، كما تم إلغاء الاستثمار في عشر مؤسسات جديدة^(*) مختصة في نشاطات الفحم، وإبطال العديد من الاستثمارات المقامة في المؤسسات المنجمية والطاقوية، التي تخصص بإنتاج أكثر من 30 بالمائة من رأسمالها في الفحم⁽⁶⁾، وقد حولت تسمية الصندوق في 01 جانفي 2006⁽⁷⁾ ليصير على ما هو عليه في الوقت الراهن (Government Pension Fund global) واختصاراً يشار إليه بالرمز (GPFG)⁽⁸⁾، كما تقرر في أبريل 2010 إضافة 05% من المحفظة الاستثمارية إلى قطاع العقارات⁽⁹⁾، التي لم يتم الاستثمار الفعلي فيها سوى في سنة 2011، كما أقدمت إدارة الصندوق على تخفيض حصصها في المقتنيات الأوروبية، وتوجيهها بشكل كبير إلى الأسواق الناشئة⁽¹⁰⁾.

(1) Benjamin J. Richardson; op.cit; p07. <http://www.ssrn.com/abstract=1972382>

(2) Ibid. p07.

(3) Jean-François Adrian ; Norvège : quel avenir pour le première fonds souverain mondial? op.cit; p02.

(4) Caroline Bertin delacour; op.cit ; p195.

(5) Marie-Claire Aoun ; Quentin boulanger; Les nouveaux défis des fonds souverains pétroliers; op.cit; p09.

(6) Le figaro; Norvège: le fonds souverain bannit 10 groupes; le figari.fr économie; http// : www.le figaro.fr/flash-éco/2017/03/07/97002-20170307filwww00147-Norvège-le fonds- souverain-bannit-10-groupes.php. «11 avril 2017 à 22^h.49m»

(*) عشر مؤسسات جديدة تشمل: مؤسستين أمريكيتين، مؤسستين صينيتين، شركة جنوب كورية، شركة ماليزية، شركة برازيلية، شركة تشيكية، شركة بولونية شركة في هونغ كونغ، كما وضع بنك النرويج مجمعين أمريكيين أخرى قيد المراقبة.

(7) Government Pension Fund of Norway, Legislative Council Secretariat; FSC50/13-14; Research Office; p01.

(8) Richard Pomfret, Sovereign Wealth Funds in resource-rich countries; op.cit; p03.

(9) Anne- Céline cambier ; fonds souverains: l'immobilier français cible d'investissement; op.cit ; p09.

(10) David Chambers and others; the Norway model; op.cit; p71.

المطلب الثالث: الهيئات المشرفة على الصندوق وطرق تمويله

صندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج هو صندوق سيادي ملك لوزارة المالية، ويشرف عليه البنك المركزي من خلال مديره العام وإدارة الصندوق (Nbim)⁽¹⁾، حيث تقوم وزارة المالية بإصدار توجيهات للصندوق، ودراسة استراتيجيات الاستثمار، واقتراح الحفظة الاستثمارية المرجعية للصندوق، التي يتم تشكيلها بناءً على دراسات ومعايير معينة، وتعمل على تحديد أنواع الأصول المالية المستثمر فيها وأماكن الاستثمار المختلفة⁽²⁾، حيث يلتزم الصندوق بالعمل وفق المبادئ والأسس التي يصادق عليها مجلس الأخلاقيات وإقصاء كل الشركات المخالفة لذلك⁽³⁾؛ كما تقوم وزارة المالية باستشارة الهيئات المستقلة في برامج تقييم الصندوق، والتحليل المقارن لعوائد الاستثمارات، من جهته يقوم البنك المركزي من خلال إدارة (Nbim) بالعمل على ديمومة أرباح الصندوق، وعلى ضمان عوائد استثمارية مقبولة، ومحاولة تعظيم العائد وتقليل المخاطر المرتبطة بالاستثمارات⁽⁴⁾، بالاعتماد على التقريب ما بين توجيهات وزارة المالية والحفظة الاستثمارية المرجعية وبين ما يقوم به الصندوق، كما تقوم إدارة الصندوق بدراسة وتحليل بيانات المخاطر وتوجيه عمل الصندوق بمقتضاها، والسهر على تقديم حصيلة نشاطاته إلى البنك المركزي الذي بدوره يقدمها إلى وزارة المالية⁽⁵⁾، وتعتبر إدارة الصندوق مسؤولة من الناحية القانونية أمام وزارة المالية وأعضاء البرلمان على تقديم حصيلة أعمالها السنوية، التي تعرض على هيئات المحاسبة المستقلة الخارجية⁽⁶⁾.

(1) Richard Pomfret; op.cit; p02.

(2) فرحات عباس، سعود وسيلة، حوكمة الصناديق السيادية، دراسة لتجربة كل من النرويج والجزائر، مرجع سبق ذكره، ص20.

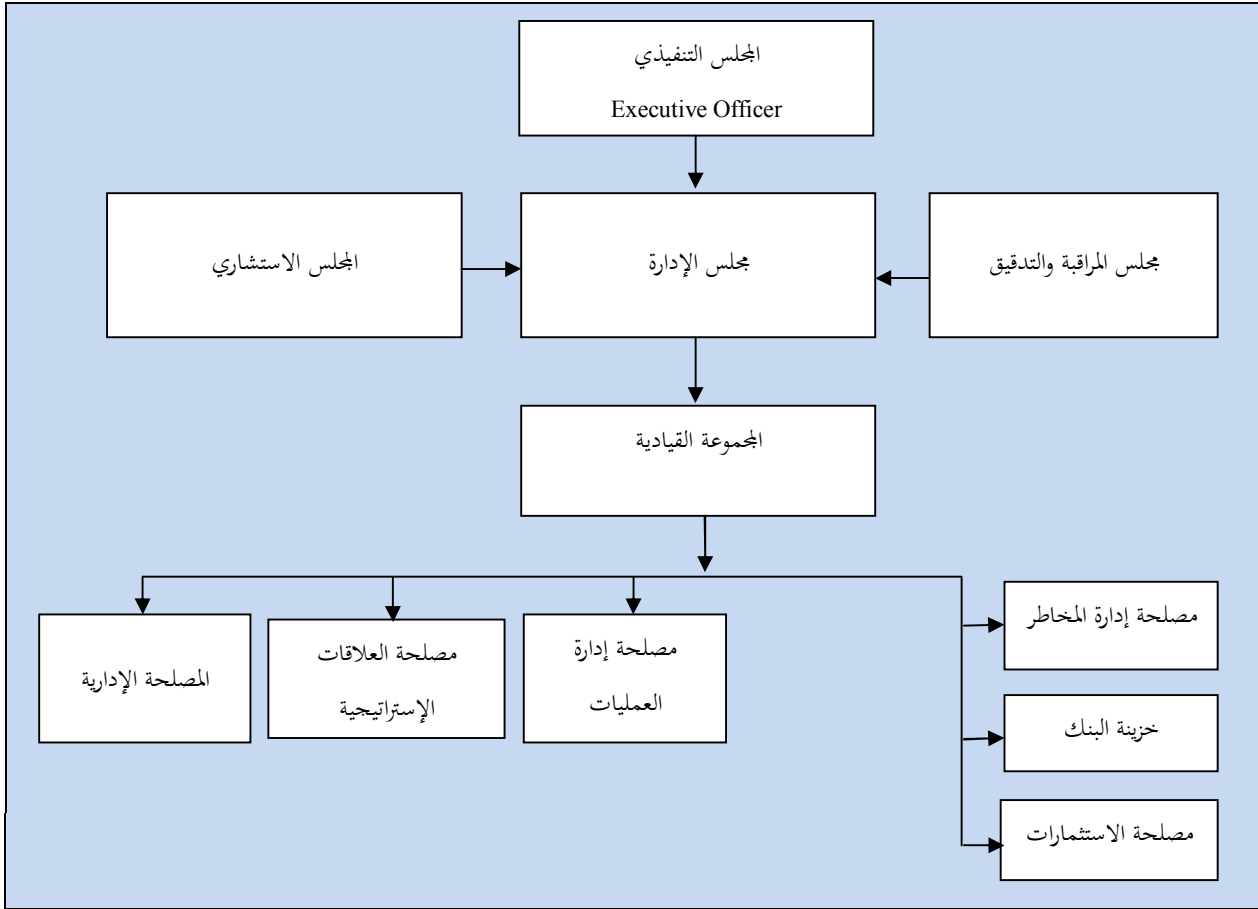
(3) Danyel Reiche; op.cit; p14.

(4) Mehmet caner et thomas grennes ; le fonds souverains norvégien ; op.cit ; p125.

(5) بيانات متوفرة على مستوى إدارة (nbim) على الرابط: [Http://: www.nbim.no/history](http://www.nbim.no/history) أطلع عليه يوم 2015/09/15

(6) Mehmet caner et thomas grennes ; le fonds souverains norvégien ; op.cit. ; p126.

شكل رقم (27): الهيكل التنظيمي لإدارة الصندوق (Nbim)



Source: Nbim; annual report 2009; p59.

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه، وجود تقسيم واضح ومفصل للمهام والمسؤوليات داخل إدارة الصندوق، وهذا بين المجالس المختصة بالتسيير والاستشارة والتنفيذ، وتلك التي تتكفل بعمليات المراقبة، حيث تختص المكاتب الفرعية بالمهام والمسؤوليات التالية:

- **المجلس التنفيذي:** يتألف هذا المجلس من مختلف هيئات إدارة الصندوق، حيث يعمل المجلس التنفيذي على إعطاء تصورات واقتراحات بخصوص الاستثمارات الحالية والمستقبلية، وإدارة المخاطر المرتبطة بنشاطات إدارة الاستثمارات في الأسواق الخارجية، كما يضم المجلس التنفيذي محافظ البنك المركزي وستة أعضاء آخرين.
- **المجلس الاستشاري:** يُؤسس المجلس الاستشاري من قبل المجلس التنفيذي، حيث يهدف إلى تقديم الخبرة اللازمة في مجال الإدارة والتسيير، واستراتيجيات الاستثمار وإدارة المخاطر، من خلال الاستعانة بأربع خبراء دوليين.

- **مجلس الإدارة:** يتكون مجلس الإدارة من ممثلين يقترحهم المجلس التنفيذي، حيث يقوم المجلس بتقديم مختلف الاقتراحات اللازمة لإعداد السياسات الخاصة بالصندوق، خاصة فيما يتعلق بالتنظيم والتسيير والاستثمار.

- **مجلس المراقبة والتدقيق:** يتشكل مجلس المراقبة والتدقيق من خمسة عشر عضواً يعينون من قبل البرلمان النرويجي (Storting) حيث يعمل على متابعة العمليات التي يقوم بها البنك، ومراقبتها بشكل دقيق جداً، وهذا بهدف القضاء على كافة التصرفات الفاسدة الفردية أو الجماعية، في تسيير الأموال المملوكة للصندوق، والمحافظة على شفافية عالية في التسيير، والرفع من مستوى فعالية أدوات الاستثمار، كما يصادق مجلس المراقبة والتدقيق على الموازنة السنوية.

- **المجموعة القيادية:** تضم جميع القياديين في البنك، المكلفين بإدارة العمليات الخاصة، حيث تعمل المجموعة القيادية على تنفيذ السياسات واستراتيجيات البنك المختلفة، وتشرف على مختلف الإدارات الفرعية الأخرى: المصلحة الإدارية، مصلحة العلاقات الإستراتيجية، مصلحة إدارة العمليات، مصلحة إدارة المخاطر، خزينة البنك، مصلحة الاستثمارات⁽¹⁾.

أما عن الموارد البشرية التي تسيير صندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج، فهو يعتمد على 573 موظف من أكثر من 34 جنسية، منهم 313 موظف في العاصمة النرويجية، والباقي موزعين على مكاتب الصندوق في الخارج، بالشكل الآتي: 135 موظف في لندن، 78 موظف في نيويورك، 39 موظف في سنغافورة وثمان موظفين في مكتب شنغهاي، حسب المعطيات المقدمة من قبل إدارة الصندوق لسنة 2017⁽²⁾، ويجدر الإشارة إلى أنه تم الفصل بين إدارة الاستثمارات العقارية وإدارة الاستثمارات الأخرى، حيث يشرف على الإدارة الأولى (Karsten Kallevig) كمدير تنفيذي إلى جانب ستة موظفين آخرين، ويشرف على إدارة الاستثمارات الأخرى (Yngve Slyngstad)⁽³⁾ إلى جانب سبعة أعضاء آخرين، والجدير بالذكر في هذا الإطار أن الصندوق يوفر معلومات دقيقة حول الهيكل التنظيمي الذي يدير الصندوق بالكامل، حيث نجد في الموقع الإلكتروني الخاص بالصندوق وكذا التقارير الدورية الصادرة عنه، أسماء وبيانات رؤساء الإدارات وأجورهم...

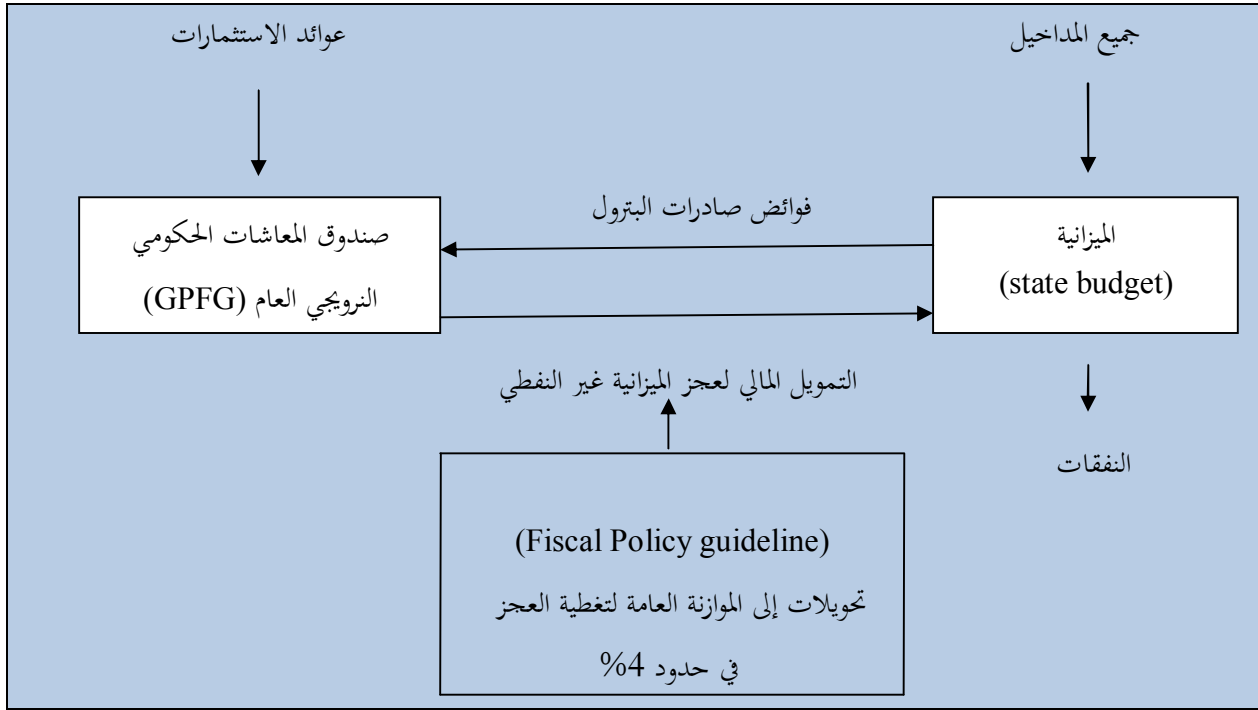
(1) فرحات عباس، سعود وسيلة، حوكمة الصناديق السيادية، دراسة لتجربة كل من النرويج والجزائر، مرجع سبق ذكره، ص22.

(2) NBIM; annual report 2017 ;p67.

(3) Ibid.; p77.

ويتم تمويل الصندوق من فوائض الصادرات النفطية زائد مداخيل استخدامات أصول الصندوق في الاستثمارات الداخلية والخارجية، كما يقوم الصندوق من جهته على تمويل الموازنة العامة بنسبة تقدر بـ 4%^(*)، واستثمار الباقي في الأسواق العالمية، مع مراعاة الجدوى الاقتصادية ودراسات المخاطر لكل سوق⁽¹⁾.

شكل رقم (28): موارد واستخدامات صندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج (GPFG)



Source: David Chambers and others; the Norway model; op.cit; p69.

نلاحظ من الشكل أعلاه، الممثل لإيرادات ونفقات صندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج، أن القانون يجيز تمويل الصندوق من الفوائض المالية الناجمة عن صادرات النفط في الأسواق الدولية، والتي تفوق متطلبات التسيير العام للدولة، من خلال عوائد الضرائب، عوائد منح الاستغلال، إتاوات، بيع رخص، رسوم بترولية...⁽²⁾، عوائد حصص الدولة في الشركة النرويجية للبترو (la société norvégienne StatoilHydro)⁽³⁾.

^(*) هذه النسبة هي قيمة تقديرية لمجموع التحويلات التي تخصم من صندوق المعاشات الحكومي النرويجي لصالح الحكومة النرويجية في حالات العجز الموازني غير النفطي، وقد وصلت هذه النسبة في سنة 2014 إلى حدود 2.9%.

⁽¹⁾ بيانات متوفرة على مستوى إدارة (Nbim) على الرابط: <http://www.nbim.no/history> أطلع عليه يوم 2017/04/11.

⁽²⁾ Chambre de commerce Luxemburg; les fonds souverains; op.cit; p09.

⁽³⁾ Caroline Bertin delacour ; op.cit ; p194.

بالإضافة إلى ما يتحصل عليه الصندوق من إيرادات استثماراته الذاتية⁽¹⁾، أما عن النفقات التي تقتطع من هذا الصندوق، فنجد أنه يقوم بتحويلات مالية موجهة إلى الميزانية العمومية لتغطية العجز الموازي غير النفطي في حدود قيمة 04%⁽²⁾ (حتى وإن كان حجم الاقتطاعات لم يصل إلى هاته القيمة (2.9% فقط سنة 2014))⁽³⁾، ولدراسة دور الصندوق في تمويل عجز الموازنة السنوية، سنشير في الجدول أدناه إلى تفصيلات الموازنة العامة خلال الفترة (2015-2016).

جدول رقم (17): تفصيلات الموازنة العامة السنوية الترويجية للفترة (2016-2017) (الوحدة: مليون كرونة)

2017	2016	البيان
1.180.571	1.158.390	إجمالي إيرادات الموازنة
163.771	149.671	إيرادات الموازنة للنشاطات البترولية
1.016.800	1.008.719	إيرادات الموازنة خارج النشاطات البترولية
1.301.806	1.249.234	إجمالي نفقات الموازنة
25.500	28.000	نفقات الموازنة للنشاطات البترولية
1.276.306	1.221.234	نفقات الموازنة خارج النشاطات البترولية
121.235-	90.845-	فائض الموازنة قبل تحويلات صندوق المعاشات الحكومية العام
138.271	121.671	صافي التدفقات النقدية للنشاطات البترولية
259.506-	212.516-	فائض الموازنة خارج القطاع البترولي
259.506	212.516	تحويلات صندوق المعاشات العام
0	0	فائض الموازنة
121.235-	90.845-	التخصيص الصافي إلى صندوق المعاشات العام
207.500	200.100	مداخيل صندوق المعاشات العام
86.265	109.255	فائض الموازنة العامة وصندوق المعاشات العام

Source: Norwegian ministry of finance; budget 2017; p03

<http://www.statsbudsjettet.no/statsbudsjettet-2017/english/>; 16/04/2017 à 23^h.32

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه، ارتفاع مستوى عجز الميزانية المسجل سنة 2016 إلى سنة 2017، حيث ارتفع عجز

الموازنة خارج القطاع البترولي بما مقداره 46.990 مليون كرونة نرويجية، مقارنة بمداخيل صندوق المعاشات الحكومية العام التي

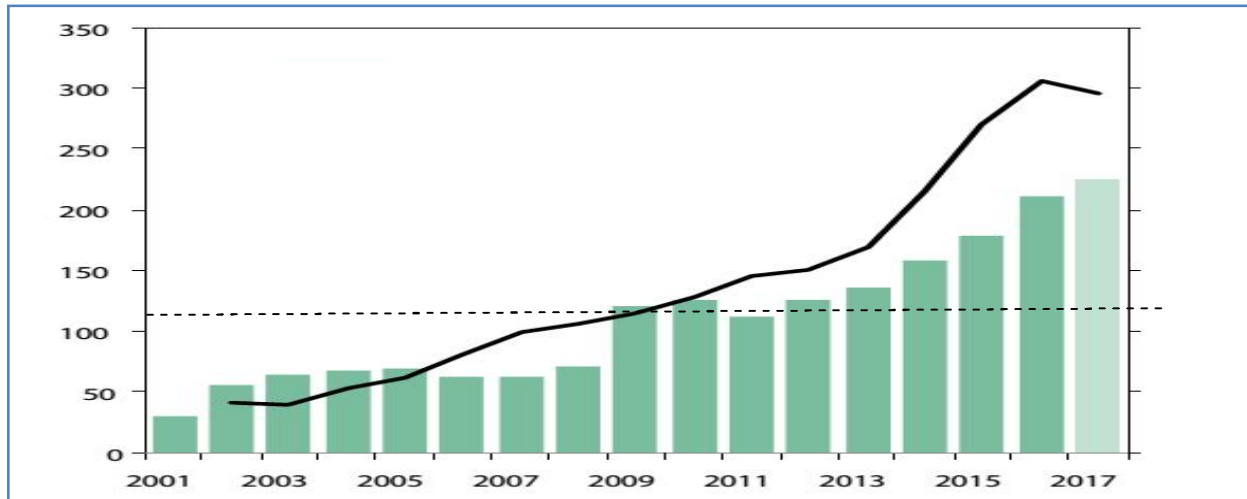
⁽¹⁾ بوفليخ نيل، فعالية صناديق الثروة السيادية كأداة لتسيير مداخيل النفط في الدول العربية، مرجع سبق ذكره، ص89.

⁽²⁾ Marie-Claire Aoun; Quentin boulanger; op.cit; p09.

⁽³⁾ Jean-François Adrian; Norvège: quel avenir pour le premier fonds souverain mondial ? op.cit : p01.

انتقلت من 200.100 مليون كرونة سنة 2016 إلى 207.500 مليون كرونة سنة 2017، حيث لعب صندوق المعاشات الحكومية العام دور هام في تحقيق الاستقرار⁽¹⁾، حيث ساهم سنة 2017 بـ 259.506 مليون كرونة⁽²⁾ تطبيقاً للقواعد المحددة للتحويلات من صندوق المعاشات الحكومية العام التي لا تتجاوز بـ 04% لتمويل عجز الميزانية غير النفطي، وللإشارة تشير البيانات السنوية لوزارة المالية النرويجية ارتفاع عجز الموازنة بشكل متدرج سنوياً في النرويج، حيث وصل التمويل من الصندوق سنة 2016 إلى 212.516 مليون كرونة⁽³⁾، وفي سنة 2015 وصل إلى حدود 186.063 مليون كرونة، وفي سنة 2014 كان العجز الموازني المسجل في حدود 156.164 مليون كرونة⁽⁴⁾.

شكل رقم (29): تطور عجز الميزانية النرويجية وتحويلات صندوق المعاشات الحكومية العام (الوحدة: مليار كرونة)



العجز الهيكلي 04% من العائد الحقيقي

Source: Norwegian ministry of finance; budget 2017; p05

[http:// www.statsbudsjettet.no/statsbudsjettet-2017/english/](http://www.statsbudsjettet.no/statsbudsjettet-2017/english/); 16/04/2017 à 23^h.32

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه، الارتفاع المستمر والمتواصل لعجز الميزانية في النرويج، والذي انتقل من حوالي 30 مليار

كرونة سنة 2001 إلى أكثر من 207 مليار كرونة نرويجية سنة 2017، كما نلاحظ تواصل التمويل من صندوق المعاشات

الحكومية العام في حدود نسبة 04 بالمائة.

(1) Jean-François Adrian; Norvège : quel avenir pour le premier fonds souverain mondial ? op.cit : p01.

(2) Norwegian ministry of finance; budget 2017; p03.

[http:// www.statsbudsjettet.no/statsbudsjettet-2017/English/](http://www.statsbudsjettet.no/statsbudsjettet-2017/English/) consataté le 16/04/2017 à 23^h.32.

(3) ibid; p03.

(4) Norwegian ministry of finance; budget 2015; p03; at [http:// www.statsbudsjettet.no/statsbudsjettet-2015](http://www.statsbudsjettet.no/statsbudsjettet-2015) ; consataté le 16/04/2017 à 23^h.32

المطلب الرابع: استثمارات الصندوق قطاعياً وجغرافياً

يركز صندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج بشكل قوي على نشاطه الاستثماري في الخارج، لعدة أسباب منها وجود فرص استثمارية كبيرة في الدول الأجنبية وارتفاع إمكانية النجاح في الأسواق الدولية، التي تتيح فرصاً ومجالات واسعة للنشاطات الاقتصادية المختلفة، بالإضافة إلى عدم الضغط على الأسواق الداخلية، وتفادي التأثيرات السلبية لتدفقات الإيرادات النفطية على الاقتصاد المحلي (Dutch disease)⁽¹⁾.

بالإضافة إلى عملية الفصل بين الموازنة العامة وصندوق الثروة السيادي⁽²⁾، ويجب الإشارة إلى تغير إستراتيجية الاستثمار لدى الصندوق منذ تاريخ إنشاء إدارة (Nbim)، حيث كانت تتركز استثمارات الصندوق قبل هذا التاريخ على استثمارات الدخل الثابت (Fixed-income)⁽³⁾، حيث نلاحظ أن توزيع استثمارات الصندوق النرويجي في محفظة السندات تفوق الأسهم على طول الفترة (1998-2008)⁽⁴⁾.

ثم انتقلت بعدها مع إدارة الصندوق إلى قطاعات أخرى أكثر تنوعاً، بفعل التخصص والخبرة المكتسبة مع مرور السنين، حيث تتوزع استثمارات صندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج سنة 2017 في أكثر من 9100 مؤسسة⁽⁵⁾. غير أن ذلك يسلط الضوء بشدة على حجم المخاطر الواجب مراعاتها، عند تنويع الاستثمارات على المستوى القطاعي والجغرافي، خاصة وأن الصندوق يهدف إلى حماية الموازنات العمومية من تقلبات أسعار الموارد الأولية، ويعمل على الحفاظ على جزء من الثروة للأجيال المستقبلية، والجدول أدناه يُظهر توزيع الاستثمارات الخارجية للصندوق النرويجي وفق قواعد المحفظة المرجعية (The Benchmark) المعتمدة من قبل وزارة المالية.

(1) David Chambers and others; the Norway model; op.cit; p68.

(2) نبيل بوفليخ، فعالية صناديق الثروة السيادية كأداة لتسيير مداخيل النفط في الدول العربية، مرجع سبق ذكره، ص 89.

(3) Mehmet caner et thomas grennes; le fonds souverains norvégien ; op.cit; p129.

(4) nbim; annual report 2017; p21.

(5) ibid; pp30.31.

جدول رقم (18): توزيع الاستثمارات الخارجية لصندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج (الوحدة: %)

قواعد الاستثمار	وجهة الاستثمار	حجم الاستثمار
استثمار السندات في فترة زمنية تمتد من 03 إلى 07 سنوات كحد أقصى.	استثمار في السندات بالشكل التالي: - 35% في السوق المالي للولايات المتحدة الأمريكية. - 55% في السوق المالي للدول الأوروبية. - 10% في السوق المالي للدول الآسيوية ودول أوقيانوسيا.	60%
03% كأقصى قيمة تستثمر في أي شركة من شركات العالم.	استثمار في الأسهم بالشكل التالي: - 50% في السوق المالي للولايات المتحدة الأمريكية. - 50% في السوق المالي للدول الأوروبية.	40%

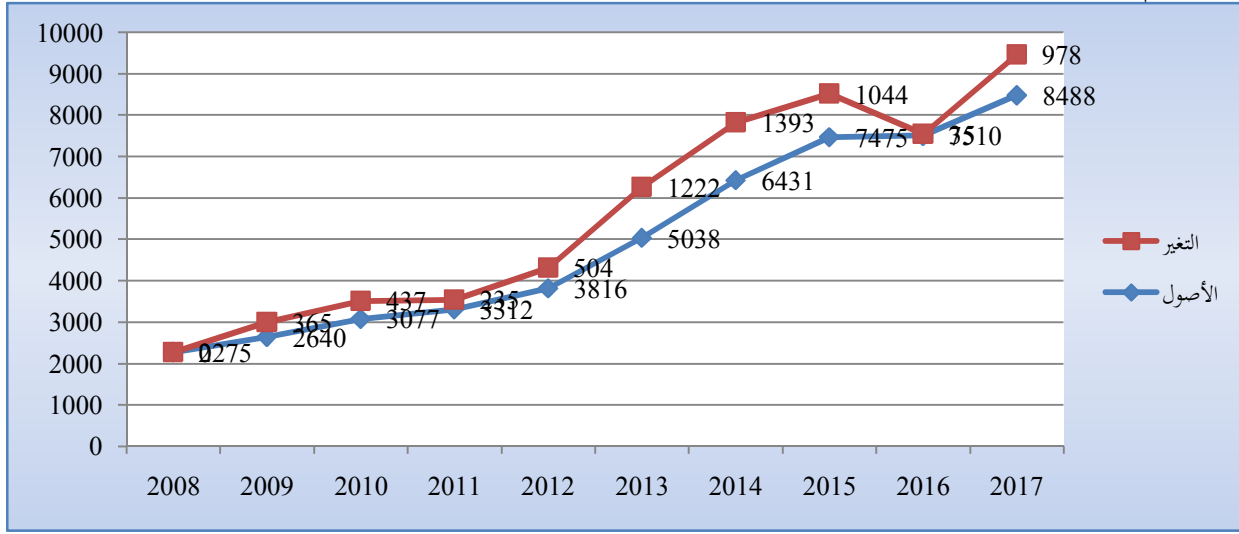
المصدر: من إعداد الطالب بناء على نبيل بوفليح، فعالية صناديق الثروة السيادية كأداة لتسيير مداخل النفط في الدول العربية، مرجع سبق ذكره، ص 89. من خلال قراءة الجدول أعلاه، يمكننا الخروج بالاستنتاجات التالية:

- 1- تركز قاعدة توزيع استثمارات الصندوق على مبدأ تقليل المخاطر، حيث تنوع المخصصات الاستثمارية للصندوق بين الأسهم والسندات، مع الاعتماد بشكل نسبي على السندات بـ 60%، وهذا راجع إلى الفوائد المضمونة المطبقة على السندات وانخفاض درجة الثقة في أسهم الشركات⁽¹⁾.
- 2- الاعتماد على مبدأ الانتشار النسبي لجغرافية الاستثمارات الخارجية للصندوق النرويجي، من خلال التواجد في الولايات المتحدة الأمريكية والدول الأوروبية بشكل أساسي ودول آسيا وأوقيانوسيا.
- 3- فرض شروط التحوط والحذر لنشاطات الصندوق، وهذا بالقيام باستثمارات قصيرة ومتوسطة الأجل لمحفظه الأسهم، تمتد من 03 إلى 07 سنوات، وكذا تحديد حجم الاستثمارات في الشركات، ونوع الاستثمارات المحافظة على الإنسان والبيئة من خلال مجلس الأخلاقيات، وبهذا يكون الصندوق قد وضع ميكانيزميات دقيقة ومفصلة لضمان معدل عائد أكثر استقراراً على المدى الطويل، والاستغلال جيد للثروات البترولية الموجودة في البلاد⁽²⁾.

(1) Government Pension Fund of Norway, Legislative Council Secretariat; FSC50/13-14; Research Office; p04.

(2) Mehmet caner et thomas grennes; le fonds souverains norvégien; op.cit; p129.

شكل رقم (30): تطور الأصول المالية للصندوق للفترة (2008-2017) (الوحدة: مليار كرونة نرويجية)



المصدر: من إعداد الطالب بناء على التقارير السنوية لصندوق المعاشات

Nbim; different rapport (2008/2017) الحكومي العام النرويجي

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه، المين لتطورات أصول صندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج، الارتفاع المستمر لأصوله والتي انتقلت من 2275 مليار كرونة نرويجية سنة 2008 إلى 8488 مليار كرونة نرويجية سنة 2017، حيث يقدر حجم الزيادة في الأصول العامة للصندوق خلال عشر سنوات من النشاط إلى 6213 مليار كرونة نرويجية بمعدل زيادة سنوية قدرها 621.30 مليار كرونة، أو بما مقداره 74.09 مليار دولار سنوياً، إذا احتسبنا سعر صرف واحد دولار أمريكي مقابل 8.3852 كرونة نرويجية لسنة 2017⁽¹⁾، وقد تطورت أرباح الصندوق بمعدل 9.26% آخر خمس سنوات من تاريخ 2017/12/31، بالرغم من الانخفاض في معدل الأرباح في سنة 2015 إلى 2.74%⁽²⁾، بالإضافة إلى تراجع موارد الصندوق من الإيرادات النفطية بداية من سنة 2015، حيث تراجعت حصيلة إيرادات دولة النرويج من الصادرات النفطية من 42.48 مليار أورو سنة 2013 إلى 28.61 مليار أورو سنة 2015، أي بخسارة سنوية قدرها 6.935 مليار أورو سنوياً⁽³⁾، أي أن متوسط عائد الصندوق السيادي النرويجي السنوي في الفترة (2008-2017) الذي يقارب

(1) بيانات متوفرة لدى البنك المركزي النرويجي، على الرابط الإلكتروني:

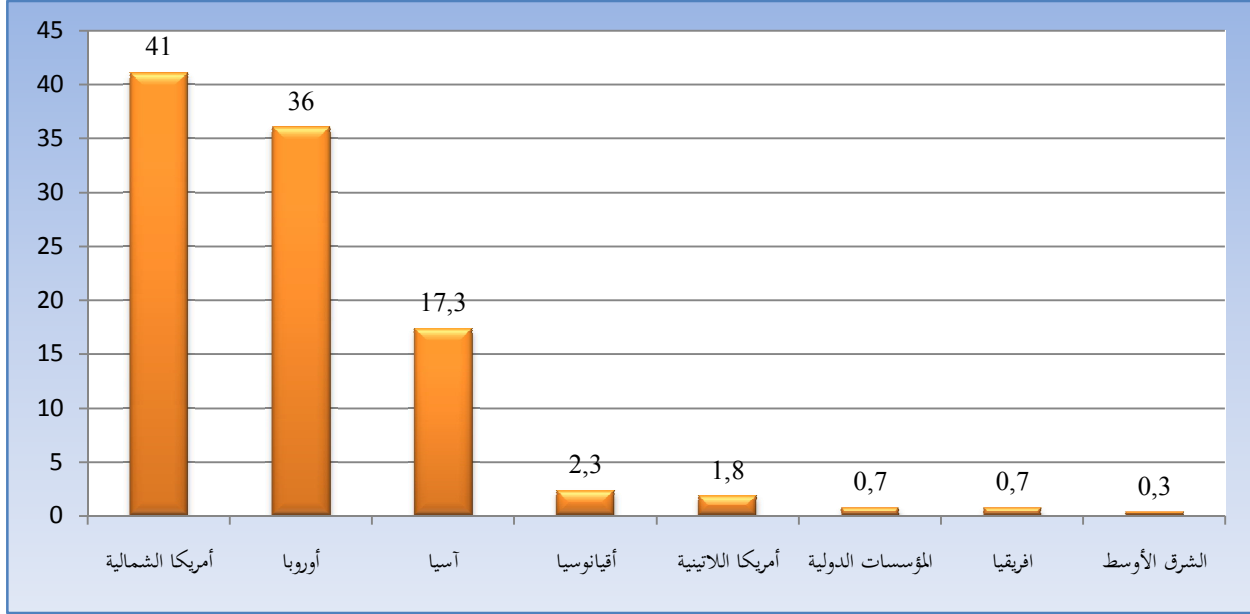
norges-bank ; exchange rates; <https://www.norges-bank.no/en/> «03/07/2017 à 13.39»

(2) NBIM; Government Pension Fund global; annual report 2017; p17.

(3) Jean-François Adrian; op.cit; p01.

حوالي 74.09 مليار دولار سنوياً، قادر على تعويض تقلص إيرادات النفط، ومواجهة انخفاض أسعار النفط على المدى المتوسط والبعيد.

شكل رقم (31): التوزيع الجغرافي لاستثمارات الخارجية للصندوق في 2017/07/31 (الوحدة: %)



المصدر: من إعداد الطالب بناء على التقرير السنوي لصندوق المعاشات

Nbim; annual report 2017; p27. الحكومية العام النرويجي

نلاحظ من الشكل أعلاه، أن نسبة 94.3% من الاستثمارات الخارجية لصندوق المعاشات الحكومية العام النرويجي تتوزع في ثلاثة مناطق جغرافية محددة من العالم، وهي أمريكا الشمالية وبالتحديد في الولايات المتحدة الأمريكية (36.6%)، أوروبا (المملكة المتحدة 8.8%، ألمانيا 6.8%) وآسيا (اليابان 8.7%، الصين 2.5%)، ومعدل 5.7% فقط من حجم الاستثمارات في باقي أنحاء العالم، وهو ما يبين الجاذبية الاستثمارية الكبيرة التي توفرها هاته الأسواق لصندوق المعاشات الحكومية العام النرويجي⁽¹⁾.

⁽¹⁾ Nbim; annual report 2017; p27.

شكل رقم (32): أرباح صندوق المعاشات الحكومية العام النرويجي للفترة (1998-2017) (الوحدة: %)



Source: Nhim; annual report 2017; p16.

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه، تأثير الأزمة المالية العالمية على أرباح الصندوق، والتي وصلت إلى ناقص 25% سنة 2008⁽¹⁾، وفي هذا الصدد أعلنت مجلة (Aftenposten) أن ما خسرته الصندوق يوازي أرباح عشرة سنوات⁽²⁾، ففي أوت 2008 خسر الصندوق مبالغ ضخمة نتيجة الاستثمارات في شركات (Lehman Brothers Et Washington Mutual)، وصلت إلى حدود 175 مليار كرونة نرويجية، حيث ظهرت دعوات لإجراء إصلاحات شاملة لنظام الاستثمار في الصندوق، وقد برر وزير المالية ومدير الصندوق هذا، بالخسائر التي تعرض لها الصندوق في الأسهم وأنهم مستعدون لقبول الخسائر قصيرة الأجل في سبيل تحقيق أرباح طويلة الأجل⁽³⁾، كما حاول مسؤولو الصندوق إخفاء حجم الخسائر التي تكبدها الصندوق، من خلال إبراز القيم الإجمالية لمعدلات الأرباح السنوية، دون الخوض في تحديد الأسهم المشتراة وأرباحها، بشكل أكثر دقة وأسماء الشركات التي تم الاستثمار فيها⁽⁴⁾، كما نستقرأ من الشكل أعلاه مدى التدهور في الأرباح المسجلة في الفترة (2007-2008) حيث وصل معدل العائد سنة 2007 إلى 4.26%، ثم انخفض إلى -23.31% سنة 2008، وقد

(1) Nhim; annual report 2017; p17.

(2) Mehmet Caner and Thomas Grennes; Sovereign Wealth Funds: The Norwegian Experience; The World Economy USA 2010; doi: 10.1111/j.1467-9701.2009.01235.x at: <https://www.researchgate.net/publication/227508778>; p602.

(3) Thomas J. Grennes; the volatility of sovereign wealth funds; op.cit; p03.

(4) Mehmet caner et Thomas grennes ; le fonds souverains norvégien ; revue d'économie financière. Hors-série, 2009. Les fonds souverains : numéro hors-série 2009; p126.

تعافت الأرباح الخاصة بالصندوق بشكل سريع، ففي ظرف سنة قفزت الأرباح إلى +25.62% سنة 2009⁽¹⁾، استجابة لتعافي الاقتصاد العالمي وعودة الثقة في الأسواق، لتعاود بعدها تسجيل الخسائر المالية، التي وصلت حسب تقارير إدارة (Nbim) إلى -2.54% سنة 2011، وقد أشار تقرير (Nbim) لسنة 2017 أن معدل العائد لاستثمارات لصندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج في تناقص مستمر ابتداءً من سنة 2013 من 15.9% إلى 7.58% سنة 2014⁽²⁾ ونزولاً إلى معدل 2.74% في سنة 2015⁽³⁾، وقد تعافت الأرباح في السنتين الأخيرتين (2016-2017)، حيث قدرت أرباح الصندوق نهاية شهر ديسمبر 2016 بحوالي 447 مليار كرونة، أو ما يعادل 50 مليار أورو⁽⁴⁾، بعائد سنوي على الاستثمارات الموزعة في العالم قدره 6.92% وعائد على الأسهم قدره 8.72%، عائد السندات 4.32% وعائد العقارات بحوالي 0.78%⁽⁵⁾.

جدول رقم (19): معدلات الأرباح الصافية لصندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج 2017 (الوحدة: %)

الفترة	منذ تاريخ 1998/01/01	آخر 10 سنوات	آخر 05 سنوات	آخر 03 سنوات	آخر 12 شهر
معدل العائد	6.09	6.16	9.26	7.68	13.66

Source: Nbim; annual report 2017; p15.

(1) Nbim; annual report 2017; p17.

(2) Jean-François Adrian ; quel avenir pour le premier fonds souverain mondial ? op.cit ; p01.

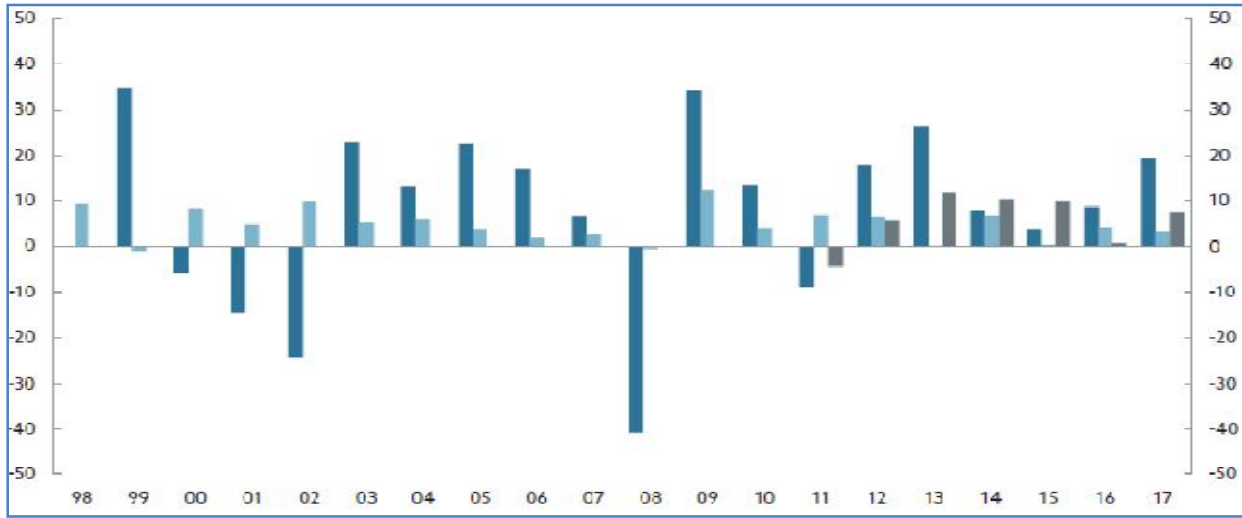
(*) تحسب فوائد صندوق المعاشات الحكومية في النرويج، من خلال حساب العائد الصافي النهائي، الذي يشمل العائد الحقيقي مطروحاً منه أثر التضخم وتكلفة إدارة الاستثمارات.

(3) Nbim; annual report 2017; p17.

(4) Le monde; le fonds souverain de la Norvège ; plus gros du monde a gagné 50 milliards d'euro en 2016 ; <http://mobile.Le monde.freconomie-mondiale/article/017/02/28norvege-le-plus-gros-fonds-souverain-du-monde-a-gagne-50-milliards-d-euro-en-2016-5086910-1656941.htm> ; «12 avril 2017 à 10^h.30m.»

(5) Nbim; annual report 2017; p17.

شكل رقم (33): توزيع الأرباح عبر فئات الاستثمار الثلاثة للفترة (1998-2017) (الوحدة: %)



العقارات السندات الأسهم

Source: Nbim; annual report 2017; p16.

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه، التذبذب الكبير لأرباح محفظة الأسهم، خاصة في الفترة التي أعقبت الأزمة المالية العالمية، حيث تتغير من وضعية لأخرى في فترات زمنية متلاحقة، وهذا من خصائص الاستثمار في الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العالمية، حيث تحولت من -40% سنة 2008 إلى أكثر من +34% سنة 2009، أما محفظة السندات فنلاحظ انخفاض أرباحها في الفترة (1998-2017)، حيث لم تتعدى نسبة 12.5% حسب الشكل أعلاه⁽¹⁾.

أما بالنسبة للاستثمار في قطاع العقارات (الذي اعتمد في سنة 2010 من خلال تعديل المحفظة الاستثمارية من قبل وزارة المالية، والسماح باستثمار نسبة 05% لهذا القطاع، وبموجب أحكام التعلية الصادرة بتاريخ 24 فيفري 2010 المتعلقة بكيفية تسيير هذه المحفظة الاستثمارية للصندوق)، فقد وصل معدل الأرباح سنة 2017 إلى 7.52%، ومتوسط قدره 5.98% منذ البداية الفعلية للاستثمار في العقارات سنة 2011، وهو معدل مقبول نوعاً ما، خاصة مع انتعاش سوق العقارات العالمية في السنوات الأخيرة نظراً لزيادة الطلب وارتفاع درجة تفاعل المضاربين، وزيادة توقعاتهم بتحسين الأسعار على المدى المتوسط، وعلى العموم نلاحظ من خلال الجدول السابق الموضح لمعدلات الأرباح الصافية للصندوق، أنه يسير وفق عائد جيد، ويوازي بشكل كبير العائد المخطط له في المحفظة المرجعية.

⁽¹⁾ Nbim; annual report 2017; p17.

المطلب الخامس: حوكمة صندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج

يعد الصندوق النرويجي للمعاشات الحكومية من أنجح التجارب العالمية، حسب العديد من الدراسات الاقتصادية التي تم الإطلاع عليها، ويتجلى هذا النجاح في معدلات الأرباح السنوية التي يحققها الأصول المتراكمة للصندوق، وكذا الترتيب وفق معايير الشفافية، وخاصة مبادئ سنتياغو، معيار لينبرغ مادول ومعيار الأداء لترومان، حيث يتميز الصندوق بدرجة كبيرة من الشفافية والإظهار، مقارنة بباقي الصناديق السيادية الموجودة في العالم⁽¹⁾، ويتميز الصندوق في كونه مثلاً جيداً لمدى الالتزام بمعايير الشفافية والحكامة، ويظهر هذا في التقارير التي يقدمها بشكل فصلي وسنوي إلى وزارة المالية والبرلمان، حيث تقدم إدارة الصندوق أربع تقارير سنوية مفصلة عن عملياته الجارية وتطورات عوائده المالية⁽²⁾، كما تتضمن التقارير عرضاً شاملاً حول العمليات الاستثمارية التي يقوم بها الصندوق، كما يتم تقييم عملياته السنوية بالاعتماد على مدققي الحسابات الخارجيين، لضمان سلامة وحيادية التقارير المقدمة⁽³⁾، كما يسمح الموقع الإلكتروني للصندوق بالانسياب المباشر والحر للمعلومات الخاصة المتعلقة بالإدارة والتسيير، ومعطيات حول الاستثمار، ونسبها وتوزيعها الجغرافي، وأسماء الشركات التي يستثمر فيها، وهو الأمر الذي يغيب في العديد من الصناديق السيادية العالمية.

1- نظام رقابة فعال للصندوق: يتميز صندوق المعاشات الحكومية العام باستخدام إستراتيجية مبنية على معدلات

مخاطرة منخفضة ومعدلات شفافية مرتفعة⁽⁴⁾، بالإضافة إلى العمل وفق قاعدة رقابية صارمة، من خلال حزمة الآليات والميكانيزمات التي يضعها الصندوق للرقابة على نشاطاته واستثماراته، حيث يخضع الصندوق إلى نوعين من الرقابة، وهي:

- **أولاً: رقابة داخلية:** وتباشر من قبل المالك (وزارة المالية) والبنك المركزي، وإدارة الصندوق باعتبارها مسير الصندوق،

وهذا من خلال المتابعة الدقيقة للخطط الاستثمارية والجدوى الاقتصادية، وتحليل المعطيات والبيانات المقدمة⁽⁵⁾.

- **ثانياً: رقابة خارجية:** تتم هذه الرقابة من قبل البرلمان والرأي العام المحلي.

(1) Jean-François Adrian; Norvège: quel avenir pour le premier fonds souverain mondial? op.cit ; p02.

(2) Caroline Bertin delacour; op.cit; p196.

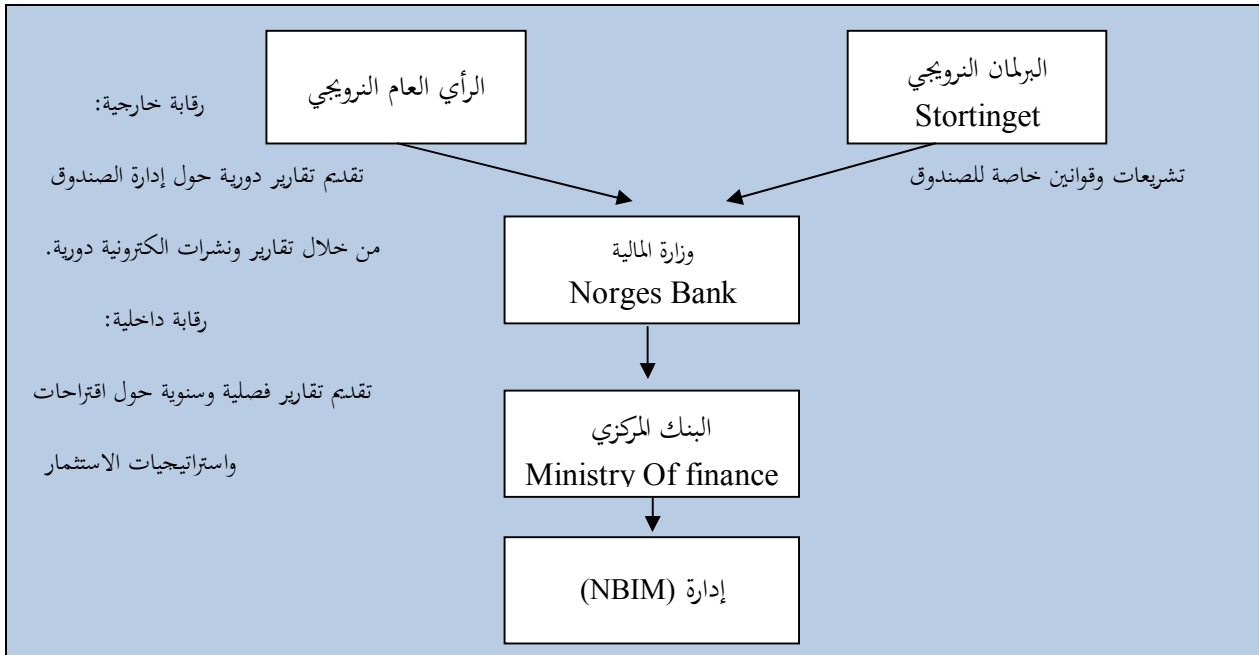
(3) Mehmet caner et thomas grennes; le fonds souverains norvégien; op.cit; p125.

(4) Anne- Céline cambier; fonds souverains: l'immobilier français cible d'investissement; op.cit ; p05.

(5) Caroline Bertin delacour; op.cit; p196.

- **الرقابة البرلمانية:** حيث يلتزم الصندوق بالرقابة الصارمة المفروضة عليه من قبل نواب الشعب (البرلمان)، ويصدر مذكرات دورية وتقارير فصلية عن نشاطاته، وعن العمليات التي يقوم بها ومدى التزامه بالتوجيهات المفروضة عليه، ويخضع كذلك للمساءلة على كيفية تحصيل الموارد وتسيير النفقات، التي لا يتم الشروع فيها أو تعديلها، إلا بموافقة الهيئة التشريعية، مع إرفاقها بمبررات موضوعية.
- **الرقابة الشعبية** يلتزم الصندوق بأسس الرقابة الشعبية من خلال توفير نافذة الكترونية، تُظهر جميع العمليات التي تتم في الصندوق، وكيفية تحصيل الموارد البترولية، وسبل تحقيق العوائد الاستثمارية وتطورات نفقاته، ورصيده النهائي في كل مرحلة من المراحل، بالإضافة إلى الإبلاغ عن عملياته بجميع وسائل الاتصال المسموعة والمكتوبة⁽¹⁾.

شكل رقم (34): مستويات الرقابة المفروضة على صندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج



Source : Nbim ; rapport annuel 2017 ; p22.

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه، وجود تقسيمات واضحة ومنظمة لحكومة الصندوق، خاصة بين الهيئة التشريعية والرأي العام ووزارة المالية والبنك المركزي، بحيث يسمح هذا التقسيم من وضوح المهام والمسؤوليات، الأمر الذي يعمل على وضع إطار لمكافحة الفساد ومتابعة تطورات الصندوق، وتوجيه الصندوق في حالات الوقوع في الأخطاء، أو التوجه إلى استثمارات

⁽¹⁾ David Chambers and others; the Norway model; op.cit; p70.

ذات معدلات مخاطر عالية، ويمكن إيجاز بعض النقاط التي يساهم فيها هذا النوع من التقسيمات الهيكلية لصناديق الثروة السيادية، في:⁽¹⁾

- يساعد البرلمان والرأي العام، وزارة المالية ومدققي الحسابات على تسيير الحافظة المالية للصندوق وتحقيق الأهداف.
 - تسمح هذه الرقابة بمكافحة الفساد ومعالجته وتفادي الانزلاقات، سواء الناتجة من تصرفات الموظفين الفردية أو الجماعية.
- غير أن هناك بعض الانتقادات التي وجهت إلى معايير ممارسة الحوكمة في صندوق المعاشات الحكومية العام، حيث يبدي العديد من المتابعين امتعاضه من عدم إبلاغ إدارة الصندوق عن بعض الصفقات الاستثمارية، مثل صفقة التملك التي جرت في عام 2008 في بنك (Lehman Brothers) في الولايات المتحدة الأمريكية، والتي تمت بشكل غامض نوعاً ما، حيث تم الاستثمار في البنك رغم الأوضاع المالية المتدهورة التي عرفها العالم في تلك الفترة، ولم يتم التطرق إلى حيثيات القضية في التقرير الفصلي الصادر في 25 نوفمبر 2008 ولم يتم ذكر المعلومات الأساسية حول الأسهم المشتراة⁽²⁾، وهو الأمر الذي جعل الصندوق يتعرض إلى خسائر كبيرة، أكدتها دراسة (Brad w setser; Rachel ziembra)، والتي قدرت حجم الخسائر بحوالي 111 مليار دولار⁽³⁾.

المطلب السادس: نظام إدارة المخاطر متعدد الجوانب في الصندوق

يعتمد صندوق المعاشات الحكومية العام الترويجي في إدارته للمخاطر التي تواجهه، على أربع إدارات فرعية وهي: إدارة مخاطر السوق، إدارة مخاطر الائتمان، إدارة مخاطر المقابلة وإدارة المخاطر التشغيلية، حيث تعمل كل إدارة على دراسة ومراقبة المخاطر الموكلة إليها، وإعداد تقارير دورية حول ذلك، وهذا من أجل تحديد معدل الخطر الأمثل الذي يتم العمل وفقه، حيث يتغير معدل الخطر من استثمار لآخر ومن فترة زمنية لأخرى.

(1) Andrew Bauer; fonds de ressources naturelles; op.cit; p38.

(2) Mehmet caner et thomas grennes; le fonds souverains norvégien; op.cit; p126.

(3) Brad w setser; Rachel ziembra; working paper GCC sovereign funds: reversal of fortune; op.cit; p02.

1-إدارة مخاطر السوق: تستند هذه الإدارة في معالجتها لمخاطر السوق، على توقع هبوط قيمة الأسهم والسندات

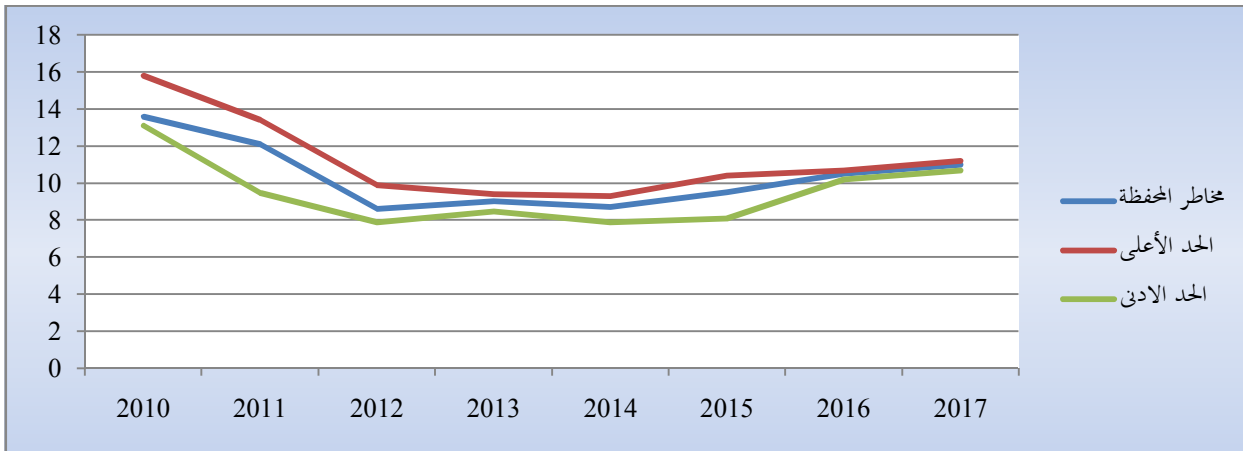
المتداولة وغير المتداولة، وهذا بالاستناد إلى نظام اختبار مؤشر الانحراف الثابت، الذي يضع هامش حد أدنى للمخاطر وحد

أعلى لها⁽¹⁾.

جدول رقم (20): مخاطر السوق باستخدام الانحراف الثابت 2017 (الوحدة: %)

المحفظة الاستثمارية	2017/12/31	حد أدنى 2017	حد أعلى 2017	معدل المخاطر 2017
المحفظة	10.8	10.7	11.2	11.0
الأسهم	13.6	13.6	14.1	14.0
السندات	9.4	9.4	9.8	9.7
العقارات	12.0	11.9	12.7	12.5
المحفظة الاستثمارية	2016/12/31	حد أدنى 2016	حد أعلى 2016	معدل المخاطر 2016
المحفظة	10.6	10.2	10.7	10.5
الأسهم	14.0	12.9	14.1	13.7
السندات	9.7	9.6	10.3	10.0

Source: Nbim; rapport annuel 2017; p112.

شكل رقم (35): تغيرات مخاطر المحفظة باستخدام مؤشر الانحراف الثابت (2010-2017) (الوحدة: %)

المصدر: من إعداد الطالب بناء على التقارير السنوية لصندوق المعاشات

Nbim; different rapport (2010/2017) الحكومي العام النرويجي

نلاحظ أن الصندوق يتبع إستراتيجية استثمارية توازن بين الحد الأدنى والحد الأعلى للمخاطر، حيث يبين الجدول أن

معدل المخاطر للمحفظة بصفة إجمالية لسنة 2017 كان في حدود 11.0% وهو بين الحد الأدنى المقدر بـ 10.7% وأقل

من الحد الأعلى للمخاطر وهو 11.2% كما نلاحظ نفس الشيء بالنسبة لسنة 2016 حيث يتعد معدل المخاطر

(1) نبيل بوفليج، دور الصناديق السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية الواقع والأفاق مع الإشارة إلى حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع نقود ومالية، جامعة الجزائر(3)، السنة الجامعية (2010-2011)، ص153.

للمحفظة المقدر بـ 10.5% عن الحد الأدنى وهو 10.2%، كما يتعد عن الحد الأعلى المقدر بـ 10.7%، كما يبين الشكل أعلاه أن الصندوق يعمل وفق مجال محدود لمعدلات المخاطر تتراوح ما بين 13.6% إلى 8.6% على امتداد الفترة (2010-2017)، وبهذا تكون محفظة الاستثمار لصندوق المعاشات الحكومية في النرويج، أقل مخاطرة وتمتع بمعدلات آمان عالية، خاصة وأنها في إطار هوامش المحفظة الاستثمارية النموذجية.

2- إدارة مخاطر الائتمان: وترتبط هذه المخاطر بمدى وفاء المؤسسات على تسديد الديون المترتبة عليها، حيث يسمح مؤشر مخاطر الائتمان للشركات المصدرة للقروض، بالتعرف على المؤسسات المقترضة ذات السيرة الائتمانية الضعيفة، والتي من الممكن أن تتسبب في خسائر مالية كبيرة، وعليه وللتحوط من المخاطر المرتبطة بدرجات الائتمان المالي، يعتمد الصندوق على شركات دولية متخصصة في قياس الجدارة الائتمانية للشركات⁽¹⁾، ومن بين أشهر هاته الوكالات العالمية المتخصصة في هذا الشأن نجد وكالة ستاندرز أند بورز، وكالة موديز ووكالة فيتش.

جدول رقم (21): تصنيف المحفظة الاستثمارية لسندات الصندوق سنة 2017 (الوحدة: مليون كرونة)

المجموع	أدنى تصنيف	BBB	A	AA	AAA	درجات التصنيف 2017-12-31
1.458.828	52463	174394	292828	214529	724614	السندات الحكومية
316.787	1318	10719	44171	119116	141463	سندات مرتبطة بالحكومة
131.125	-	7322	3038	8131	112634	سندات مرتبطة بمؤشر التضخم
631.957	12666	316896	241644	54763	5988	سندات الشركات
132.642	-	1598	2961	15977	112106	سندات مضمونة
2.671.338	66.447	510.929	584.642	412.516	1.096.805	المجموع

Source: Nhim; rapport annuel 2017; p114.

نلاحظ أن الصندوق يتعامل مع الشركات العالمية ذات التصنيف الائتماني القوي، والتي تتميز بمستوى متقدم من الوفاء بالتزاماتها الخارجية، فمثلاً وصلت نسبة التعامل مع شركات ذات تصنيف ائتماني يساوي (AAA) بالنسبة للسندات الحكومية إلى 49.67%⁽²⁾، في حين نجد أن نسبة التعامل مع المؤسسات ذات الجدارة الائتمانية الضعيفة (أدنى تصنيف) بالنسبة لذات السندات لا تتعدى نسبة 3.59%، وهو ما يشير إلى تبني الصندوق سياسة تحوط بعيدة عن المخاطرة.

(1) نبيل بوفليح، دور الصناديق السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية الواقع والأفاق مع الإشارة إلى حالة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص 154.

(2) من إعداد الطالب، بناءً على التقرير السنوي لإدارة الصندوق: (NBIM; rapport annuel 2017; p114)

3- إدارة مخاطر المقابلة: تتعلق هذه المخاطر في إمكانية تغير استراتيجيات الشركات المقابلة، حيث يعتمد صندوق

المعاشات الحكومية العام على نفس المؤشرات السابقة في تحديد أولويات الصندوق المستقبلية، وخاصة تحديد الشركات الأكثر

ملائمة للاستثمار.

4- إدارة المخاطر التشغيلية: وهي المخاطر المرتبطة بالموارد البشرية، التي من الممكن أن تتخذ قرارات وإجراءات

خاطئة، تُعرض الصندوق إلى مشاكل حقيقية، لذلك ترمي الإدارة إلى التنبؤ بالأخطاء وتصحيحها في الوقت المناسب⁽¹⁾.

وعليه يمكننا القول أن صندوق المعاشات الحكومية العام من بين أنجح الصناديق السيادية في العالم، لعدة معطيات أهمها

نجاحه المتواصل في تحقيق عائد استثمارات مرتفع، والذي مكنه من توفير الاستقرار للموازنة العامة في النرويج، والمحافظة على

النسق المرتفع لتطور أصوله عبر السنوات، مما يشكل خطوة نحو الأمام للحفاظ على الثروة للأجيال المستقبلية، كما تسمح

عناصر الحوكمة الفعالة والشفافية في إظهار البيانات من نجاحات الصندوق، إلى جانب الرقابة الدورية للبنك النرويجي، وزارة

الداخلية والبرلمان على نشاطاته، وقد جاءت هذه النتائج متناسقة مع ما ورد في تقرير إدارة الموارد الطبيعية، حيث صنفت

النرويج في المرتبة الأولى عالمياً سنة 2017 من حيث إدارة الموارد الطبيعية⁽²⁾، مع ملاحظة استفادة كامل أفراد الشعب

النرويجي بشكل عادل من الثروة النفطية المستخرجة، نظراً لمجموعة القوانين والنظم التي تدار بها الثروة ومن أهمها نمط إدارة

صندوق المعاشات الحكومي العام، وعليه فإن التجربة النرويجية مدعاة للعديد من الصناديق السيادية في العالم للاقتداء بها.

(1) نبيل بوفليخ، دور الصناديق السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية الواقع والأفاق مع الإشارة إلى حالة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص 155.

(2) Natural resource governance Institute; indice de gouvernance des ressources naturelles 2017; P03.

المبحث الثاني: جهاز أبو ظبي للاستثمار (ADIA)

يعتبر جهاز أبو ظبي للاستثمار من الصناديق السيادية القديمة (le premier groupe des fonds souverains) التي ظهرت في العالم، حيث تم إنشاؤه في سنة 1976 بعد ثلاثة سنوات من الصدمة النفطية الأولى لسنة 1973⁽¹⁾، والتي مكنت من تحصيل إيرادات مالية هامة للدول النفطية⁽²⁾، حيث يعتبر الجهاز مؤسسة استثمارية تسيير وتدار لفائدة حكومة أبو ظبي في الإمارات العربية المتحدة بنسبة 100% (إلى جانب ثلاث صناديق أخرى وهي: شركة أبو ظبي العالمية للاستثمارات النفطية (IPIC) تأسست سنة 1984، صندوق مبادلة للتنمية (Mubadala) سنة 2002، مجلس أبو ظبي للاستثمار (ADIC) سنة 2007)، وقد أسس الجهاز من قبل الشيخ "زايد بن سلطان آل نهيان" مؤسس دولة الإمارات العربية المتحدة⁽³⁾، خلفاً لمجلس الاستثمارات المالية الذي أنشئ عام 1967 كفرع لوزارة المالية في إمارة أبو ظبي⁽⁴⁾، حيث يعتبر جهاز أبو ظبي للاستثمار من بين صناديق الثروة السيادية الريعية التي تهدف إلى استثمار الفوائض المالية الحكومية في مراكز مختلفة، وأصول متفرقة لتعزيز معدلات الادخار الوطني والتوجه السريع لتنويع الاقتصاد الوطني⁽⁵⁾.

المطلب الأول: التعريف بجهاز أبو ظبي للاستثمار

يشار إلى الجهاز بالرمز (ADIA) اختصاراً باللغة الإنجليزية لـ (Abu Dhabi Investment Authority)، حيث يتمركز الجهاز في مدينة أبو ظبي ويعتبرها مقراً إدارياً له، وقد حظي جهاز أبو ظبي للاستثمار بسمعة محترمة على المستوى العالمي على خلفية استثماراته الخارجية، معتمداً في ذلك على مجموعة من القيم المختلفة منها الابتكارات الحكيمة، التعاون الفعال والتنفيذ المتقن⁽⁶⁾، ويعتبر الجهاز من أغنى الصناديق السيادية الموجودة في منطقة الشرق الأوسط وآسيا، حسب تقديرات معهد الصناديق السيادية، وتقدر حجم أصوله المتراكمة شهر جويلية 2018 إلى أكثر من 683 مليار دولار⁽⁷⁾،

(1) Pierre Christian Atangana; op.cit; p15.

(2) Gokhan Afyonoglu And Others; the brave new world of sovereign wealth funds; op.cit; P31.

(3) سيفين بيرنت، حين يتكلم المال، مرجع سبق ذكره، ص10.

(4) Caroline Bertin delacour; les fonds souverains; op.cit; p186.

(5) Helmut Reisen; comment reconvertir ressources et revenus : du bon usage des fonds souverains; op.cit ; p06.

(6) بيانات جهاز أبو ظبي للاستثمار، على الرابط الإلكتروني: <http://www.adia.ae/En/Governance/Governance.aspx> «2018-07-09»

(7) بيانات معهد صناديق الثروة السيادية على الرابط:

<https://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/> «07/07/2018»

ويعتمد الجهاز في مداخله على الإيرادات التي يتم تحويلها من القطاع النفطي، بالإضافة إلى عوائد استثماراته الخاصة على المستوى الداخلي والخارجي، الموجهة لشراء السندات والأسهم في أسواق المال العالمية، وخاصة في الولايات المتحدة الأمريكية ودول الاتحاد الأوروبي، كما يعتبر الجهاز من أنشط الصناديق السيادية الخليجية، من حيث إقباله على الاستثمارات الخارجية المختلفة من حيث الصيغة والوجهة⁽¹⁾، أما من ناحية الإفصاح فلا يبدي الجهاز سوى الشيء القليل عن الأصول المالية التي يمتلكها، أو عن الأسلوب الذي تدار به تلك الأصول، وكذا الاستثمارات التي يقوم بها أو الحصص التي يتم الاكتتاب عليها، مما يصعب من عمليات تحليل الاستراتيجيات الاستثمارية من جهة، ويزيد من حدة الهجمات العدائية والحماية المفروضة عليه في الخارج من جهة أخرى، ويعمل الجهاز على إنشاء قاعدة اقتصادية بديلة للموارد الطبيعية الناضبة المهيمنة على هيكلية الاقتصاد المحلي، وبلوغ العديد من الأهداف الاقتصادية والاجتماعية المختلفة، من بينها:⁽²⁾

- تسيير وإدارة المداخل النفطية في استثمارات اقتصادية مجدية وتحقيق عوائد اقتصادية لمصلحة الأجيال القادمة؛
- حماية الموازنة العمومية من العجز المسجل في ظل تقلبات أسعار المواد الأولية؛
- توظيف أصول الإمارة بحرص شديد في استثمارات طويلة الأمد؛
- الاعتماد على تنوع الاستثمارات لتعظيم العائد والحفاظ على ثروة الأجيال المستقبلية وتحقيق التنمية المستدامة⁽³⁾؛
- محاولة تنوع مصادر الدخل الوطني وتعويض مداخل النفط والغاز الطبيعي؛
- انتهاز أسلوب عمل يتسم بالتواصل والمعرفة وتحسين العمليات الداخلية واستغلال الكفاءات⁽⁴⁾؛
- الاستثمار في البدائل منذ سنة 1986 والأسهم الخاصة سنة 1989 وهذا استجابة للتغيرات الحاصلة في البيئة الاستثمارية الإقليمية والدولية، والاستثمار في الأسهم والعقارات والدخل الثابت والأصول البديلة مثل الأسهم الخاصة وصناديق التحوط، والحفاظ على نسبة 4.5 بالمائة من حصصه في الشركات لتجنب عمليات الكشف؛

(1) Caroline Bertin delacour; les fonds souverains; op.cit; p187.

(2) بيانات جهاز أبوظبي للاستثمار، على الرابط الإلكتروني: <http://www.adia.ae/En/About/Mission.aspx> «2018-07-09».

(3) Gokhan Afyonoglu And Others; the brave new world of sovereign wealth funds; op.cit; P33.

(4) Abu Dhabi Investment Authority; review 2017; op.cit; p01.

المطلب الثاني: مراحل تطور جهاز أبو ظبي للاستثمار

يعود تاريخ الجهاز إلى سنة 1967، أين أنشأ مكتب الاستثمارات المالية المكلف بإدارة الثروات الوطنية للإمارة، ثم امتد

فيما بعد إلى جهاز أبو ظبي للاستثمار الذي يعد في الوقت من بين أضخم الصناديق السيادية الموجودة في العالم.

جدول رقم (22): مراحل تطور جهاز أبو ظبي للاستثمار (ADIA)

السنة	الملاحظة
1967	إنشاء مكتب الاستثمار المالي لأبو ظبي؛
1976	إنشاء جهاز أبو ظبي للاستثمار لإدارة الفوائض المالية المترتبة عن الصادرات النفطية؛
1986	البدء في إستراتيجية الاستثمارات البديلة؛
1987	إنشاء مكاتب للاستثمار في الأسهم والسندات في الخارج في الولايات المتحدة وأوروبا؛
1988	وصول عدد المستخدمين في الجهاز إلى أكثر من خمسمائة مستخدم؛
1989	البدء في إستراتيجية الاستثمار في الأسهم الخاصة؛
1993	الشروع في العمل بمبدأ المحفظة المرجعية وتوسيع دائرة الاستثمارات لتشمل المنشآت والهياكل القاعدية؛
1997	إنشاء دائرة الاستثمار في الأسهم الخاصة؛
1998	البدء بالاستثمار في السندات المرتبطة بمعدلات التضخم أو في حالة الانكماش؛
2005	إضافة مخصصات وأرباح إضافية للأسهم الصغيرة إلى جانب الأسهم، مع الاستثمار الائتماني ضمن الدخل الثابت؛
2007	البدء في الاستثمار في قطاعات البنية التحتية؛
2008	إنشاء دائرة الأسهم الداخلية ضمن هيكل الجهاز، والمشاركة في صياغة مبادئ سنياغو؛
2009	نشاء دائرة الخدمات الاستثمارية، وفي هذه السنة أصبح الجهاز عضواً في المنتدى العالمي لصناديق الثروة السيادية؛
2011	إنشاء دائرة الصناديق المفهرسة ودائرة الأسهم الخارجية، وضم إدارة العقارات والبنية التحتية تحت إشراف وحدة خاصة؛
2012	إنشاء ثلاث دوائر جديدة وهي: إدارة الموارد البشرية، إدارة العلاقات المركزية، إدارة الخدمات العامة؛
2013	إعادة تنظيم دائرة الحسابات وإنشاء وحدة تقنية المعلومات؛
2014	أنشأت آليتان جديدتان في إدارة الأسهم الداخلية وفي شعبة التصميم والتنظيم لإدارة النماذج والاستثمارات الحديثة. قام الجهاز بتدشين فعاليات منتدى الاستثمار بحضور العديد من الخبراء والمختصين؛
2015	ضم قسم الخدمات العامة إلى قسم الموارد البشرية بهدف تكامل مهماتها مع المهام الأخرى؛ توسيع قسم الاستثمارات البديلة لتشمل الاستثمارات المشتركة وذلك في حالات خاصة؛

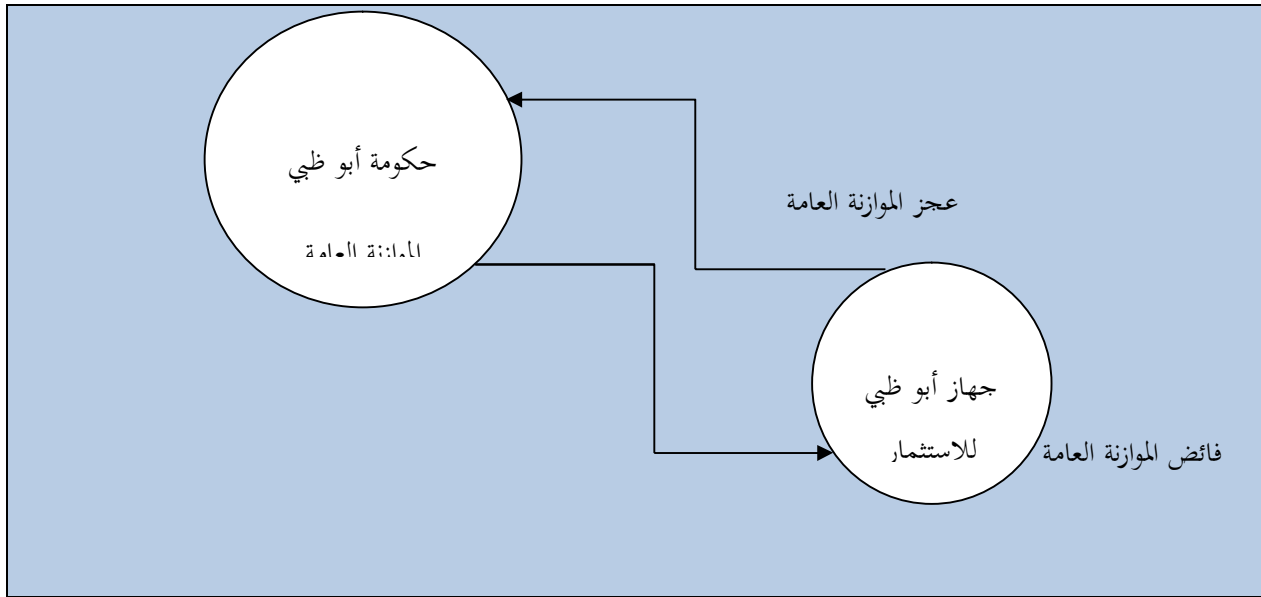
المصدر: من إعداد الطالب بناء على تقرير جهاز أبو ظبي للاستثمار لسنة 2015

Abu Dhabi Investment Authority; review 2015 ; pp66.67 على الرابط الإلكتروني:

http://www.adia.ae/En/News/media_review.aspx; «2018-07-09».

ويرتبط جهاز أبو ظبي للاستثمار بعلاقة تكاملية مع حكومة أبو ظبي⁽¹⁾، من خلال قيامه بتمويل العجز المحتمل في الميزانية العمومية، أو من خلال تمويل الجهاز في حال الفائض المالي لدى الحكومة، كما يتم تنسيق عمليات المراقبة والتدقيق لهذه التدفقات، من خلال أجهزة رسمية وإدارات مراجعة، ترفع تقاريرها الدورية إلى السلطات العليا، كما يقوم الجهاز بالمساهمة في العمليات التنموية بالبلاد من خلال توجيه القروض، الضمانات، التحويلات المالية، ضمان الإمارة لدى البنوك الخارجية.

شكل رقم (36): العلاقة الوظيفية بين جهاز أبو ظبي للاستثمار والحكومة



المصدر: من إعداد الطالب بناء على تقرير جهاز أبو ظبي للاستثمار لسنة 2015

Abu Dhabi Investment Authority; review2015; p45.

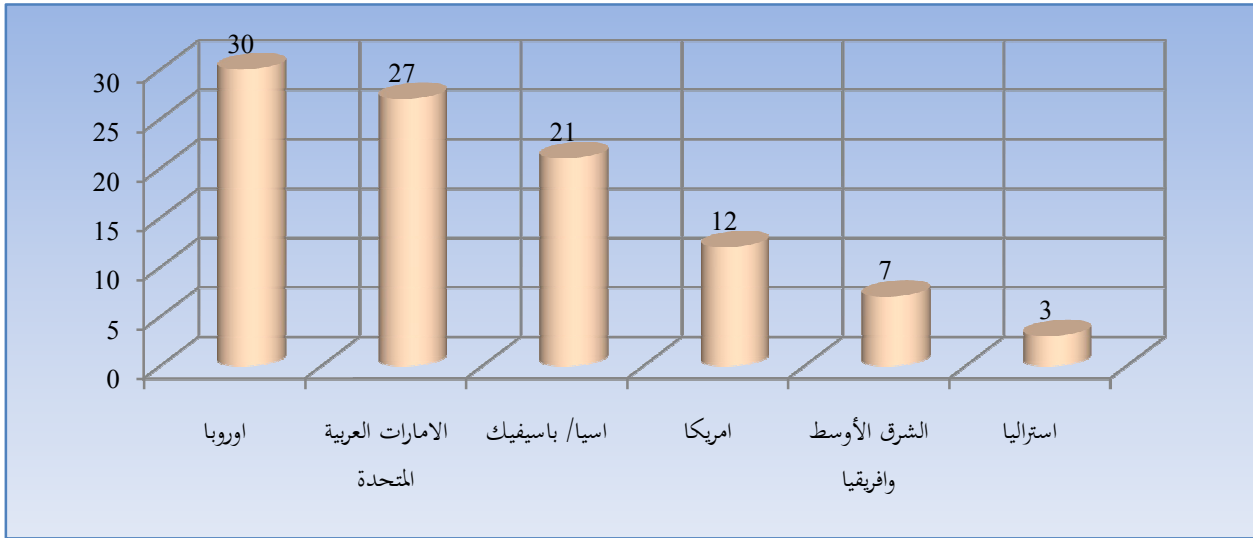
يعمل جهاز أبو ظبي للاستثمار بشكل مستقل عن حكومة أبو ظبي، حيث لا يوجد أي نوع من التداخلات في الصلاحيات أو برجة أي اقتراحات استثمارية أو تحديد وجهات الاستثمار للجهاز، وهو ما يجعله مؤسسة استثمارية مستقلة، ويقتصر الرابط بين جهاز أبو ظبي للاستثمار والحكومة في التمويل في حالات الفائض، والتمويل العكسي في حالات العجز الموازي، مما يجعل موارد الجهاز بمنأى عن أي استعمالات حكومية لزيادة الإنفاق، كما يرتبط الجهاز بالحكومة من خلال مراجعة حسابات التدقيق الدوري التي يقدمها، والظاهرة في أساليب إدارة الحكمة للجهاز.

(1) Pierre Christian Atangana; op.cit; p28.

المطلب الثالث: تسيير جهاز أبو ظبي للاستثمار

يُولي جهاز أبو ظبي للاستثمار أهمية كبيرة في بناء هيكل إداري قوي وذو كفاءة عالية، حيث يُشغل الجهاز عدد ضخم من الموظفين ذوي خبرات عالية، وصل عددهم سنة 2017 إلى 1700 موظف منتقن على أسس ومعايير محكمة، من 65 دولة في العالم، يتمتعون بخبرة عالية في ميادين الاستثمار المختلفة في الأسهم والسندات... الخ⁽¹⁾.

شكل رقم (37): جنسيات الموظفين المستخدمين في جهاز أبو ظبي للاستثمار سنة 2017 (الوحدة: %)



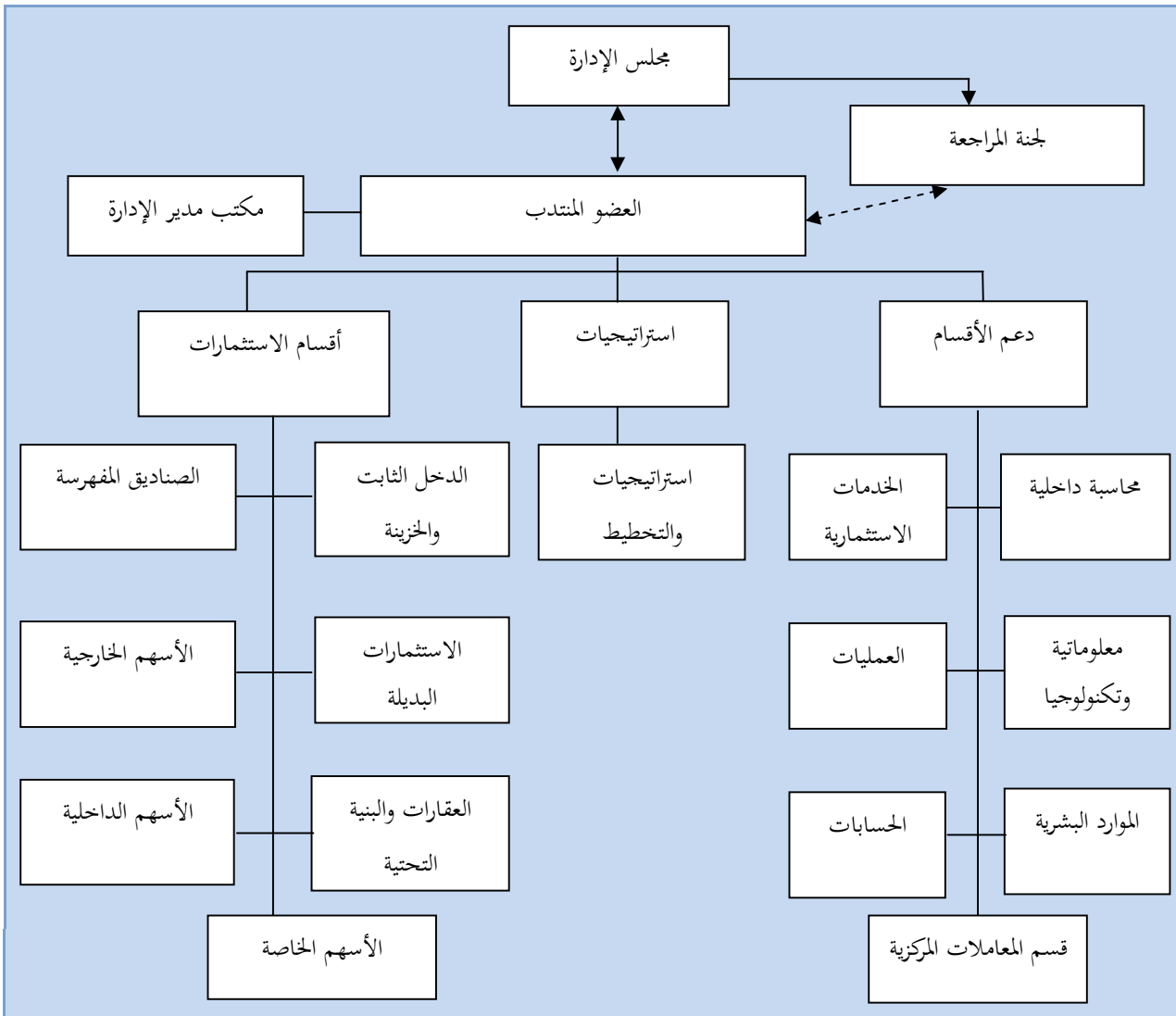
Source: Abu Dhabi Investment Authority; review 2017; p04.

يعتمد الجهاز على عامل الخبرة ويتعاقد مع مدراء وموظفين أجنبي، لتسيير أكثر من 80 بالمائة من أصوله، يعملون على تسيير وإدارة المحفظة الاستثمارية للجهاز، وهذا للحاجة إلى مستوى كفاءة عالية ولتكوين فريق متكامل قادر على رفع العائد، وتجنب المخاطر، حيث يتم اختيار المدراء بناءً على معايير دقيقة، تتم على مرحلتين متتاليتين، الأولى بجمع قائمة الخبراء المعنيين بموضوع إدارة المحافظ الاستثمارية من مختلف دول العالم، ودراستها بشكل دقيق للخروج بقائمة أولية من المدراء المرشحين لتولي الوظائف بالجهاز، قابلة للدراسة المستفيضة في المرحلة الثانية، ويتم في المرحلة الثانية اختيار مدير من القائمة الأولية المعدة سابقاً، حيث يتم دراسة فلسفة كل شخص وخبرته وسيرته الذاتية والخبرة المهنية المسجلة والسلوك الاستثماري والصرامة في العمل، حيث يكلف المدير المعين نهائياً بإدارة المحفظة الاستثمارية وتسييرها وتصور الإستراتيجية الاستثمارية للمقبلة، حيث يُتابع هذا المدير بشكل مستمر ودوري، من خلال معدلات العائد الصافي المسجل في محفظته، حيث يتم

⁽¹⁾ Abu Dhabi Investment Authority; review 2017; op.cit; p04.

إنذاره أو إقالته بصفة مباشرة في حالة الفشل أو سوء التسيير، كما يولي الجهاز أهمية بالغة لعمليات الترويج والإشهار لنشاطاته الداخلية والخارجية، حيث يقوم في هذا الإطار بحملة من المنتديات واللقاءات الدورية على المستوى المحلي وفي الخارج، حيث بين التقرير السنوي لسنة 2017 أن الجهاز أقام أكثر من 400 منتدى وطني للقيادة، وتنظيم الفعاليات التعليمية بحضور المختصين المحليين والعالميين لدراسة وتقييم بيئة الأعمال والاتجاهات العالمية، وابتكار وسائل أكثر فعالية في الاستثمار، والخروج بنتائج ملموسة على أرض الواقع، والعديد من الملتقيات الدولية للتعريف باستثمارات الجهاز، أما على مستوى التكوين فيخصص الجهاز ميزانية معتبرة لإدارة الموارد البشرية، من خلال إقامة دورات تكوينية لموظفي الجهاز⁽¹⁾.

شكل رقم (38): الهيكل التنظيمي لجهاز أبو ظبي للاستثمار



Source: Abu Dhabi Investment Authority; review 2017; op.cit; p43.

⁽¹⁾ Abu Dhabi Investment Authority; review 2017; op.cit; p64.

في جهاز أبو ظبي للاستثمار يتم انتخاب رئيس مجلس الإدارة وأعضاء مجلس الإدارة والعضو المنتدب من قبل حاكم دبي، حيث يقوموا بالإشراف على هيكل إداري ضخم⁽¹⁾، يتميز بوجود تسلسل هرمي متسق لإدارات ومكاتب جهاز أبو ظبي للاستثمار، حيث تتفرع المصالح على أقسام الاستثمارات الذي يضم بدوره: قسم استثمارات الدخل الثابت والخزينة، قسم الاستثمارات البديلة، قسم العقارات والبنية التحتية، قسم الصناديق المفهرسة، قسم الأسهم الداخلية، الأسهم الخارجية، الأسهم الخاصة⁽²⁾.

ومن جهة ثانية نجد أقسام خاصة بالإدارات الداخلية وتشمل: قسم العمليات، قسم الخدمات الاستثمارية، قسم الحسابات، قسم تقنية المعلومات، قسم العلاقات المركزية وقسم الموارد البشرية، وكل هذه الأقسام تراقب بشكل مباشر مع العضو المنتدب ومكتب مدير الإدارة، الذي يتصل بدوره بمكتب مجلس الإدارة، الذي يضم الهيئة المسيرة للجهاز بشكل عام.

المطلب الرابع: قواعد الاستثمار في الجهاز

يهدف جهاز أبو ظبي للاستثمار (ADIA) إلى استخدام أصول الإمارة في استثمارات طويلة الأمد وفي شعب وفئات مختلفة⁽³⁾، حيث بدأ الجهاز عمليات الاستثمار في الأسهم والسندات والعقارات، ليتوسع في سنة 1986 إلى الاستثمار في صناديق التحوط وصناديق التقاعد، ضمن منهجية جديدة للمحفظة الاستثمارية، ثم الاستثمار في الأسهم الخاصة سنة 1989، ثم في المنشآت والهياكل القاعدية سنة 1993، وهي نفس السنة التي تم فيها استحداث نظام المحفظة الاستثمارية المرجعية للجهاز، كأداء يقتاد بها الجهاز في عملياته الداخلية والخارجية، حيث تعد المحفظة الاستثمارية المرجعية بمثابة الركيزة الأساسية في تكوين المحفظة الاستثمارية الحقيقية، كما قام الجهاز سنة 2007 بالاستثمار في البنية التحتية، ولضمان السير الحسن لهذه التوظيفات، عمل الجهاز على إنشاء العديد من الأقسام والدوائر المختصة في دراسة فئات استثمارية مختلفة منها: الصناديق المفهرسة، دائرة الأسهم الخارجية...

(1) Hamid Talebi; A Survey of Sovereign Wealth Funds (SWFs) in the Gulf Cooperation Council (GCC) Countries; Master of Science in Banking and Finance; Eastern Mediterranean University; January 2014; Gazimağusa, North Cyprus; p56.

(2) Caroline Bertin delacour; les fonds souverains; op.cit ; p187.

(3) ibid.; p187.

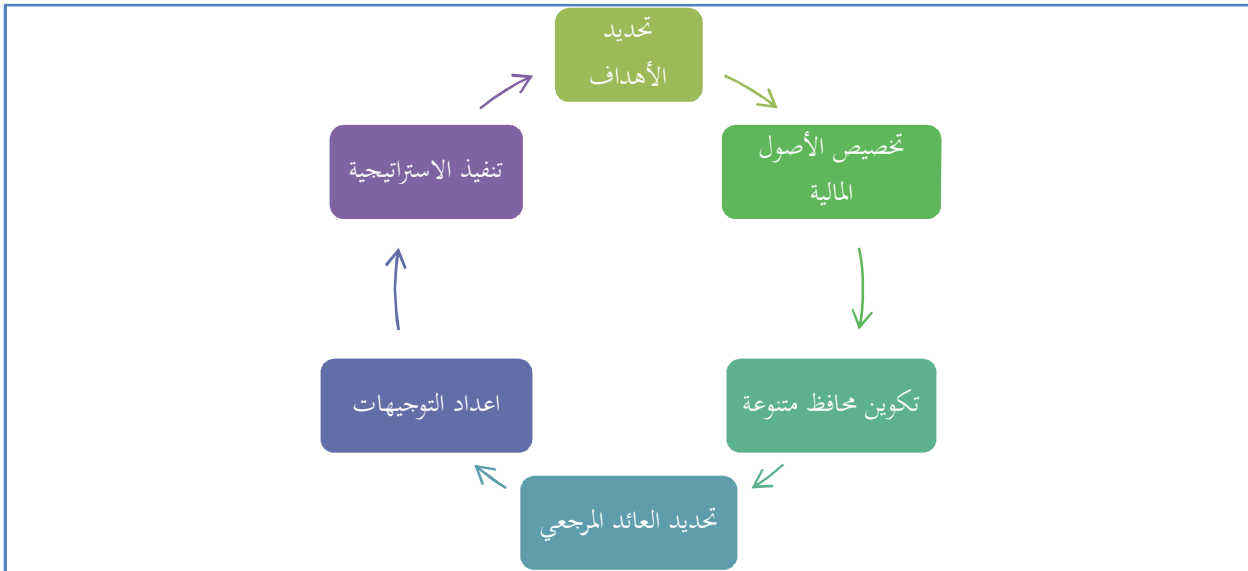
1- إستراتيجية الاستثمار لدى جهاز أبو ظبي للاستثمار:

ينتهج جهاز أبو ظبي للاستثمار (ADIA) سياسة خاصة في ميدان الاستثمارات، تعتمد بشكل كبير على معايير الحيطة والحذر والتحوط الكبير من المخاطر السوقية المختلفة في الأسواق العالمية، بالإضافة إلى سياسة الاستثمار طويل الأجل وفق تقسيمات قطاعية وجغرافية يتم تحديدها من قبل هيئة خاصة داخل مجلس إدارة الجهاز، كما يعتمد على إستراتيجية التنوع الاستثماري في التوظيفيات المالية المختلفة لتعظيم العائد وتخفيض حدة المخاطر.

1-1 مراحل تنفيذ الخطط الاستثمارية:

بدءاً بعمليات تحديد الأهداف وصولاً إلى مرحلة تنفيذها، والشكل أدناه يوضح هذه المراحل المختلفة⁽¹⁾.

شكل رقم (39): مراحل تنفيذ خطط الاستثمار لجهاز أبو ظبي للاستثمار (ADIA)



Source: Abu Dhabi Investment Authority; review 2015; op.cit; p19.

ولهذا الغرض يدير جهاز أبو ظبي للاستثمار محفظة استثمارية متنوعة، تغطي حوالي (24) فئة وفئة فرعية من الأصول الخاصة، بما في ذلك الاستثمار في الأسهم المدرجة والدخل الثابت والعقارات والملكيات الخاصة والبنية التحتية، حيث تتوزع الاستثمارات الخاصة بالجهاز كما يلي: أمريكا الشمالية: حد أدنى للاستثمار 35% وحد أقصى 50%، أوروبا: حد أدنى

⁽¹⁾ Abu Dhabi Investment Authority; review2017 ; op.cit; p17.

للاستثمار 25% وحد أقصى 35%، دول آسيا: حد أدنى للاستثمار 10% وحد أقصى 20%، الدول الناشئة: حد أدنى للاستثمار 15% وحد أقصى 25%⁽¹⁾.

شكل رقم (40): توزيع الاستثمارات الأجنبية لجهاز أبو ظبي للاستثمار خلال سنة 2014



Source: Abu Dhabi Investment Authority; review 2015; op.cit; p07.

كما يوزع الجهاز أصوله بشكل متفاوت على العملات الأجنبية، حيث تتضمن: 45 بالمائة بالدولار الأمريكي، 40 بالمائة باليورو، 05 بالمائة بالين الياباني، 10 بالمائة عملات أسواق الدول الناشئة⁽²⁾، كإستراتيجية استثمارية تهدف إلى تقليل المخاطر المترتبة عن تأثر جهة معينة من الاستثمارات الخارجية، بفعل الاختلالات التي تحصل في سعر الصرف، بالإضافة إلى توفير إعطية نقدية ومالية من عدد مختلف من العملات الصعبة، ومن خلال التوزيع السابق للعملات المملوكة من طرف جهاز أبو ظبي للاستثمار، نلاحظ أن الجهاز يركز بشكل كبير على الدولار الأمريكي واليورو، وهذا بسبب اتساع نطاق استثماراته في الولايات المتحدة الأمريكية بحوالي (35% إلى 50%) من إجمالي استثمارات المحفظة المرجعية، بالإضافة إلى منطقة الأورو التي يتراوح فيها استثمارات الجهاز من (20% إلى 35%).

ويجدر الإشارة إلى أن جهاز أبو ظبي للاستثمار قد خفض من أصوله المدارة في مكاتبه الموزعة بالخارج، حيث وصلت سنة 2015 إلى 65% بعدما كانت تقدر بـ 75% في سنة 2013 ونسبة 80% في سنة 2010، كما انخفضت

⁽¹⁾ Gawdat Bahgat; Sovereign Wealth Funds in the Gulf: An Assessment; Research Paper, Kuwait Programme on Development, Governance and Globalisation in the Gulf States; LSE global governance; number 16; kuwait July 2011; P28.

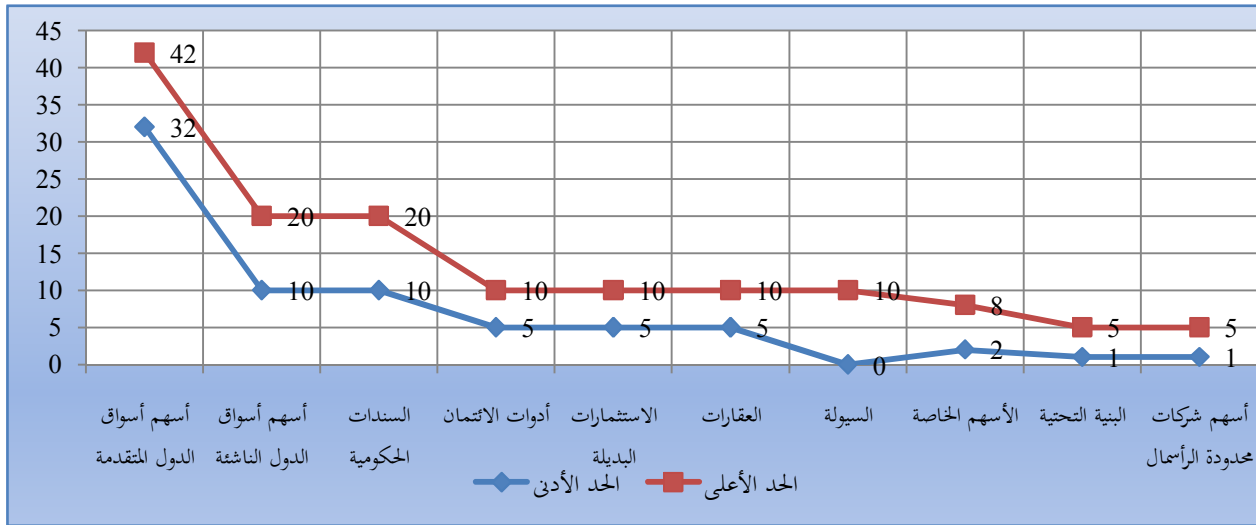
⁽²⁾ سيفين بيرنت، حين يتكلم المال، مرجع سبق ذكره، ص12.

استثماراته المعتمدة على استراتيجيات تتبع حركة المؤشرات من 60% سنة 2010 إلى 55% سنة 2013، لتصل في سنة 2015 إلى حدود 50%⁽¹⁾.

1-2 إعداد المحفظة المرجعية لاستثمارات الجهاز: لقد انطلق العمل بمبدأ المحفظة المرجعية لجهاز أبو ظبي

للاستثمار في سنة 1993، باعتبارها إستراتيجية يتم الرجوع لها في تحديد وجهات وفئات الاستثمار.

شكل رقم (41): المحفظة المرجعية لجهاز أبو ظبي للاستثمار سنة 2017 (الوحدة: %)



Source: Abu Dhabi Investment Authority; review 2017; op.cit; p05.

نلاحظ أن محفظة الاستثمار المرجعية لجهاز أبو ظبي للاستثمار تتميز بعدة خصائص، من بينها:

- وجود أنواع متعددة من الأدوات الاستثمارية، تشمل أسهم الأسواق المتقدمة، أسهم الدول الناشئة، سندات حكومية، أدوات الائتمان، الاستثمارات البديلة، العقارات، السيولة، الأسهم الخاصة، البنية التحتية، أسهم شركات ذات رأس مال محدود، وهي إستراتيجية مبنية على توزيع الأصول على أنواع مختلفة من الفئات، لتقليل المخاطر المترتبة عن كل نوع.
- إن توزيع أصول الجهاز على فئات استثمارية مختلفة يرفع من حدة المخاطر، خاصة الاستثمار في الأسهم الخاصة، الأسواق الناشئة، البنية التحتية...، ونستشهد في هذا الصدد بدراسة (Bertrand blancheton, Yves jegourel)،

⁽¹⁾ Abu Dhabi Investment Authority; deferent review (2010-2017).

حيث يشير إلى أن استثمارات جهاز أبو ظبي للاستثمار تهدف لتحقيق الاستقرار وزيادة تراكم رأس المال، بالإضافة إلى أنها تتميز بمخاطرتها العالية جراء الاستثمار متعدد الأوجه⁽¹⁾.

تتركز الاستثمارات المأبونة في المحفظة المرجعية على شراء الأسهم المتداولة في الأسواق المتقدمة، بنسبة تتراوح من 42% إلى 32%، بالإضافة إلى أسهم أسواق الدول الناشئة من 20% إلى 10% والسندات الحكومية من 20% إلى 10%.

- تبدو الفروق بين الحدود العليا والدنيا متساوية تقريباً في كل الفئات الاستثمارية، وتتراوح من 10% إلى 4%.

- نلاحظ أن جهاز أبو ظبي للاستثمار يستثمر في العقارات بمعدل 5 إلى 10 بالمائة، وهو مستوى أعلى من استثمارات صندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج المحددة بـ 5% فقط.

وقد وصلت استثمارات جهاز أبو ظبي للاستثمار سنة 2015 إلى 5.96 مليار دولار⁽²⁾ بعدما كانت تقدر سنة 2014 بـ 2.44 مليار دولار⁽³⁾، حيث تمثل استثمارات الجهاز لسنة 2015 ما قيمته 12.40% من إجمالي حجم الاستثمارات العامة لصناديق الثروة السيادية، ويعود الاتجاه المتصاعد لحجم مخصصات الاستثمار في جهاز أبو ظبي للاستثمار سواء على المستوى الداخلي أو الخارجي، إلى تعويض الخسائر التي تسبب فيها انخفاض أسعار النفط في الأسواق العالمية، تزامناً مع ارتفاع قيمة الدولار مقابل العملات الأجنبية الأخرى، بالإضافة إلى تحسن أداء أسواق الأسهم والسندات العالمية، والتي أصبحت أكثر جاذبية من ذي قبل، كما أدت الزيادة في وتيرة العائد على الاستثمارات البديلة، إلى تشجيع رفع معدل الاستثمارات الخاصة بالجهاز، ومن بين أهم الاستثمارات الخارجية التي قام بها الجهاز في سنة 2015، نجد: ⁽⁴⁾ حصص في المخازن الأمريكية، حصة 50% في فنادق متعددة في هونغ كونغ بقيمة 1.2 مليار دولار، شراء حصص في شركات (تانك أند راست) المتخصصة في تشييد الطرقات في ألمانيا، شراء حصص في (ترانسجرید) لخدمات الكهرباء في استراليا، الاستثمار في شركة (رينيو باور) المتخصصة في الطاقات النظيفة في الهند، شراء عقارات وملكيات صناعية في الولايات المتحدة بقيمة

(1) Bertrand Blancheton, Yves Jegourel; op.cit; p08.

(2) Bernardo Bortolotti; The Sky Did Not Fall Sovereign Wealth Fund annual report 2015 ; annual report 2015 ; università luigi bocconi; p35.

(3) Bernardo Bortolotti; op.cit; P18.

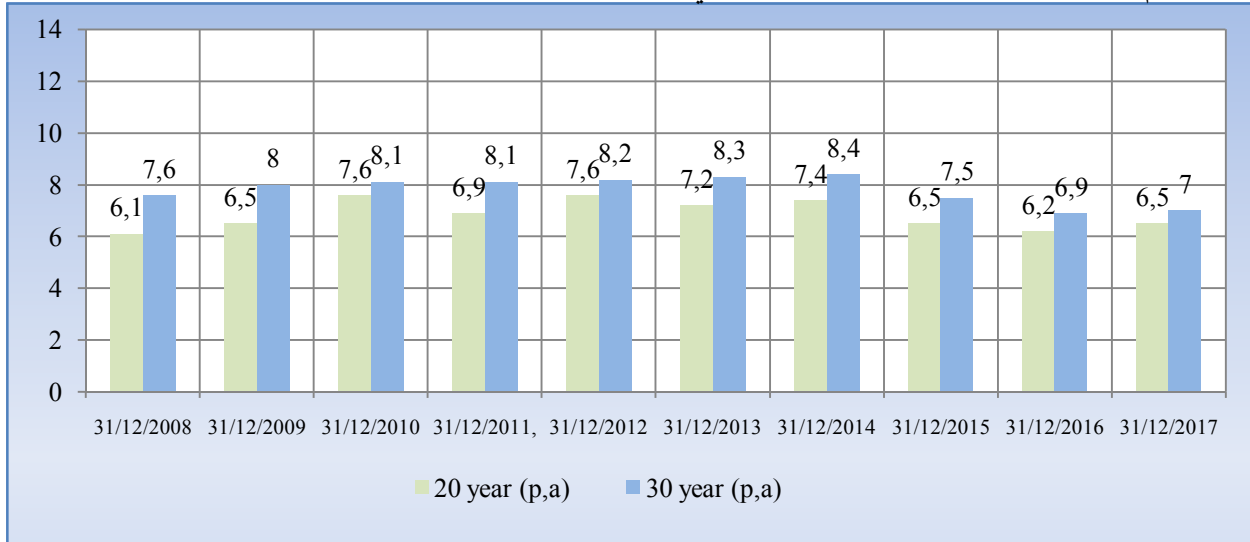
(4) معلومات متوفرة على الموقع: <http://www.aremnews.com/economy/528701>

1.58 مليار دولار⁽¹⁾، غير أنه يمكننا القول أن سعي جهاز أبو ظبي للاستثمار وراء تحقيق أكبر عائد ممكن وتركيزه الكبير على تنويع محفظته الاستثمارية في الأسواق الدولية، سيجعله عرضة لمخاطر أكبر، وهي كما ذكرنا سابقاً أحد مميزات الاستثمار طويل الأجل الذي يتميز بعائد مرتفع ومخاطر مرتفعة، وهو ما أدى إلى تحمله لخسائر فادحة أثناء الأزمة المالية والتي بلغت 183 مليار دولار⁽²⁾، ولم تسمح الإدارات المتخصصة للجهاز من تفادي المخاطر نظراً لتعقيدات الأوضاع المالية آنذاك والاستثمار في أصول مهددة بالمخاطر.

2- عوائد الاستثمار لدى جهاز أبو ظبي للاستثمار: يعد جهاز أبو ظبي للاستثمار من بين أقدم الصناديق

السيادية في العالم، أو ما يعبر عنه في بعض الكتابات بالفئة الأولى من الصناديق السيادية، كما يعتبر الجهاز ثاني أكبر صندوق سيادي في العالم، بعد صندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج، واليوم وبعد أكثر من أربعين سنة من الوجود، يقدم الجهاز تقاريراً إيجابية في ميدان الاستثمار في الأسواق العالمية، وهذا ما تؤكد عوائده الاستثمارية السنوية، المبينة في الشكل أدناه:

شكل رقم (42): عائدات الاستثمار لجهاز أبو ظبي للاستثمار للفترة (2008-2017) (الوحدة: %)



Source: Abu Dhabi Investment Authority; deferent review (2009-2017).

نلاحظ من الشكل أعلاه، المبين لتطور العائد السنوي للمحفظة الاستثمارية لجهاز أبو ظبي للاستثمار للفترة (2008-

2017)، والتي تتميز بالتنوع الكبير على المستوى القطاعي والجغرافي عالمياً، بحيث يفوق عدد الفئات الاستثمارية قيد النشاط

(1) Bernardo Bortolotti; The Sky Did Not Fall Sovereign Wealth Fund annual report 2015 ; op.cit; p38/39.

(2) Brad setser and Rachel Ziemba; working paper GCC sovereign funds: reversal of fortune; ibid; p02.

إلى أكثر من 24 فئة استثمارية، وقد تم قياس الأداء السنوي على أساس البيانات المالية المدققة، التي يتم حسابها على أساس زمني، حيث نلاحظ أن العائد السنوي سجل معدل منخفض نهاية سنة 2008 وصل إلى 6.1% لمدة 20 سنة ونسبة 7.6% لمدة 30 سنة، وهذا يعود إلى تأثيرات الأزمة المالية العالمية على أصول جهاز أبو ظبي للاستثمار، حيث تشير التقارير أن الجهاز فتمدّ إلى جانب مجلس استثمار أبو ظبي (ADIC) حوالي 183 مليار دولار في تقديرات سنة 2008⁽¹⁾، ثم ارتفع العائد إلى نسبة 7.6% نهاية سنة 2012 على مدى 20 سنة من النشاط، وقيمة 8.2% لمدة 30 سنة، نتيجة أوضاع الأسواق الدولية، وارتفاع أسعار النفط إلى مستويات قياسية سنة 2012، كما نلاحظ استقرار العائد في الفترة (2012-2014)، حيث سجل سنة 2014 عائداً قدره 7.4% لمدة 20 سنة و8.2% كعائد لفترة 30 سنة.

غير أن عائدات الجهاز انخفضت في الفترة (2015-2017)، حيث نلاحظ انخفاض العائد إلى 6.5% لمدة 20 سنة، ونسبة 7% لمدة 30 سنة، وعلى العموم يعود نجاح جهاز أبو ظبي للاستثمار في الحفاظ على مستويات العائد الموجبة، إلى العديد من الأسباب المتراكمة بفعل الزمن والخبرة، بحيث تبين التقارير السنوية للجهاز أن فترة 40 سنة من التواجد مكنت من اكتساب خبرة عالية في ميدان المال والأعمال والأسواق الدولية، ومكنته من تفادي الصدمات بشكل أكثر مرونة وانسيابية.

كما أن جهاز أبو ظبي للاستثمار يعتمد على إستراتيجية تتبع المؤشرات الاقتصادية والمالية للأسواق العالمية، وبيانات الأداء المسجلة في المؤسسات والشركات العالمية، وهذا لتبني مستوى مقبول من الثقة عند الاستثمار، إلى جانب اعتماد الجهاز بشكل لافت على الخبرة الأجنبية، حيث يشير تقريره السنوي لعام 2017 على اعتماده على أكثر 70% من موظفين وإطارات أجنبية من أكثر من 65 جنسية مختلفة، خاصة إذا علمنا أن معظم المناصب السامية في مكاتب الصندوق المنشرة تدار من قبل هذه الفئة، بالإضافة إلى استقدام مدراء أكفاء بشكل مستمر ودائم لمكاتبه الموزعة في الخارج، كما يشجع الجهاز على عمليات الابتكار والإبداع وتنمية القدرات لدى الموظفين والإطارات الداخلية، وتوفير جميع العوامل والمسببات الضرورية لخلق بيئة مواتية للإبداع، وهذا ما يسمح للجهاز ببلوغ أهدافه المستمرة⁽²⁾.

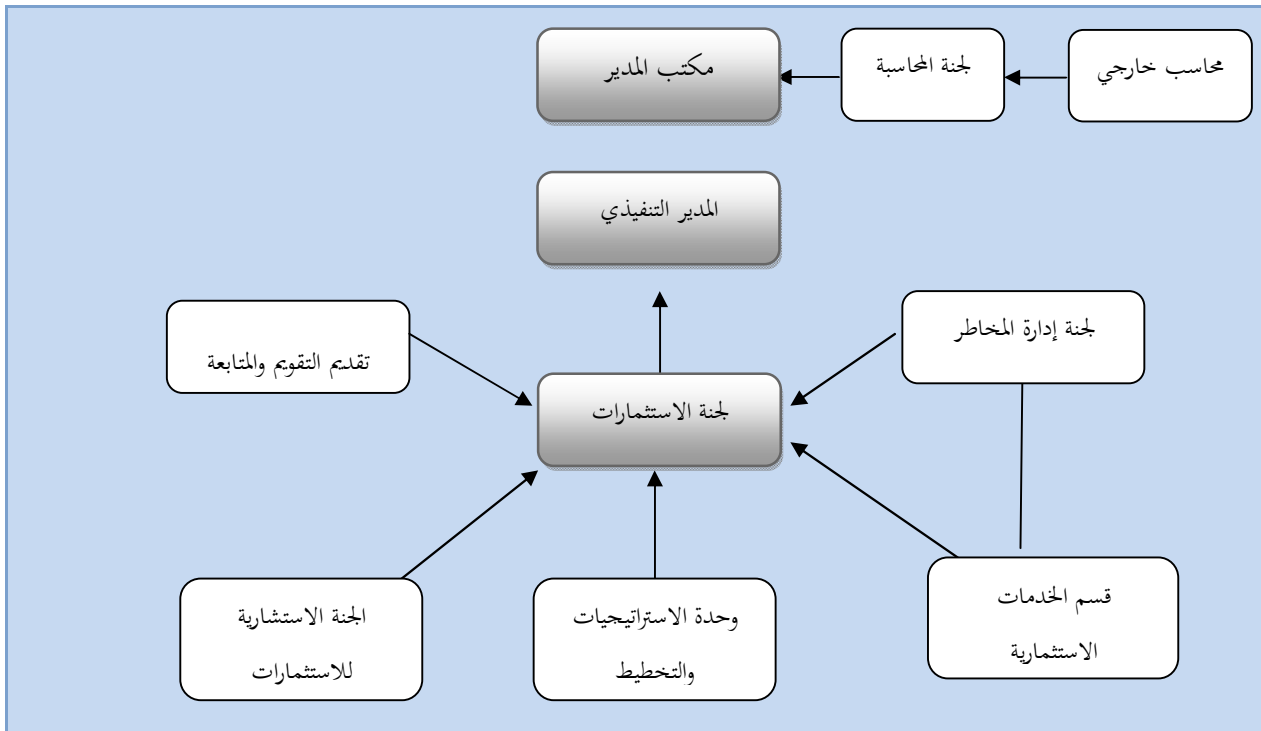
(1) Brad setser; Rachel ziemba; working paper GCC sovereign funds: reversal of fortune; op.cit; p02.

(2) Abu Dhabi Investment Authority; review2017; op.cit; p05.

المطلب الخامس: حوكمة جهاز أبو ظبي للاستثمار

يولي الجهاز أهمية بالغة لتفعيل الحكم الرشيد في تسير موارده المالية والبشرية، من خلال حلقات متعددة من الإدارات والمكاتب منها: المحاسب الخارجي ولجنة المحاسبة المرتبطة بشكل مباشر مع مكتب المدير وتعمل على تدقيق الحسابات، وقراءة التقارير، يتم من خلالها تقييم نشاطات جهاز أبو ظبي للاستثمار الدورية، بالإضافة إلى لجنة إدارة المخاطر، لجنة التقييم والمتابعة، لجنة الاستشارات الاستثمارية، قسم تسيير الاستثمارات، لجنة الاستراتيجيات، وحدة الاستراتيجيات، التي تقدم حصيلة أعمالها إلى لجنة الاستثمارات المرتبطة بمكتب المدير التنفيذي المسؤول المباشر أمام المدير العام، كما يعتمد جهاز أبو ظبي للاستثمار على بعض النقاط الأساسية في التعامل مع الدول المستقبلية لاستثماراته، منها إبلاغها بأنه يهدف إلى تعظيم العائد في الأجل الطويل، ولا ينوي تحقيق نوايا سياسية في الخارج، حيث يتم تنفيذ العمليات الاستثمارية والإدارية للصندوق وفق المعايير العالمية المتعارف عليها، كما يعتمد على مدراء تسيير أجنبية لأكثر من 80% من أصوله، مما يوحي بعدم توظيف النوايا الجيوستراتيجية في أهدافه، كما يؤكد الجهاز على غياب أي سوابق استثمارية تتضمن حق المراقبة في الشركات⁽¹⁾.

شكل رقم (43): هيكل الحوكمة لدى جهاز أبو ظبي للاستثمار (ADIA)



Source: Abu Dhabi Investment Authority; review2017; op.cit; p44.

⁽¹⁾ Caroline Bertin delacour; op.cit; p187.

تشير بيانات معهد الصناديق السيادية أن أصول جهاز أبو ظبي للاستثمار تقدر بـ 683 مليار دولار شهر جويلية 2018، غير أن العديد من الدراسات التي تمت مراجعتها تؤكد على وجود تناقضات كبيرة في الأرقام المقدمة لأصول الجهاز وهذا ما عتقد من عملية تحديد أصوله على المستوى الدولي، بسبب الغموض وعدم الشفافية التي يتميز بها⁽¹⁾، حيث أن الجهاز حقق (06) نقاط على مؤشر لينبرغ مادول سنة 2018، وتحصل على 58 نقطة على مؤشر ترومان سنة 2015، ومستوى (c+) في درجات الامتثال لمبادئ سنتياغو في سنة 2014، رغم أنه عضو في مجموعة العمل الدولية للصناديق السيادية⁽²⁾، من خلال توقيعه على بيان المجموعة في 20 مارس 2008⁽³⁾، وهو ما يؤكد أن التوقيع على المبادئ لا يعني الامتثال التام لقواعدها، وللإشارة فإننا نلاحظ أن الجهاز يختلف كثيراً عن صندوق مبادلة في ميدان الشفافية، ويظهر هذا في ترتيب الصناديق السيادية وفق مؤشر لينبرغ مادول في الربع الأول لسنة 2018⁽⁴⁾، بالإضافة إلى مؤشر ترومان⁽⁵⁾ لنفس السنة، حيث يبدي صندوق مبادلة معلومات تامة عن أصوله واستثماراته عكس جهاز أبو ظبي للاستثمار.

وعليه يمكننا القول أن جهاز أبو ظبي للاستثمار تجربة جيدة من ناحية التنظيم والهيكلة والتسيير، كما تعتمد على رأس مال بشري مؤهل، يمكنه من الوصول إلى الأسواق العالمية بكل احترافية، بدليل العوائد الايجابية المحققة في الفترة (2008-2017)، غير أنها تجربة يتخللها بعض النقائص التي يجب تداركها، لا سيما في عدم وجود رقابة خارجية مستقلة تقيم أداءه، وتغلغل نفوذ العائلة المالكة في إدارة الجهاز، مما يوحي بعدم استقلاليته التامة، كما أن تقاريره السنوية لا تشير بصورة دقيقة للعمليات الاستثمارية ولا لتغيرات قيم العائد الفصلية، بل يشير إلى العائد بشكل عائد لمدة (20 و 30 سنة)، كما لا يشير الجهاز إلى تفاصيل عمليات الميزانية السنوية، وهو الأمر الذي يوحي بإدارة سيئة لأصول الجهاز، وهذا ما يؤكد تقرير إدارة الموارد لسنة 2017، حيث صنفت الإمارات في المرتبة 54 عالمياً، وضمن الدول التي تدير مواردها الطبيعية بشكل سيئ⁽⁶⁾.

(1) Pierre Christian Atangana; op.cit; p28.

(2) مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية، مجموعة العمل تتوصل إلى اتفاق مبدئي حول مسودة مجموعة المبادئ والممارسات المتعارف عليها، بيان صحفي 08/04، 02 سبتمبر 2008، ص02.

(3) Caroline Bertin delacour; les fonds souverains; op.cit; p187.

(4) معلومات متوفرة على موقع معهد الصناديق السيادية على الرابط الإلكتروني:

www.swfnstitute.org/statistics-research/linaburg-maduell-transparency-index.

(5) Sarah E. Stone and Edwin M. Truman; op.cit; P09.

(6) Natural resource governance Institute; indice de gouvernance des ressources naturelles 2017; P03.

المبحث الثالث: جهاز قطر للاستثمار (QIA)

تمتلك دولة قطر احتياطات نفطية معتبرة تقدر بـ 25.2 مليار برميل، بالإضافة إلى مخزون هام من الغاز الطبيعي والذي يقدر بحوالي 24.9 تريليون متر مكعب حسب تقديرات سنة 2018 لشركة بريتش بترو ليو⁽¹⁾، حيث سمحت فوائض هاته الموارد الطبيعية في دولة قطر على إنشاء صندوق ثروة سيادي سنة 2005، تحت مسمى جهاز قطر للاستثمار، ويشار إليه بالرمز (QIA) اختصاراً باللغة الإنجليزية لـ: (Qatar investment authority)، حيث يهدف الجهاز إلى تنويع الأصول المالية ومصادر الدخل الوطني للدولة وإدارة الثروة للأجيال المستقبلية^(*).

المطلب الأول: التعريف بجهاز قطر للاستثمار

أنشأ جهاز قطر للاستثمار من قبل الأمير محمد بن خليفة آل ثان، بمقتضى القرار الأميري رقم (02) الصادر في سنة 2005⁽²⁾، ككيان قانوني يتم إنشاؤه خصيصاً لتسيير وإدارة الثروات في الدولة، وهو الصندوق السيادي الوحيد الذي تملكه قطر لحد الساعة، له شخصية اعتبارية وموازنة مالية مستقلة خاصة به، حيث يتبع الجهاز المجلس الأعلى للشؤون الاقتصادية والاستثمار في دولة قطر، ويوجد مقره في مدينة الدوحة القطرية، كما يمتلك مكاتب متعددة في الخارج، تعمل على تسيير استثماراته، ويدار الجهاز من قبل مجلس الإدارة الذي يعين ويؤدد بصفة نظامية كل ثلاثة سنوات، حيث يكلف مجلس إدارة الجهاز بدراسة وتحقيق خطط الاستثمار الناجحة وذات الجدوى الاقتصادية، التي تتميز بالعائد المرتفع.

ويتأسس جهاز قطر للاستثمار سنة 2018 الشيخ " تميم بن حمد بن خليفة آل ثاني"، حيث يعمل رئيس المجلس والطاقم الإداري المكون للجهاز، على إدارة الفوائض النفطية والغازية الخاصة بالبلاد⁽³⁾، والتي تحققت بفعل الطفرة النفطية الأخيرة، وهذا في سياسة ترمي إلى تنويع مصادر الدخل الوطني، وتفادي التأثيرات السلبية لتغيرات أسعار النفط في الأسواق العالمية، دعم اقتصاد قوي وتنافسي، وخلق القيم المضافة للدولة والمحافظة على الثروة للأجيال المستقبلية في دولة قطر⁽⁴⁾، من خلال

(1) BP statistical review of world energy 2018; p12-26.

(2) Gokhan Afyonoglu And Others; the brave new world of sovereign wealth funds; op.cit, P34.

(3) Hélène Raymond; Sovereign Wealth Funds as domestic investors of last resort during crises ; Document de Travail; Working Paper 2010-12;economix; Paris mai 2010; p06.

(4) بيانات متوفرة على موقع جهاز قطر للاستثمار: على الرابط الإلكتروني: <http://www.qia.qa/About/OurMission.aspx> «2018/07/15».

(*) قبل إنشاء جهاز قطر للاستثمار (KIA) سنة 2005 كانت الفوائض المالية المتاحة تدار وتسير من قبل فريق صغير من خبراء وزارة المالية.

تحويل الفوائض العامة للدولة من صادرات الموارد الطاقوية والضرائب المفروضة على النفط والغاز الطبيعي إلى الجهاز، إضافة إلى عائدات الجهاز من استثماراته الخارجية، ويعتبر جهاز قطر للاستثمار من بين أهم عشرة صناديق سيادية في العالم، حيث تُقدر أصوله حسب معهد صناديق الثروة السيادية في شهر جويلية 2018 بحوالي 320 مليار دولار.

كما يعتبر الجهاز رابع أكبر صندوق سيادي عربي إلى جانب جهاز أبو ظبي للاستثمار، الهيئة العامة للاستثمار في الكويت والشركة القابضة للمملكة العربية السعودية، حسب بيانات معهد صناديق الثروة السيادية لشهر جويلية 2018⁽¹⁾.
و جهاز قطر للاستثمار صندوق استثماري ادخاري، يسعى إلى تمويل التنمية المحلية وتحقيق التنوع الاقتصادي، من خلال عنصر الاستثمار في الأسواق الوطنية والعالمية⁽²⁾، كما يسعى الجهاز إلى الوصول إلى الأهداف التالية:⁽³⁾

- تنوع مصادر الدخل الوطني وتحقيق التنمية المستدامة؛
- شراء وبيع المعادن النفيسة والعملات الأجنبية؛
- التقليل من الاعتماد المفرط على قطاع المحروقات؛
- ادخار الثروة للأجيال المستقبلية والتوزيع العادل للثروة بين الأجيال؛
- تنمية واستثمار وإدارة احتياطات النفط الوطنية؛
- متابعة برامج الاستثمار وتنفيذها وتقييم نتائجها؛
- تحديد البنوك والمؤسسات المالية التي يتم الاستثمار فيها؛
- تأسيس شركات متنوعة ومشاريع فردية أو بالشراكة؛
- تمثيل دولة قطر في الخارج في الاجتماعات والندوات والمؤتمرات الخاصة باحتياطات الدولة وبالصناديق السيادية؛
- اقتراح مشاريع القوانين واللوائح الخاصة بمتابعة احتياطات الدولة واستشراف الاستراتيجيات المستقبلية؛

(1) بيانات معهد صناديق الثروة السيادية على الرابط:

<https://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/> « 07/07/2018»

(2) سيفين بيرينت، حين يتكلم المال، مرجع سبق ذكره، ص 17.

(3) Hélène Raymond; Sovereign Wealth Funds as domestic investors of last resort during crises ; op.cit; p06.

المطلب الثاني: كرنولوجيا تطور جهاز قطر للاستثمار

لقد مر جهاز قطر للاستثمار بعدة مراحل منذ تأسيسه في سنة 2005، حيث تطورت في كل مرحلة من مراحلها أساليب وطرق الاستثمار وتوجهاتها الجغرافية عبر العالم.

جدول رقم (23): مراحل تطور جهاز قطر للاستثمار (QIA)

السنة	الملاحظة
2000	أنشأ المجلس الأعلى للاستثمار في قطر، الذي يهدف إلى استثمار الاحتياطيات الحكومية والإيرادات الناجمة عن الصادرات النفطية الخاصة بالدولة؛
2005	تم إنشاء جهاز قطر للاستثمار QIA، للقيام باستثمار وإدارة الاحتياطيات المالية للدولة، والأصول التي يحددها المجلس الأعلى للشؤون الاقتصادية، والاستثمارات، وفقاً للسياسات والخطط والبرامج الموافق عليها من طرفه؛
2006	بدأ الجهاز بالقيام بعمليات الاستثمار موازاة مع إنشاء فريق لمواجهة المخاطر والتشغيل والاستثمار؛
2008	تم تقليص الاستثمارات وتحويلها إلى طرف ثالث مع تفعيل الاستثمارات الأجنبية المباشرة؛
2009	تم إنشاء فرق استثمارات جديدة، تسعى إلى شراء محافظ مالية عامة في مؤسسات عالمية وعقارات في بلدان مختلفة؛ كما تم أخذ قرارات حاسمة وديناميكية في سبيل التوجه نحو التخصيص والتركيز على اختيار نوعية الأصول؛
2010	فتح برنامج لتدريب الخريجين الجامعيين القطريين على العمل بالجهاز؛
2011	فتح أقسام جديدة لدراسة أسواق رأس المال؛
2012	دراسة سبل إيجاد قطاعات أخرى، تشتمل على السلع والبنية التحتية، وتجارة التجزئة؛
2013	قام صاحب السمو الشيخ "تميم بن حمد بن خليفة آل ثاني" بتبسيط العلاقات الموجودة داخل مجلس الإدارة الجديد والرئيس التنفيذي (CEO)؛
2014	استضاف جهاز قطر للاستثمار منتدى صناديق الثروة السيادية (IFSFW)؛ تم تعيين الشيخ "عبد الله بن محمد آل ثاني" عضواً منتدباً للجهاز؛

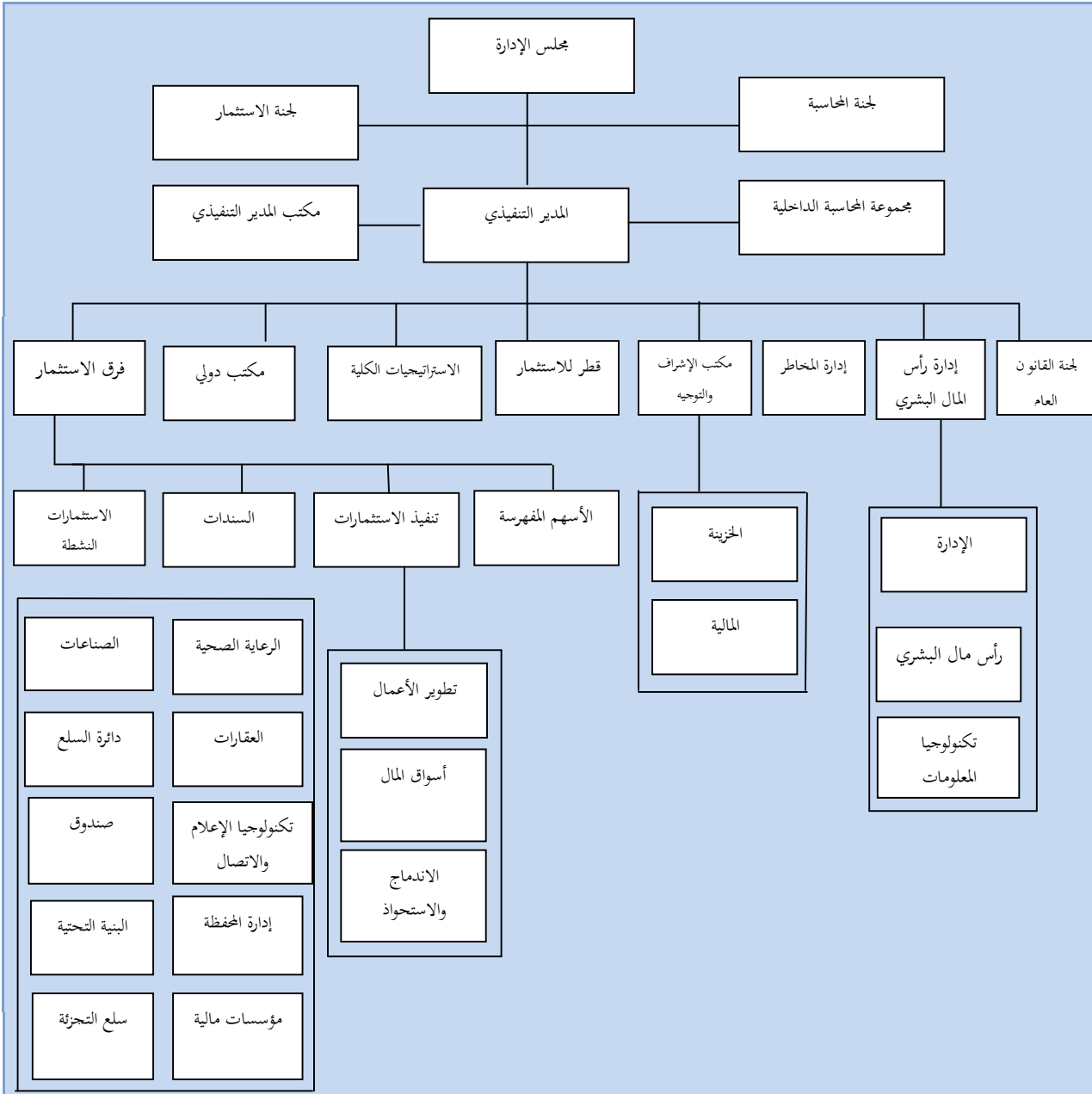
المصدر: من إعداد الطالب اعتماداً على موقع الهيئة العامة للاستثمار في الكويت، على الرابط الإلكتروني:

<http://www.qia.qa/About/OurHistory.aspx>; «14/07/ 2018.»

المطلب الثالث: هيكل جهاز قطر للاستثمار

يحتوي الهيكل الإداري والتنظيمي لجهاز قطر للاستثمار على المصالح والإدارات الآتية:

شكل رقم (44): الهيكل التنظيمي لجهاز قطر للاستثمار (QIA)



المصدر: من إعداد الطالب اعتماداً على موقع الهيئة العامة للاستثمار، على الرابط الإلكتروني:

<http://www.qia.qa/About/OrganisationalStructure.aspx> ; «14/07/2018»

يشير الشكل أعلاه، إلى تقسيم مفصل للمهام والمسؤوليات في جهاز قطر للاستثمار (QIA)، بحيث يأخذ العضو المنتدب دور محوري في الربط ما بين الإدارة العامة وباقي الأقسام والمصالح الأخرى المرتبطة به، حيث تتضمن إدارات استراتيجيات الاستثمار، إدارة دراسة وتقييم المخاطر، إدارة الاستثمار واللجان القانونية، التي تتفرع بدورها إلى العديد من الأقسام الفرعية منها: أقسام الاستثمارات الداخلية والخارجية، أقسام الشؤون الإدارية وأقسام المالية والخزينة، كما يشدد جهاز

قطر للاستثمار على كافة الهيئات الإدارية على ضرورة التحلي بالمبادئ التالية: النزاهة وهذا بالاتصاف بالأخلاق والمهنية والابتعاد عن الفساد، تنفيذ المهام بالعمل الجدي وفق ما تتطلبه المسؤوليات الملقاة على كل عضو من الجهاز، زيادة الأعمال من خلال تشجيع المبادرات الفردية والجماعية، والتميز بالاعتماد على الإبداع وخلق فرص النجاح، احترام الناس بالعمل على خلق جو من الاحترام والأخلاق الحميدة⁽¹⁾.

المطلب الرابع: استثمارات جهاز قطر للاستثمار

يتخصص الجهاز في الاستثمار الداخلي في القطاعات خارج الطاقة، بالإضافة إلى الاستثمار الخارجي الذي يتميز بالتنوع الشديد في قطاعات الصناعة، الخدمات، الصحة، العقارات، السياحة، الرياضة...، وفي أنحاء متفرقة من العالم كالولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا وآسيا وأستراليا وإفريقيا...، وهو من بين صناديق الثروة السيادية الأكثر نشاطاً في العالم⁽²⁾.

1- تطور استثمارات جهاز قطر للاستثمار:

يستثمر جهاز قطر للاستثمار في فئات من الأصول المتنوعة مثل: الأسهم، أدوات الائتمان والأوراق المالية ذات الدخل الثابت، الأسهم الخاصة، المعاملات خارج السوق في الشركات غير المدرجة، العقارات، الممتلكات العقارية، حيث يضع جهاز قطر للاستثمار فروع مختصة للاستثمار، مثل (Hassad Food) للاستثمارات الزراعية والغذائية، (Diar Katari) للتنمية العقارية، وقطر القابضة التي تتكون من شركة الغرافة وشركة قطر القابضة للذهب والموارد، وقد وصلت استثمارات الجهاز إلى 12 مليار دولار سنة 2015 بنسبة 24.97% من إجمالي الاستثمارات العالمية⁽³⁾.

أما من حيث عدد الاستثمارات الخارجية فقد حقق الجهاز سنة 2016 المرتبة الرابعة بـ 16 استثمار، وحل بعد صندوق تيماسك وصندوق (GIC) في سنغافورة وصندوق (CIC) الصيني⁽⁴⁾، حيث تمر عملية الاستثمار في الجهاز بالمراحل التالية:

- التنظيم: من خلال البحث عن فرص الاستثمار المتاحة على المستوى الدولي.

(1) بيانات متوفرة على موقع جهاز قطر للاستثمار: على الرابط: <http://www.qia.qa/About/CultureValues.aspx> «2018/07/15»

(*) قبل إنشاء جهاز قطر للاستثمار (KIA) سنة 2005 كانت الفوائض المالية المتاحة تدار وتسير من قبل فريق صغير من خبراء وزارة المالية.

(2) سيفين بيرنت، حين يتكلم المال، مرجع سبق ذكره، ص17.

(3) Hamid Talebi; op.cit; p75.

(4) Bernardo Bortolotti; The Sky Did Not Fall Sovereign Wealth Fund annual report 2015 ; op.cit; P38/39.

- التقييم: حيث تقييم العروض على أساس مناسبتها لإستراتيجية الجهاز، أطروحاته للاستثمار، درجة العائد المتحصل عليه، درجة المخاطر التي يتعرض لها.
 - التنفيذ: عند قبول الاستثمار، يعمل الجهاز على تنفيذ هذه الاستثمارات من قبل وحدات خاصة مختصة في المجال.
 - إدارة المحفظة: وهذا بالعمل على تقييم متواصل ودائم لسير المحفظة وتوافقها مع الأهداف المسطرة⁽¹⁾.
- وتتشابه استثمارات الجهاز مع باقي استثمارات الصناديق السيادية لمجلس التعاون الخليجي، مثل جهاز أبو ظبي للاستثمار، الهيئة العامة للاستثمار في الكويت، خاصة فيما يتعلق بالتنوع الشديد في القطاعات الاستثمارية والوجهات الجغرافية المختلفة في أوروبا والولايات المتحدة وآسيا.

جدول رقم (24): أهم استثمارات جهاز قطر للاستثمار للفترة (2008-2016)

السنة	الاستثمارات
2008	- شترى الجهاز أسهماً بقيمة 3.4 مليار دولار في مصرف "باركليز" البريطاني .
2010	- اشترت قطر للاستثمارات العقارية أسهماً في "سي تي سنتر دي سي" في واشنطن. - اشترت قطر القابضة متجر "هارودز" بمبلغ 2.2 مليار دولار. - كما اشترت قطر القابضة حصصاً في "كولوني كابيتال"، حصصاً في شركة "ميراماكس" .
2011	- نترى الجهاز حصصاً في قرية لندن الأولمبية بالشراكة مع الشركة العقارية البريطانية.
2012	- استحوز الجهاز على حصة تقدر بـ 2% من شركة "توتال" الفرنسية. - استحوز على كامل الحصص في النادي الباريسي لكرة القدم (PSG). - شترى الجهاز أسهماً في شركة تيفاني الأمريكية بقيمة 5.2%.
2013	- اشترى الجهاز حصة في بنك أمريكا.
2014	- اشترى الجهاز حصصاً في شركة "لايفستايل إنترناشيونال هولدينجز". - استثمر الجهاز في سوق الأوراق المالية في الصين.
2015	- شترى الجهاز حصصاً في شركة "سونغبيرد" العقارية البريطانية.
2016	- اشترى الجهاز حصصاً في برج "آسيا سكوير" في سنغافورة. - شترى الجهاز حصصاً في شركة "إمباير ستايت العقارية" في مدينة نيويورك.

المصدر: معلومات متوفرة على شبكة الانترنت على الرابط الإلكتروني: <http://raseef22.com/economy/2016/09/13>

(1) بيانات متوفرة على موقع جهاز قطر للاستثمار: على الرابط:

<http://www.qia.qa/Investments/Investmentsprocess.aspx> <2018/07/15>

(*) قبل إنشاء جهاز قطر للاستثمار (KIA) سنة 2005 كانت الفوائض المالية المتاحة تدار وتسير من قبل فريق صغير من خبراء وزارة المالية.

وقد تأثرت استثمارات جهاز قطر للاستثمار بشكل كبير بفعل الأزمة العالمية، حيث خسرت قطر أموالاً طائلة نتيجة السياسة التي كانت تهدف إليها قطر من نسج علاقات قوية مع الدول الغربية في الولايات المتحدة وأوروبا وبعض الاقتصاديات الصاعدة⁽¹⁾، من خلال الاستثمار طويل الأجل في مؤسسات غربية ضخمة، وكرد فعل على الأزمة المالية العالمية وتخوفاً من آثارها، قام جهاز قطر للاستثمار بفرض حقه في التصويت في المؤسسات التي يستثمر فيها، وهو الجديد الذي طرأ على منهجية الاستثمار لدى الجهاز بعد الأزمة المالية العالمية، بالإضافة إلى تحويل جزء من استثماراته إلى الداخل، حيث قام بطرح خطة بقيمة 5.3 مليار دولار لشراء أسهم البنوك المدرجة في البورصة، بقيمة 20 مليار ريال قطري لدعم رأسمال البنوك القطرية لتمويل المشروعات التنموية، واشترى الجهاز حصة 5% من أسهم بنك قطر الإسلامي، كما أعلن الجهاز عن خطته لشراء نسب تتراوح ما بين 10 إلى 20 بالمائة من رأس مال جميع البنوك الموجودة في المنطقة.

ونلاحظ من الجدول أعلاه، أن استثمارات الجهاز تتركز في قطاع العقارات، من خلال فرع (Qatari diar real estate investment) حيث تتوزع الأصول العقارية المشتراة من قبل جهاز قطر للاستثمار في جميع أنحاء العالم، باعتبارها أصول تتميز بالأفق الزمني الطويل والعائد المرتفع⁽²⁾.

المطلب الخامس: حوكمة جهاز قطر للاستثمار

تعتبر حوكمة صناديق الثروة السيادية من بين أهم عوامل التي تسمح بنجاح أو فشل الصندوق على المدى المتوسط والطويل، حيث تسمح عناصر الشفافية والتدقيق والمتابعة والمساءلة على ضمان نجاح العمليات الاستثمارية التي يقوم بها الصندوق، وتفاذي الأزمات التي يمكن أن تحل عند الإقدام على أي استثمار عالي المخاطر، ويتولى ديوان المحاسبة القطري عمليات المراقبة الدائمة والمستمرة لجهاز قطر للاستثمار، ويعمل على تدقيق حساباته ويرفع تقاريره إلى المجلس الأعلى، غير أن جهاز قطر للاستثمار يتميز بمستوى محدود جداً من الانكشاف والشفافية، وربما تلك السمة المشتركة لصناديق الثروة السيادية في منطقة مجلس التعاون الخليجي (GCC) التي تم الاطلاع عليها، وهي كذلك الصفة السائدة لغالبية صناديق الثروة

(1) سيفين بيرينت، أين صناديق الثروة السيادية من مبادئ ستيباغو، مرجع سبق ذكره، ص09.

(2) Anne-céline cambier ; fonds souverains: l'immobilier français cible d'investissement; op.cit; p08.

السيادية ذات الموارد الطبيعية، حيث تشير دراسة (Andrew Bauer)⁽¹⁾ أنه من بين 54 صندوق سيادي ممول من إيرادات الموارد الطبيعية، نجد أن نصف الصناديق لا تقدم معلومات حول نشاطاتها، وهو الأمر الذي ينطبق على جهاز قطر للاستثمار، الذي يتميز بضباية كبيرة في إظهار أصوله، كما يصعب تقصي البيانات والمعطيات الخاصة بالجهاز، وغالباً ما تكون المعلومات الواردة عن استثماراته ظاهرة في بيانات المؤسسة المستثمر فيها، كما لا يوضح الجهاز القواعد التي يسير وفقها ولا عمليات السحب والإيداع التي يقوم بها، وأخيراً يمكننا القول أن جهاز قطر للاستثمار يتميز بكونه أحد أهم الصناديق السيادية العالمية، من حيث أصوله المرتفعة والتي بلغت 320 مليار دولار شهر جويلية 2018، إلى جانب توزيع استثماراته في مناطق مختلفة وفي محافظ استثمارية متنوعة، لكن من جهة يعاب على الجهاز عدم الاتصاف بالشفافية والحوكمة الرشيدة في الإداء بالبيانات والتقارير التي تخص العمليات التي يقوم بها ومستوى العائد المحقق، حيث يتفق العديد من الباحثين على أن الجهاز لا يتميز بالشفافية على غرار (H Raymond, E Truman...)، وفي هذا الإطار تعتبر المؤشرات المؤسسية الخاصة بشفافية صناديق الثروة السيادية دليلاً جيداً لذلك، فقد وصف جهاز قطر للاستثمار سنة 2014 أنه غير ممثل لمبادئ سنتياغو الأربعة والعشرون بالدرجة (D) رغم أنه من أعضاء مجموعة العمل الدولية للصناديق السيادية⁽²⁾، كما احتضنت قطر اجتماع خاص بالصناديق السيادية في 22 أفريل 2008⁽³⁾، غير أن كل ذلك لم يوفر قدراً من الامتثال لقواعد الحوكمة والشفافية لدى الجهاز، واستمر الجهاز في سياسته الرامية إلى التكتّم والضباية، كما حصل على معدل 05 نقاط فقط في مستوى الشفافية المطبقة في الجهاز في مؤشر (Linaburg-Maduell) سنة 2018⁽⁴⁾، بالإضافة إلى مستوى أداء ضعيف حسب مؤشر ترومان وصل سنة 2015 إلى 40%⁽⁵⁾، وهذا يتناسق مع حصول قطر على تصنيف ضعيف لإدارة الموارد الطبيعية ضمن تقرير سنة 2017 بحلولها في المرتبة 53 عالمياً⁽⁶⁾.

(1) Andrew Bauer; fonds de ressources naturelles; op.cit ; p04.

(2) Geoeconomica; Santiago compliance index2014; op.cit; p02.

(3) مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية، اجتماع المائدة المستديرة بشأن صناديق الثروة السيادية، مرجع سبق ذكره، ص01.

(4) بيانات معهد صناديق الثروة السيادية، مؤشر لينبرغ مادول، متوفر على الرابط الإلكتروني:

www.swfinstitute.org/statistics-research/linaburg-maduell-transparency-index. «04/07/2018»

(5) Sarah E. Stone and Edwin M. Truman; op.cit; P09.

(6) Natural resource governance Institute; indice de gouvernance des ressources naturelles2017; P03.

المبحث الرابع: الهيئة العامة للاستثمار في الكويت (KIA)

تقدر مساحة دولة الكويت بـ (17.820 كم²) ووصل عدد سكانها سنة 2017 إلى 3.89 مليون نسمة، حيث تتميز في كونها من بين أغنى الدول في العالم، من حيث احتياطات النفط والذي يقدر بـ 101.50 مليار برميل سنة 2016، أو ما يمثل نسبة 8.4% من الاحتياطات العامة لمنظمة (OPEC)⁽¹⁾، وقد أسست الكويت أول صندوق سيادي ظهر في العالم سنة 1953 ممول من إيرادات النفط، ويهدف إلى تنويع الاقتصاد وتعظيم العائد والمحافظة على الثروة للأجيال القادمة.

المطلب الأول: التعريف بالهيئة العامة للاستثمار

يطلق شعار (KIA) على الهيئة العامة للاستثمار في الكويت، وهو صندوق سيادي يهدف إلى ادخار الثروات، كما أنه هيئة حكومية مستقلة مكلفة بإدارة الفوائض المالية المترتبة عن الصادرات النفطية في البلاد، حيث تهدف الهيئة إلى تسيير وإدارة هذه الفوائض على المدى الطويل، من خلال جملة من الاستثمارات على المستوى الوطني والأجنبي، من أجل خلق الثروة وتنويع مصادر الدخل الوطني، والمحافظة على جزء من الثروة النفطية الناضبة للأجيال المستقبلية⁽²⁾، وتعمل الهيئة على تسيير وإدارة صندوقين وهما: صندوق الاحتياطي العام (GRF) وصندوق احتياطي الأجيال (FGF)، إضافة إلى بعض الصناديق الأخرى الذي يضعها وزير المالية في الكويت تحت وصاية الهيئة العامة للاستثمار، كما يحرم الدستور الكويتي على الهيئة القيام بعملية الاقتراض بأي شكل من الأشكال، ما لم يشير القانون على عكس ذلك⁽³⁾، والهيئة العامة للاستثمار أقدم صندوق سيادي⁴ جد في العالم⁽⁴⁾، يعود نشأته وتاريخه إلى قرار الأمير "عبد الله سالم الصباح" الذي حكم دولة الكويت في الفترة (1950-1965)⁽⁵⁾ القاضي بتأسيس مجلس الاستثمار الكويتي (the kuwait investment board-KIB) في لندن بتاريخ 23 فيفري 1953، بموجب توصية من المملكة المتحدة لإدارة الفوائض النفطية، التي تحصلت عليها دولة

(1) OPEC; annual statistical bulletin 2016; p08.

(2) بيانات الهيئة العامة للاستثمار في الكويت، متوفر على الرابط الإلكتروني:

<http://www.kia.gov.kw/ar/Pages/GoalsInvestMent.aspx> «13/07/ 2018»

(3) سيفين بيرينت، حين يتكلم المال، مرجع سبق ذكره، ص08.

(4) Gokhan Afyonoglu And Others; the brave new world of sovereign wealth funds; op.cit; P11.

(5) Gawdat Bahgat; Sovereign Wealth Funds in the Gulf: An Assessment; Research Paper, op.cit; P28.

الكويت في تلك الحقبة⁽¹⁾، حيث ضمت أصول المجلس آنذاك عائدات البترول والأصول المملوكة من طرف العائلة المالكة في الكويت، وأصول الخزينة العامة من جميع الإيرادات المختلفة بما فيها النفط، بمبلغ وصل في وقته إلى 27 مليون جنيه إسترليني، حيث عُمِدت للهيئة في البداية تسيير أصول صندوق الاحتياطي العام (GRF)، الموجهة بشكل أساسي لتسديد جميع نفقات الدولة ونفقات الميزانية، وللإشارة فإن مجلس الاستثمار الكويتي هذا قد أُسس قبل استقلال دولة الكويت عن بريطانيا بشماني سنوات⁽²⁾، حيث تغير اسم المجلس في سنة 1965 ليصبح مكتب الاستثمار الكويتي، واستمر المجلس في نشاطاته إلى غاية تاريخ 28 نوفمبر 1976، حيث ظهرت اقتطاعات كثيرة من صندوق الاحتياطي العام (GRF) الموجهة للنفقات المتعاضمة للدولة، مما عجل بتأسيس صندوق آخر بموجب القانون رقم (106)⁽³⁾ وهو صندوق احتياطي الأجيال (FGF) الهادف إلى استثمار الأصول المتراكمة، وضمان تحويل جزء معين من الثروة إلى الأجيال القادمة، حيث يتم اقتطاع نسبة 10% من الإيرادات العامة للدولة إلى صندوق احتياطي الأجيال⁽⁴⁾، بالإضافة إلى تحويل نصف أصول صندوق الاحتياطي العام في ذلك الترخيل إلى الصندوق قيد التأسيس، مع عدم القدرة النهائية على الاقتطاع من الصندوق الم⁵ستحدث، وفي سنة 1982 أصدر المرسوم رقم (47) المتضمن تأسيس الهيئة العامة للاستثمار في الكويت (the Kuwait investment authority) التي تعمل على تسيير وإدارة صندوق الاحتياطي العام وصندوق احتياطي الأجيال، حيث تطورت نشاطات الهيئة في السنوات الأخيرة لتصبح من بين أغنى الصناديق السيادية في العالم، بإجمالي أصول مالية مجمعة بلغت شهر جويلية 2018 بـ 524 مليار دولار⁽⁵⁾.

(1) Pierre Christian Atangana; op.cit; p11.

(2) Steven Coissard et autres; l'émergence des fonds souverains réalités et enjeux ; op.cit; p01.

(3) Gawdat Bahgat; Sovereign Wealth Funds in the Gulf: An Assessment; op.cit; P29.

(4) Gokhan Afyonoglu And Others; the brave new world of sovereign wealth funds; op.cit, P10.

(5) بيانات معهد صناديق الثروة السيادية متوفرة على الرابط الإلكتروني: <http://www.swfi.org> «07/07/2018»

(*) Article (01) states: "An independent public authority shall be established with juridical status to be named the "Kuwait Investment Authority" and be attached to the Minister of Finance. The seat of the authority shall be in the State of Kuwait and it may set up offices outside the State of Kuwait." Kuwait investment authority; KIA's Implementation of the Santiago Principles[Generally Accepted Principles and Practices]; IFSWF CASE STUDY; Three Pillar Format ; p05.

المطلب الثاني: مبادئ الهيئة العامة للاستثمار وأهدافها

تعمل الهيئة العامة للاستثمار في الكويت على بلوغ مجموعة من الأهداف والأسس الراسخة، التي يتم تجديدها بشكل دوري ومتواصل بين جموع الإطارات والمستخدمين الدائمين للهيئة.

1- مبادئ الهيئة العامة للاستثمار: تتضمن مبادئ الهيئة النقاط التالية:⁽¹⁾

- النزاهة: من خلال غرس روح الوفاء لدى الموظفين، واعتبار أن الأصول ملك للجميع، ومن الضروري المحافظة عليها وتطويرها بالعمل الدؤوب والمتواصل والامتنال لأحكام القانون المهني والاتصاف بالدقة والسلوك السليم.
- المسؤولية الاجتماعية: بحيث أن الهيئة مسؤولة أمام المواطنين بتقديم صورة إيجابية عن عملياتها ونشاطاتها في الدخل والخارج، وهذا ما يلزمها بدراسة الأثر الاجتماعي والاقتصادي لكل قرار.
- القواعد والإجراءات: وضعت الهيئة مدونة من السلوكيات السليمة المدروسة بعناية فائقة من قبل الخبراء، لدعم أداء الموظفين وإزالة كافة العقبات التي تعترض سبيلهم، حيث تركز على قواعد الحذر ودراسة المخاطر لتحقيق الأهداف التي رصدت للهيئة، حيث تراجع هذه القواعد بشكل مستمر لمنع الوقوع في الأخطاء.
- التمكين والمساءلة: تعتبر الهيئة هيكل مؤسسي، يقوم على أركان المساءلة والمتابعة الدائمة، من خلال التحفيز للنشاطات المتميزة والرائدة والتشجيع على تنمية القدرات والمواهب الجديدة الشابة ودعمها في الاتجاه السليم.
- التواصل كفريق واحد: حيث تنشط الهيئة كجسم واحد متلاحم بشكل صلب لا يزيغ عنصر من عناصره عن هيكله الأصلي، مدعوم بالتفاعل الإيجابي وتبادل الخبرات والمعارف من لدن العناصر ذات السيرة الذاتية الحافلة.
- المعرفة: تعمل الهيئة على إيصال المعلومة إلى جميع الموظفين والعمال وتحديثها بشكل مستمر وآني، الأمر الذي يتيح الاستثمار في رأس المال البشري الخاص بالهيئة، سواء ما تعلق بمنهاج الاستثمار واتجاهات السوق والأفكار المبتكرة.
- صناعة القرار: تتميز الهيئة بمبدأ المشاركة في اتخاذ القرارات، بهدف تشكيل توجه سليم يعتمد على مشورة جميع الموظفين، خاصة ذوي الخبرات العالية في مجال الإدارة والاستثمار، والتحليل المنضبط والثابت للمعلومات السوقية المتاحة.

(1) بيانات الهيئة العامة للاستثمار في الكويت، متوفر على الرابط الإلكتروني:

<http://www.kia.gov.kw/ar/Pages/Principles.aspx> «13/07/ 2018»

- البحث الميداني: باستقصاء المعلومات من مصدرها، وفهم محركها والمخاطر المرتبطة بها، والتحقق من مصداقيتها.
 - التوجيه: بدعم السياسات التي تساعد على خلق الصناعات الوليدة، والتي تساهم في المشاركة في ترقية الاقتصاد المحلي.
 - القيادة: تولي الهيئة أهمية بالغة لإيجاد مناخ مثالي لمسيرى وقادة المستقبل، وتمكينهم بشكل أفضل لتحقيق أحسن النتائج.
- 2- أهداف الهيئة العامة للاستثمار:** تسعى الهيئة العامة للاستثمار منذ إنشائها إلى تحقيق مجموعة من الأهداف

الداخلية والخارجية التي ذكرها القانون رقم (47) المادة رقم (02)، ومن بينها:⁽¹⁾

- ادخار الثروة البترولية التي تتميز بالنضوب إلى الأجيال المستقبلية؛
 - إدارة وتسيير صندوق الاحتياطي العام (GRF) وصندوق احتياطي الأجيال (FGF)؛
 - تحقيق عائد استثماري محسوب على أساس متوسط متحرك خلال كل ثلاث سنوات يتجاوز المعايير المركبة المعتمدة؛
 - دراسة جميع المخاطر المرتبطة بعمليات الاستثمار⁽²⁾؛
 - تنويع مصادر الدخل الوطني وتحقيق التنمية المستدامة في الكويت؛
 - تسعى الهيئة إلى الالتحاق بركب العالمية والشركات الاستثمارية الناجحة؛
 - تهدف إلى دعم القطاع الخاص وإتاحة الفرص له، دون أن تكون منافساً له؛
 - تحقيق عائدات طويلة الأمد من فائض النفط، وإحلال بدائل له في المدى البعيد؛
- وتتولى الهيئة مسؤولية إدارة صندوق الاحتياطي العام وصندوق الأجيال القادمة من خلال:

❖ صندوق الاحتياطي العام: يمثل خزان إيرادات الدولة الفائزة من بيع النفط زائد عوائد استثماراته المختلفة، حيث

تستخدم أصوله وفقاً لاحتياجات الحكومة، المبنية في التقرير السنوي للموازنة الذي يعرض على البرلمان ومجلس الأمة للمصادقة عليه، حيث تخصم نسبة 10%⁽³⁾ من الدخل الصافي لصندوق الاحتياطي العام إلى صندوق الأجيال القادمة، كما تتضمن أصوله جميع الأصول الحكومية، بما في ذلك مشاركة الكويت في المؤسسات العامة والمنظمات الدولية، وتوزع

(1) سيفين بيرينت، حين يتكلم المال، مرجع سبق ذكره، ص08.

(2) بيانات الهيئة العامة للاستثمار في الكويت، متوفر على الرابط الإلكتروني:

<http://www.kia.gov.kw/ar/Pages/GoalsInvestMent.aspx> «14/07/2018»

(3) Gawdat Bahgat; Sovereign Wealth Funds in the Gulf: An Assessment; op.cit; P29.

استثمارات صندوق الاحتياطي العام في كل من الكويت والشرق الأوسط وشمال إفريقيا وآسيا، حيث يتم إجراء التحويلات اللازمة لميزانية الدولة من الصندوق، وإجراء التحويلات منه لمواجهة النفقات بتشريع قانوني ملزم، كما يتم استثمار جميع إيراداته الناتجة عن استثمارات الصندوق بموجب قانون 106 سنة 1976، حيث يملك الصندوق أصول الحكومة ويستلم عوائدها المالية التي يتم خصم منها نفقات الميزانية المختلفة.

❖ **صندوق الأجيال القادمة:** أنشأ بموجب المرسوم رقم (106) الصادر في سنة 1976 يتضمن تحويل نسبة 50% من رصيد صندوق الاحتياطي العام في ذلك التاريخ، بالإضافة إلى ما لا يقل عن 10% من جميع إيرادات الدولة السنوية، ونسبة 10% من صافي دخل صندوق الاحتياطي العام، على أن تتضمن المسحوبات من صندوق الأجيال بيان تشريعي مصادق عليه من طرف ممثلي الشعب، حيث تدار أصول الصندوق من قبل الهيئة العامة للاستثمار ومكاتبها الموجودة في لندن، وفق إستراتيجية استثمارية داخل وخارج الكويت، معتمدة في ذلك على فئات استثمارية مختلفة، تستند عمليات التوجيه فيها بالتركيز على نمو الناتج الإجمالي العالمي، الرسمة السوقية وعوامل أخرى كقوانين الاستثمار والأنظمة الضريبية وإمكانات النمو المستقبلية، ويستثنى من هذه القواعد البلدان التي ينحرف فيها التوجيه، بسبب وجود ملكيات خاصة وعقارات واستثمارات البنية التحتية، ولا تقتصر الهيئة على إستراتيجية واحدة، بل يتم تحديث استراتيجيات الاستثمار بصفة مستمرة ومنتظمة، وفق تجليات وتطورات الأسواق العالمية⁽¹⁾.

المطلب الثالث: الإدارة التنظيمية للهيئة العامة للاستثمار

تعتمد الهيئة في نجاحها على الموارد البشرية وخصوصاً الأجنبية منها، المتحكمة في عناصر الخبرة وإدارة المخاطر وذات سمعة عالمية في مجال الاستثمارات، كما تستند على نظم للمراقبة الدورية والآنية لمختلف المصالح والإدارات ومرجعية الأسهم والسندات المعتمدة ومقارنتها بالعوائد المعيارية.

(1) بيانات الهيئة العامة للاستثمار في الكويت، متوفر على الرابط الإلكتروني:

<http://www.kia.gov.kw/ar/Pages/KIALOW1982.aspx> ; «14/07/ 2018»

شكل رقم (45): الهيكل التنظيمي للهيئة العامة للاستثمار



المصدر: من إعداد الطالب اعتماداً على بيانات الهيئة العامة للاستثمار في الكويت.

متوفر على الرابط الإلكتروني: <http://www.kia.gov.kw/ar/PublishingImages/testd.png> «14/07/2018»

المطلب الرابع: الخطة الاستثمارية للهيئة العامة للاستثمار

تعمل الهيئة كمستثمر مسؤول عن إدارة أصول الكويت، بحيث تلتزم بجميع القوانين المفروضة في الدول المضيفة، حيث تسعى في كل مناسبة إلى إبراز نواياها التي لا تتضمن الاستحواذ على حصص والسيطرة على الشركات التي يتم الاستثمار فيها، بعد الجدل الكبير الذي صاحب تطور أصول الصناديق السيادية في العالم، وزيادة عدد وحجم استثماراتها الخارجية.

1- مبادئ الاستثمار لدى الهيئة العامة للاستثمار: تعمل الهيئة وفق أسس مدروسة بعناية، وهي:⁽¹⁾

التنوع في الأصول وفي جغرافية الاستثمار، الاعتماد على رأس مال بشري يتمتع بالخبرة والمسؤولية، الاعتماد على نظم إنذار مبكر للمخاطر وكيفية إدارة الأزمات، اعتماد مبادئ الحوكمة والتحلي بالشفافية، منع الاستثمار في الشركات التي تختص في القمار والمشروبات الكحولية والاستثمارات الخاصة بزيادة رأس المال، عدم الاستثمار في إصدار واحد بقيمة تتجاوز 5% من المحفظة الاستثمارية.

2- استثمارات الهيئة العامة للاستثمار:

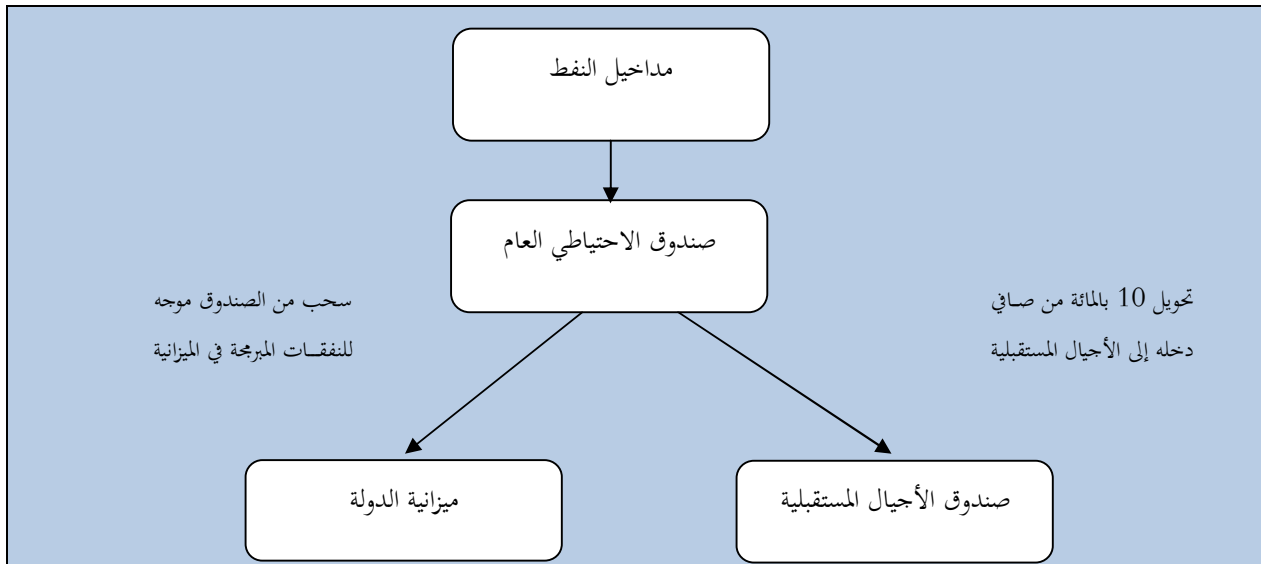
لعل أزمة الرهن العقاري هي الفيصل الرئيسي في استثمارات الهيئة، حيث تسببت في انخفاض أسعار النفط وانخفاض سوق الأسهم بحوالي 40% من قيمتها، وأرغم المستثمرون في سوق الأسهم على الإغلاق، وأجبرت الهيئة على ضخ 5.4 مليار دولار لطمأننة المستثمرين، كما أدى التكتّم عن صفقة شراء حصص في بنك (Merrill Lunch) والإعلان عنها بعد 12 شهراً من العملية، من تعقد موقف الهيئة خاصة بعد انهيار المجمع الأمريكي، وهذا ما دفع بالهيئة إلى محاولة تغيير استراتيجياتها السابقة بشكل أكثر تنوعاً، بالاستثمار في الشرق وبوجه خاص في جنوب شرق آسيا، حيث كانت قد طرحت خطة سابقة باستثمار 50 مليار دولار في اليابان، كما أبدت الهيئة نيتها في رفع حصتها الاستثمارية في البنك الصناعي والتجاري في الصين، التي لم تتجاوز سنة 2004 مبلغ 720 مليون دولار، ولم تكن الهيئة لتهتم بالاستثمار في العملاق النائم، إلا بعد أن اطمأنت للتحفيز التي قدمتها هذه الأخيرة، حيث سمح رئيس الوزراء (وين جيناباو) بقيام الهيئة بالتداول في بورصة شنغهاي بالعملة الصينية (اليوان)، بعدما كانت تستثمر فقط في بورصة هونغ كونغ، وفي تاريخ 06 ديسمبر

(1) بيانات الهيئة العامة للاستثمار في الكويت، متوفر على الرابط الإلكتروني:

<http://www.kia.gov.kw/ar/Pages/INVESTMENT-POLICY-FRAMEWORK.aspx>; «14/07/2018»

2009 قامت الهيئة بتحويل أسهمها الممتازة في سيتي غروب إلى أسهم عادية، ثم باعتها بـ 4.1 مليار دولار لتحقيق ربحاً صافياً قدره 1.1 مليار دولار، وقد وصلت استثمارات الهيئة العامة للاستثمار في الارتفاع لتصل إلى 4.41 مليار دولار سنة 2015 بنسبة 9.17% من حيث إجمالي حجم الاستثمارات التي أقامتها صناديق الثروة السيادية في العالم، أما من حيث العدد فقد وصلت استثمارات الهيئة سنة 2015 إلى 11 مشروع استثماري، بعد صندوق تيماسك بـ 48 مشروع، صندوق (GIC) في سنغافورة بـ 28 مشروع، وصندوق (CIC) الصيني بـ 25 مشروع، جهاز قطر للاستثمار بـ 16 مشروع وجهاز أبو ظبي للاستثمار بحوالي 12 مشروع استثماري⁽¹⁾، وقد قامت الهيئة العامة للاستثمار على المستوى الداخلي باستثمارات في قطاعات متنوعة فاقت 350 مليون دينار كويتي، أما على المستوى الدولي فقد استثمرت الهيئة في سلسلة فنادق سويسرية بحصة وصلت إلى 23.8%، شراء حصة في المجموعة العربية للتأمين في الأردن بلغت 12.35%، حصة في شركة (Gea Group) بنسبة 7.9% وحصة 7.6% في شركة ديامار بنز، كما اشترت الهيئة العامة للاستثمار في الولايات المتحدة الأمريكية بشراء حصة في (City Group) و (Merrill Lunch) بقيمة 6% و 4.8% على التوالي، واشترت حصة في المملكة المتحدة في شركة (BB) بنسبة 1.75%.

شكل رقم (46): العمليات التي تقوم بها الهيئة العامة للاستثمار



Source: Natural Resource Funds and Columbia centre on sustainable Investment; Kuwait, Kuwait's Future Generations Fund; September 2013; p06.

⁽¹⁾ Bernardo Bortolotti; The Sky Did Not Fall Sovereign Wealth Fund annual report 2015 ; op.cit; P38/39.

المطلب الخامس: الحوكمة والتدقيق لدى الهيئة العامة للاستثمار

- من جانب التدقيق والمتابعة الداخلية، تقوم الهيئة العامة للاستثمار بالتركيز على جانب المراقبة الدورية للعمليات الاستثمارية التي تقوم بها، من خلال عدة مكاتب ومحاسبين مكلفين بتحليلات الأداء وتنفيذ الخطط، حيث تشمل:
- التدقيق الخارجي: يتم تدقيق حسابات الهيئة من قبل اثنين من الأربعة الكبار لشركات التدقيق المستقلة في البلاد، بحيث يرفع مٌدقق الحسابات الخارجي تقريره إلى مجلس إدارة الهيئة.
 - لجنة التدقيق المحلي للإدارة: تتشكل من لجنة تدقيق خاصة مكونة من عضوين من أعضاء المجلس المعينين من القطاع الخاص، حيث يتأسس اللجنة وكيل وزارة المالية، وتتم دعوة العضو المنتدب لحضور الاجتماعات الدورية بصفة مراقب.
 - ديوان المحاسبة: تقوم الهيئة بإعداد تقارير دورية موجهة لديوان المحاسبة، الذي يعين موظفين للمراقبة داخل الهيئة.
 - ديوان الهيئة المدنية: يعين الديوان موظفين تابعين له بداخل الهيئة، لمتابعة مدى التزام الهيئة مع متطلبات موارد الإدارة البشرية، باعتبارها كياناً تابعاً للقطاع العام.
 - وزارة المالية: تقوم وزارة المالية بتعيين مراقبين داخل الهيئة، يعملون على التأكد من أن جميع النفقات تحترم القواعد واللوائح الداخلية والقانونية.
 - وحدة القياس وإدارة المخاطر: تهدف الوحدة إلى المراقبة وتحليل الأداء والمخاطر والتعرف على المشاكل، ثم رفع نتائجها إلى الإدارة العليا والتحقق من مخالفات البيانات، كما ترفع تقاريرها إلى العضو المنتدب، بالإضافة إلى هذه الإجراءات تخضع الوحدة للمراجعة من قبل شركتين للتدقيق المحاسبي لحسابات الهيئة⁽¹⁾.
- حيث تسمح هذه الإدارات والأقسام من تمكين الهيئة برفع تقاريرها الدورية إلى كل من وزارة المالية والبرلمان الكويتي، تتضمن جميع العمليات الاستثمارية والميزانية وتفصيل كل الحالات، بالإضافة إلى توجيه التقارير إلى مكاتب التدقيق المحاسبي المستقلة⁽²⁾، إلا أنه رغم كل هذه الإدارات المكلفة نظرياً بالمتابعة والتدقيق في الجهاز، وبالرغم من تطور أصول الهيئة عبر

(1) بيانات الهيئة العامة للاستثمار في الكويت، متوفر على الرابط الإلكتروني:

<http://www.kia.gov.kw/ar/Pages/OVERVIEWFUNDS.aspx>; «14/07/ 2018»

(2) Hamid Talebi; op.cit; p70.

الزمن، إلا أن الهيئة العامة للاستثمار من بين الصناديق السيادية التي تغيب فيها كل مظاهر الشفافية والإفصاح⁽¹⁾، ولا تبدي سوى جزء جد يسير من المعلومات المتعلقة بالأنشطة الاستثمارية الخاصة بها، حيث تستقى المعلومات دائماً من الطرف الآخر للصفقات الاستثمارية، حيث يلزم القانون الكويتي على الهيئة عدم إظهار المعلومات والبيانات المختلفة، مما ولد جدلاً واسعاً في الداخل الكويتي، نظراً للمطالب المتكررة بتوضيح نوع الاستثمارات وتوجهاتها الجغرافية والقطاعية، بالإضافة إلى تحديد علاقة الهيئة بالميزانية العمومية ودورها في تنمية الاقتصاد الكويتي⁽²⁾، وهذا كله نتيجة انعدام الشفافية والحوكمة لدى الجهاز، وكذا غياب التقارير الدورية المرفوعة إلى الرأي العام، مما يوحي بضبابية المشهد وسوء التسيير.

وكتقييم عام للهيئة العامة للاستثمار، يمكننا القول أن الهيئة تفتقر لمقومات الحوكمة والشفافية بشكل كبير، خاصة إذا ما تم مقارنتها بما هو عليه صندوق المعاشات الحكومية العام النرويجي، واتفق في هذا ما تم طرحه من قبل الباحثين (Andrew ressources naturelles, la gestion des fonds de ressources naturelles)Bauer ; fonds de بالإضافة إلى دراسة (Truman; projet de meilleurs pratique pour les fonds souverains)، حول عدم شفافية الهيئة وعدم قدرة المجتمع الكويتي على الاطلاع على سير الهيئة، رغم أن الهيئة من الصناديق السيادية الناضجة سنة (1953) إلا أنها لا تطبق الحوكمة، حيث تم إدراج الهيئة في خانة الشفافية الضعيفة وفق مؤشر لينبرغ مادول، والامتثال الضعيف لمبادئ سنتياغو، في حين جاء تصنيفها في مؤشر ترومان بالجيد (68 نقطة)، وهذا يتجلى بوضوح في غياب جميع معايير الإظهار في الموقع الإلكتروني للهيئة، حيث لا يتم إشهار التقارير السنوية للهيئة ولا عن استثماراتها ولا العوائد المحققة، وهذا الطرح يتوافق مع ما تم الإشارة إليه في مؤشر إدارة الموارد الطبيعية، حيث تصنف الكويت من ضمن الدول الضعيفة في ميدان الشفافية في إدارة الثروات الطبيعية، حيث حققت سنة 2017 المرتبة 33 من ضمن 89 دولة شملها المؤشر⁽³⁾.

(1) Gawdat Bahgat; Sovereign Wealth Funds in the Gulf: An Assessment; Research Paper, op.cit; P30.

(2) سيفين بيرنت، أين صناديق الثروة السيادية من مبادئ سنتياغو، مرجع سبق ذكره، ص 09.

(3) Natural resource governance Institute; indice de gouvernance des ressources naturelles 2017; P04,05.

المبحث الخامس: صندوق الاحتياطي العام للدولة في عُمان (SGSF)

تأسس صندوق الاحتياطي العام للدولة (State general reserve fund- SGSF) في سنة 1980، بموجب المرسوم السلطاني رقم (80/01) الخاص بإنشاء صندوق سيادي للسلطنة، وهو صندوق الثروة السيادي الثاني لسلطنة عمان إلى جانب صندوق الاستثمار العماني (Oman Investment Fund)⁽¹⁾ المؤسس في سنة 2006.

حيث وصل حجم أصول صندوق الاحتياطي العام في شهر جويلية 2018 إلى 18 مليار دولار، حسب إحصائيات معهد صناديق الثروة السيادية، حيث يسعى الصندوق إلى تنويع مصادر الدخل وتحقيق التوازن المالي والمحافظة على الثروة للأجيال المستقبلية، والعمل على استقرار الموازنة ورفع الاحتياطيات من العملات الأجنبية لفائدة السلطنة⁽²⁾.

المطلب الأول: التعريف بصندوق الاحتياطي العام للدولة

يجمع صندوق الاحتياطي العام للدولة في عمان جميع فوائض الإيرادات المترتبة عن صادرات النفط والغاز، الزائدة عن حاجة الحكومة للموازنة العامة للدولة، بحيث يقتضي وجود الصندوق إنشاء مجلس للإدارة ومدير عام، يعمل على تسيير وإدارة الاستثمارات لتحقيق أفضل العوائد المالية في الأجل الطويل، من خلال تنويع المحافظ الاستثمارية عبر مختلف القطاعات الاقتصادية، والمناطق المختلفة من العالم، مع المحافظة على درجة منخفضة من المخاطر، والتطلع إلى معدلات عائد مرتفعة⁽³⁾.

حيث يتمتع الصندوق بالشخصية الاعتبارية والاستقلالية المالية، وتشرف عليه وزارة المالية ووفقاً لقرارات مجلس الشؤون المالية وموارد الطاقة، من خلال التنظيمات التي أدرجت في المراسيم الأميرية المتعاقبة، كما يمول الصندوق من أسعار النفط التي تفوق الأسعار المتنبأة في الخطة التنموية الخماسية المعتمدة من قبل الحكومة، بالإضافة إلى الفوائض المالية المقدرة في نهاية السنة وإيرادات الاستثمارات الداخلية والخارجية للصندوق من جهة، ومن جهة ثانية أرصدة الحكومة أو استثماراتها القابلة للتداول الفائضة لدى الدولة قبل شهر يناير 1980، وجميع الأموال التي تضعها الدولة في ملكية الصندوق⁽⁴⁾.

(1) Bernardo Bortolotti; The Sky Did Not Fall Sovereign Wealth Fund ; annual report 2015; op.cit; p08.

(2) Hamid Talebi; op.cit; p80.

(3) ibid; p81.

(4) بيانات صندوق الاحتياطي العام لعمان، متوفر على الرابط الإلكتروني:

<https://sgrf.gov.om/index.php?r=site%2Findex> ; «15/07/2018»

ويعتبر الصندوق الذراع الاستثماري الرئيسي لسلطنة عمان، فهو يهدف إلى:⁽¹⁾

- تحقيق عائدات جيدة ومستدامة وذات مخاطر قليلة؛
- تعظيم الإيرادات وتطبيق أدنى مقاييس المخاطرة؛
- استغلال الفرص الاستثمارية المتاحة لزيادة العائد وتنويعه؛
- استغلال الفرص الاستثمارية المتاحة عبر فئات ومناطق مختلفة؛
- توفير الثروة للأجيال المستقبلية في الآجال الزمنية الطويلة؛
- المساهمة في التنمية الاقتصادية الداخلية ومساعدة الاستثمار المحلي؛
- جلب الاستثمارات الأجنبية إلى السلطنة من خلال شبكة العلاقات الدولية؛
- تطوير الموارد البشرية والكفاءات الوطنية في القطاعات البنكية والمالية والاقتصادية؛

المطلب الثاني: مراحل تطور الصندوق

صندوق الاحتياطي العام للدولة هو صندوق سيادي موجه للادخار (Saving Fund)، وقد عرف عدة مراسيم تنظيمية منذ تأسيسه، من بينها المرسوم رقم (1996/39)، (1996/69)، (2000/84) والمرسوم رقم (2005/87)، وكلها تهدف إلى توجيه الصندوق لتحقيق مكاسبه وأهدافه على المدى الطويل، وكذا الانسجام مع متطلبات كل مرحلة ومسيرة البيئة الاقتصادية المحلية والدولية، وقد وصلت الأصول المملوكة من طرف الصندوق سنة 2018 إلى حوالي 18 مليار دولار⁽²⁾.

⁽¹⁾ صندوق الاحتياطي العام للدولة، التقرير السنوي 2016، ص07.

⁽²⁾ Bernardo Bortolotti; The Sky Did Not Fall Sovereign Wealth Fund; annual report 2015; op.cit; p08.

جدول رقم (25): كرنولوجيا تطور صندوق الاحتياطي العام للدولة

السنة	الملاحظة
1980	إنشاء صندوق الاحتياطي العام للدولة في عمان؛
1996	مرسوم رقم 1996/39 يمنح صلاحيات لمجلس الشؤون المالية وموارد الطاقة لتنظيم شؤون الموظفين، ورفع المستوى الإداري لوحدة الاستثمار لتصبح دائرة مستقلة تختص بالشؤون الأسواق المالية والعملات والسندات الحكومية؛
1998	تأسيس الشركة العمانية لتنمية الاستثمارات الوطنية وهي أحد أذرع الصندوق على المستوى المحلي؛
2004	القيام بأولى عمليات الاستثمار العقاري بالاستحواذ على حصص في (REGENT WHART) في لندن؛
2006	الاستثمار المباشر في التملك الخاص بشراء 6.1% من أسهم شركة (AWAS) الأيرلندية؛
2008	تأسيس الشركة الفيتنامية العمانية للاستثمار؛
2009	تأسيس شركة عمان بروناي للاستثمار؛
2010	تأسيس الشركة العمانية الأوزبكية للاستثمار؛
2011	تأسيس الصندوق العماني الهندي للاستثمار المشترك؛
2012	تعيين السيد "عبد السلام بن محمد المرشدي" رئيساً تنفيذياً للصندوق بموجب المرسوم رقم (2012/58)؛
2013	اعتماد منظومة اللوائح التنظيمية والحوكمة الخاصة بتسيير الصندوق؛ التوسع في محتوى محفظة الأصول قصيرة الأجل لتشمل الودائع البنكية المحلية؛ توسيع نطاق محفظة السندات العالمية لتضم الأسواق الناشئة والصكوك؛ اعتماد هيكل تنظيمي جديد للصندوق؛ و اعتماد ميثاق لقواعد السلوك المهني؛ إنشاء دائرة جديدة في هيكل الصندوق تختص بإدارة الأصول؛
2014	اعتماد إستراتيجية خاصة باستثمارات الصندوق؛ إطلاق مبادرة محلية تقوم على تشجيع مشاريع البعد الاستراتيجي بالشراكة مع شركات عالمية؛ تأسيس دوائر مختصة في إدارة المخاطر والامتثال والتدقيق الداخلي والإعلام؛
2015	افتتاح أول مكتب تمثيلي للصندوق خارج السلطنة ومقره العاصمة التنزانية دار السلام؛ انضمام الصندوق للمنتدى الثروة السيادية (IFSWF)؛

المصدر: من إعداد الطالب اعتماداً على صندوق الاحتياطي العام للدولة، التقرير السنوي 2014، 2016، ص06، ص07.

المطلب الثالث: الهيكل الإداري الخاص بالصندوق

وصل عدد الموظفين في الصندوق سنة 2016 إلى 199 موظفاً منهم 81.4 بالمائة من السلطنة والباقي من جنسيات مختلفة من العالم، مقسمين على عدة فروع ومكاتب مختلفة، بشكل يضمن توزيع المهام والمسؤوليات بشكل جيد، حيث يتضمن الصندوق المجالس واللجان التالية:

- **الجهة المشرفة على الصندوق:** وهي مجلس الشؤون المالية وموارد الطاقة، حيث تعمل هذه الأخيرة على تحديد الخطط والاستراتيجيات التي يعمل وفقها الصندوق، بالإضافة إلى التأكد من سلامة جميع النشاطات التي يقوم بها، والتقييم

العام للمحافظ الاستثمارية للصندوق، كما تعمل على تعيين أمين الاستثمارات وشركات التدقيق المحاسبي الخارجي، وتقوم كذلك بالمصادقة على الشركات والعملاء التي يمكن للصندوق الاستثمار فيها.

- **مجلس الإدارة:** هو أعلى هيئة في الصندوق، حيث يعمل على تنفيذ السياسات والإشراف عليها، وتنفيذ المراسيم السلطانية المتعلقة بالصندوق، كما يقوم بتوجيه الإرشادات، والموافقة على توزيع الأصول، واختيار المؤسسات التي يستثمر فيها، ومراقبة العوائد المالية المترتبة عليها، وكذا حجم المخاطر ودليل السياسات والإجراءات والمصادقة على الموازنة الخاصة.

- **لجنة التدقيق:** تعين من قبل مجلس الإدارة وتضم أربع أعضاء منهم على الأقل واحد ذو خبرة في الميدان المالي، حيث تعمل على المراقبة الداخلية من خلال المتابعة المستمرة لنشاطات الصندوق، وسلامة البيانات المقدمة وتحليلها محاسبياً.

- **لجنة الاستثمار:** وهي اللجنة المختصة بالعمليات الاستثمارية التي يقوم بها الصندوق، حيث تهدف إلى تدقيق الخطط الاستثمارية ومراجعة المحفظة الاستثمارية، وتعمل على مراقبتها ومتابعتها بشكل دوري ودائم، كما يسمح اختصاصها بتقديم التوصيات التي تراها ضرورية، وبإمكانها أن تقترح التعديلات اللازمة لذلك.

- **اللجنة الإدارية:** تعمل على مرافقة المدير التنفيذي في المهام والمسؤوليات الموكلة إليه، من خلال توفير نوع من التنسيق بين الأجهزة المختلفة لصندوق الاحتياطي العام للدولة، كما تقوم باقتراح المبادرات الضرورية لنجاح عمل الصندوق.

- **لجنة تقنية المعلومات:** تم تأسيس هذه اللجنة في شهر ديسمبر سنة 2013، حيث تعمل على وضع سياسة لحفظ الأمن وتقنية المعلومات لصندوق الاحتياطي العام للدولة، كما تعمل على إيجاد الخطط المناسبة التي تعمل على توافق العمليات التشغيلية والأهداف المسطرة⁽¹⁾.

- **لجنة المناقصات الداخلية:** وهي لجنة مختلطة إدارية، تضم ممثلي عن الصندوق وممثل عن وزارة المالية، تهدف إلى متابعة الإجراءات القانونية والإدارية للصفقات الداخلية التي يبرمها الصندوق.

- **لجنة الموارد البشرية:** تسهر على جميع النواحي المرتبطة بالموارد البشرية العاملة في الصندوق، فيما يخص المتابعة والتكوين والترقية والتحفيز ونظام الأجور والعلاوات...، ففي مجال التدريب استفاد العديد من الموظفين بالصندوق من دورات

(1) صندوق الاحتياطي العام للدولة، التقرير السنوي 2016، ص 50.

تكوينية وتدريبية شملت 26 دورة تدريبية، استفاد منها 07 موظفين للدورات الفردية الطويلة، 98 موظف للدورات الفردية القصيرة، وأربع موظفين للتدريب على العمل خارج السلطنة مع المؤسسات الشريكة، 16 موظفاً وجهوا لمزاولة الدراسات الأكاديمية، 07 موظفين للشهادات المهنية، ودفعة واحدة من الموظفين للتكوين على برنامج تطوير القادة⁽¹⁾.

المطلب الرابع: إستراتيجية الاستثمار الخاصة بالصندوق

يعتمد الصندوق بشكل أساسي على استثماراته الخارجية (إلى جانب تمويل الاستثمارات الوطنية والشركات التي يساهم فيها)، حيث تتميز منهجية الاستثمار في الصندوق بقدر عالٍ من التنوع في القطاعات والمناطق الجغرافية المختلفة من العالم، وهذا لكسب القدرة على المناورة عند حدوث الاضطرابات، والأزمات وتفادي المخاطر بشكل أكثر سرعة وأكثر مرونة، بحيث نجد أن استثمارات الصندوق تعتمد على الخصائص المتصلة بالدولة المضيفة، كالأمن الديمغرافية، صعود الطبقة المتوسطة، مدى تطور نظم الاتصالات والمعلومات، تعدد مراكز القوى واتساع رقعة المدن، شح أو توفر الموارد الطبيعية.

1- المحفظة المرجعية لاستثمارات الصندوق: تشمل استثمارات الصندوق الأسواق العامة (الأسهم العالمية وسندات الدخل الثابت والأصول قصيرة الأجل)، واستثمارات الأسواق الخاصة (التملك الخاص والعقارات، حيث يقسم الصندوق نسبة تتراوح من 35% إلى 65% في الأسواق العامة وفي الأسواق الخاصة⁽²⁾.

جدول رقم (26): توزيع المحفظة الاستثمارية لصندوق الاحتياطي العام للدولة سنة 2016 (الوحدة: %)

الأصول	الحد الأدنى %	التوزيع المستهدف	الحد الأقصى %
مجموع الأسواق العامة	35	50	65
الأسهم	20	30	40
السندات	05	15	25
الأصول قصيرة الأجل	-	05	20
مجموع الأسواق الخاصة	35	50	65
التملك الخاص	25	35	45
العقارات	05	15	25

المصدر: من إعداد الطالب اعتماداً على صندوق الاحتياطي العام للدولة، التقرير السنوي 2016، ص 24.

⁽¹⁾ صندوق الاحتياطي العام للدولة، التقرير السنوي 2016، ص 24.

⁽²⁾ بيانات صندوق الاحتياطي العام لعمان، متوفر على الرابط الإلكتروني:

<https://sgrf.gov.om/index.php?r=site%2Findex> «15/07/2018»

وقد وصل متوسط العائد السنوي للصندوق في الفترة (1980-2016) إلى 7.0% كما حقق الصندوق عائداً على الاستثمار الداخلي لمحفظه صناديق الأسهم الخاصة منذ إنشائها نسبة 8.2%، في حين وصل عائد محفظة الأسهم العالمية سنة 2016 إلى 8.6%⁽¹⁾.

جدول رقم (27): بعض الصفقات الاستثمارية للصندوق حتى سنة 2016

النسبة	البلد الأم	التخصص	الشركة
20.4%	الهند	شركة موانئ	Bharat
32.2%	اسبانيا	التقنية والدفاع	Escribano
29.0%	موزنبيق	إنتاج مادة التيتانيوم	Kenmere Resources
18.1%	الكونغو الديمقراطية	استراليا	Kore Potash
-	الولايات المتحدة	التعليم	Cadence Education

المصدر: من إعداد الطالب اعتماداً على صندوق الاحتياطي العام للدولة في عمان، التقرير السنوي 2016، ص39.

2- التوزيع الجغرافي لاستثمارات الصندوق:

يستثمر صندوق الاحتياطي العام للدولة في حوالي 25 بلداً حسب تقديرات سنة 2016، حيث يتواجد في الولايات المتحدة الأمريكية، فرنسا، المملكة المتحدة، إيطاليا، بلغاريا، تركيا، روسيا...، مثل شراء حصص في كومبورت في تركيا، إس أن أس في تايوان، فنادق دبل تري هيلتون في لندن، فندق فوزسيزون ببودابست، ميستوبيشي فيوسو، ستارمول في الصين، ريفرسايد في نيويورك...

جدول رقم (28): التوزيع الجغرافي للمحفظة الاستثمارية للصندوق 2016 (ما عدا الأصول قصيرة الأجل)

النسبة %	المنطقة
40	دول متقدمة في أمريكا
01	دول ناشئة في أمريكا
19	دول متقدمة في أوروبا
02	دول ناشئة في أوروبا
05	دول ناشئة في آسيا
25	دول الشرق الأوسط وإفريقيا الناشئة
07	دول آسيا المطلة على المحيط الهادي
01	دول أخرى

المصدر: من إعداد الطالب اعتماداً على صندوق الاحتياطي العام للدولة في عمان، التقرير السنوي 2016، ص25.

⁽¹⁾ صندوق الاحتياطي العام للدولة، التقرير السنوي 2016، ص17.

التملك الخاص في العالم، وتنقسم الاستثمارات في التملك الخاص إلى الفئات التالية: الاستثمارات المباشرة، الصناديق الاستثمارية، والاستثمار عن طريق الاتفاقيات المشتركة.

- **الشراكة مع الدول الصديقة:** يعتمد الصندوق على التعاقد مع العديد من الشركات الصديقة، مثل الشركة الفيتنامية العمانية للاستثمار، الصندوق العماني الهندي المشترك للاستثمار، الشركة العمانية الأوزبكية للاستثمار وشركة عمان بروناي للاستثمار.

- **المبادرات المحلية:** وتشمل هذه الاستثمارات الصناعات الغذائية، صناعات مواد البناء، قطاع الخدمات الصحية، الخدمات اللوجستية، الصناعات الدوائية، صناعات التعدين...، بحيث يعمل الصندوق على التركيز على المبادرات المحلية والاستثمارات الإقليمية والدولية المختلفة، بهدف ضمان مستقبل أفضل للأجيال المستقبلية⁽¹⁾.

المطلب الخامس: حوكمة صندوق الاحتياطي العام للدولة

للصندوق شخصية اعتبارية ومركز مالي خاص مستقل عن الحكومة، حيث يتولى مجلس الشؤون المالية والقانونية وموارد الطاقة بالسلطنة عملية تنظيم والإشراف على الصندوق، كما يتولى المجلس التنفيذي المعين من قبل مجلس الشؤون المالية والقانونية وموارد الطاقة عملية إدارة وتنفيذ الاستراتيجيات، وهو مسؤول من الناحية القانونية عن كل نشاطاته، ويتضمن صندوق الاحتياطي العام في السلطنة أنظمة رقابة وتحكم داخلي متعددة الأطراف، تشمل:

- **دليل الحوكمة:** وهو برنامج يوضح المهام المنوطة بعدد من اللجان والوحدات، وصلاحيات مجلس الشؤون المالية وموارد الطاقة، ومهام وصلاحيات مجلس الإدارة والجهاز التنفيذي، ودليل إدارة المخاطر، ومهام اللجنة الإدارية ولجنة الاستثمار، وآليات اختيار الأعضاء وتوثيق الاجتماعات.

- **نظام الإبلاغ عن المخالفات:** وهو نظام اعتمده الصندوق للإبلاغ عن كل الممارسات المشبوهة وغير القانونية لأنظمة العمل والصفقات والعقود، حيث يحمي القانون كافة الأشخاص المبلغين عن هذه التجاوزات ويكفل لهم سرية الهوية.

(1) بيانات صندوق الاحتياطي العام لعمان، على الرابط الإلكتروني:

<https://sgrf.gov.om/index.php?r=site%2Fpages&slug=our-investments#RealEstate> ; «15/07/2018»

- **التدقيق الداخلي والخارجي:** يخضع الصندوق لثلاث مستويات من الرقابة، بدءاً بلجنة التدقيق الداخلي التي تعد وتدقق في البيانات وفي تعاملات الصندوق، والتي تقل عن تلك المذكورة في مجلس المناقصات، كما يرفع مجلس الإدارة بتوصياته الخاصة بتعيين مدقق حسابات خارجي، بالإضافة إلى تدقيق جهاز الرقابة المالية والإدارية للدولة المستقل، الذي يعمل على تقديم الملاحظات التي يراها ضرورية⁽¹⁾.

وعلى العموم يمكننا تقييم صندوق الاحتياطي العام للدولة في عُمان، على أنه صندوق مماثل للصناديق السيادية في منطقة مجلس التعاون الخليجي من حيث التكنم والضباية، ففي حين نرى التطور الواضح للصندوق العماني من حيث التنوع الجغرافي والقطاعي وتطور العائد المسجل منذ تأسيس الصندوق سنة 1980 إلى غاية سنة 2016، إلا أننا لا نكاد نرى توضيحات وافية حول تفصيلات الاستثمار والموازنة الخاصة بالصندوق ونظام إدارة المخاطر، مثل ما هو معمول به في صندوق المعاشات الحكومية العام النروييجي، وهذا ما يؤكد استطلاع ترتيب الصندوق ضمن مؤشرات الحوكمة المدروسة، حيث نجد أن الصندوق غير مدرج تماماً ضمن قائمة التصنيفات للامثال لمبادئ سنتياغو، في حين حقق الصندوق النقطة (04) على مؤشر لينبرغ مادول، بالإضافة إلى النقطة (52) على مؤشر ترومان^(*)، مما يعني أن الصندوق يعاني من مستويات شفافية ضعيفة وبحاجة إلى إصلاحات في مجال الحوكمة والشفافية، وتقديم التقارير الفصلية حول عملياته وتحديد دقيق للقواعد الموازية التي تتم في الصندوق، وترتيبات الاستثمار وتقدير المخاطر.

(1) صندوق الاحتياطي العام لعمان، التقرير السنوي 2016، ص 26.
 (*) صنفت عمان من بين الدول التي تتميز بإدارة متوسطة لمواردها الطبيعية، حيث جاءت في المرتبة 39 عالمياً، مما يوحي بضرورة تطبيق إصلاحات جذرية لنظام الحوكمة في السلطنة، خاصة على مستوى الصندوقين السياديين، اللذان يديران أصول الدولة من فوائض الموارد الطبيعية، والتي من المفروض أن يستفيد منها جميع أفراد الشعب، وأن تحتفظ بالثروة للأجيال المستقبلية. أنظر تقرير مؤشر حوكمة الموارد الطبيعية لسنة 2017 (Natural resource) (gouvernance Institute; indice de gouvernance des ressources naturelles 2017; P03.

خلاصة:

تختلف نماذج إدارة صناديق الثروة السيادية من حيث الأهداف والاستراتيجيات الاستثمارية، فليس هناك مرجعية واحدة تجمع كل هذه الصناديق السيادية، حيث لكل صندوق خصائص ومميزات معينة، لا سيما في مجال التوزيع القطاعي والجغرافي للمحفظة الاستثمارية، ولعل من أبرز تجارب صناديق الثروة السيادية نجد صندوق المعاشات الحكومية العام النرويجي، الذي يعمل وفق منهجية مثالية في تسيير محفظته الاستثمارية، معتمداً في ذلك على مركّزات قوية تتضمن الإطار البشري والكفاءات ونظام فعال للحكومة والمراقبة.

والنتيجة التي تستخلص من تجارب صناديق الثروة السيادية المدروسة، أن نجاح الصندوق يتطلب إطار مؤسسي خاص، تعتمد فيه على كفاءات حقيقية وعلى كوادر ذات خبرة واسعة في ميدان المال والأعمال والاستثمار على المستوى الداخلي والخارجي، كما يمكننا القول أن صناديق الثروة السيادية المستقلة عن الجهاز الحكومي التي تمارس نشاطاتها بعيدة عن الاملاءات الحكومية، تكون لها فرصة النجاح أكبر من غيرها، لأنها تسعى إلى تحقيق أهدافها المالية والاقتصادية دون الضغوط ودون القيود التي تفرضها الميزانيات الداخلية.

إلى جانب ركن أساسي وفرض من فروض نجاح صندوق الثروة السيادي، وهو توفير مبادئ الحكم الراشد والشفافية والرقابة أو المساءلة، وهي المبادئ والمعايير الأساسية لإنشاء صندوق ثروة سيادي، والتي سيتم اختبارها وتقييمها على مستوى صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر، وتحديد أوجه النقص والتدابير الكفيلة باستحداث مقترح صندوق سيادي وفق المعايير المذكورة سابقاً .

الفصل الرابع
قواعد إدارة الصناديق السيادية
ومتطلبات إنشاء صندوق سيادي
للجزائر

تمهيد:

تشير تجارب الصناديق السيادية المذكورة في الفصل السابق، إلى أهمية إرساء قواعد صارمة في الإدارة والتسيير والاستثمار، لتحقيق أهداف الاستمرار والتطور عبر الزمن، حيث تتجلى هذه المبادئ في بناء هيكل مؤسسي قوي مبني على أسس الحكم الرشيد، إتباع قواعد العمل الموازي في ميدان الإيداع والإنفاق، إتباع قواعد الاستثمار خاصة فيما يخص دراسة العائد وحجم المخاطر، شفافية المعطيات والبيانات الصادرة عن الصندوق، وأخيراً تفعيل أسس الرقابة الجيدة على أشغاله، وهي القواعد والميكانيزمات الكفيلة بنجاح صندوق الثروة السيادي.

ويعد صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر صندوقاً سيادياً أسس في سنة 2000، نتيجة تحسن بعض المؤشرات الاقتصادية، حيث يهدف إلى تخفيض المديونية العمومية الداخلية والخارجية، وكذا العمل على حماية الميزانية العمومية من تقلبات أسعار النفط في الأسواق الدولية وانخفاضها دون السعر المرجعي المحدد.

ولإثراء هذا الفصل فقد قمنا بتقسيمه إلى ثلاث مباحث، نطلق من خلالها عبر دراسة وتحليل المبادئ والمعايير الأساسية لإنشاء صندوق سيادي ضمن المبحث الأول، ثم نقوم بتقييم صندوق ضبط الإيرادات على أساس المعايير السابقة في المبحث الثاني، ثم تصب هذه الدراسة في اقتراح صندوق سيادي للجزائر قادر على مواكبة النجاحات التي حققتها باقي الصناديق السيادية العالمية في المبحث الأخير.

المبحث الأول: المبادئ والمعايير الأساسية لإنشاء صندوق سيادي

تسعى العديد من الدول الغنية بالموارد الطبيعية كالنفط أو الغاز الطبيعي أو المعادن...، أو تلك الدول التي تمتاز بفواض عالية للمالية العامة أو التجارة الخارجية...، على إنشاء صندوق ثروة سيادي للقيام بعملية إدارة الأموال الضخمة، إما لاستغلالها في أوقات العجز أو ادخارها للأجيال المستقبلية، أو لتمويل العمليات التنموية، أو لقيام مشاريع استثمارية بشكل أكثر كفاءة⁽¹⁾، لذلك فإن الخطأ المقصود أو غير المقصود في إدارة الأموال العامة، يؤدي إلى نتائج وخيمة وإلى إهدار أصول مالية ضخمة.

وعليه فإن تحقيق الصندوق للأهداف الاقتصادية المطلوبة يتطلب وفق العديد من الدراسات إرساء بعض من القواعد الأساسية في عمل الصندوق السيادي، لا سيما في مجال بناء هيكل العمل والحوكمة، العمل وفق قواعد الميزانية، العمل على استراتيجيات استثمار دقيقة، شفافية المعطيات والبيانات، الرقابة على عمل الصندوق⁽²⁾.

المطلب الأول: بناء الهيكل المؤسسي والحوكمة

سنقوم في هذا المطلب بدراسة هيكل الصندوق السيادي وأهميته، والمتطلبات الأساسية في تكوينه واختيار الموارد البشرية اللازمة لإدارته، وكذا شروط حوكمته بناء على المعايير المعتمدة من قبل المؤسسات الدولية.

1- الهيكل المؤسسي: للصناديق السيادية شكلان أساسيان فيما يخص نظام الإدارة والتسيير الداخلي، حيث نلاحظ

بعض الصناديق السيادية التي تحتكم إلى هيكل إداري منظم تحكمه علاقات قانونية مع باقي المؤسسات الأخرى في الدولة⁽³⁾، مثل جهاز أبو ظبي للاستثمار أو الهيئة العامة للاستثمار في الكويت أو صندوق الاستقرار الاجتماعي والاقتصادي في الشيلي، وهناك البعض الآخر من الصناديق السيادية التي لا تمتلك هيكل إدارية خاصة بها، وتدار من قبل وزارة المالية أو أحد فروع البنوك المركزية، مثل ما هو الحال في صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر، وغالباً ما ينزاح الهيكل المؤسسي للصندوق السيادي وفق الأهداف المسطرة له، حيث تختلف التركيبة الفنية للصندوق المخصص للاستقرار عن الصندوق الذي

(1) Fmi; Le Fmi va définir des pratiques optimales avec les fonds souverains; op.cit; p61.

(2) Andrew Bauer; fonds de ressources naturelles, op.cit; p01.

(3) Caroline Bertin Delacour; Les fonds souverains; op.cit; p57.

يقوم باستثمارات وطنية وأجنبية متنوعة⁽¹⁾، وتشير دراسة (Ashby, Nowacki) أن الصناديق المستقلة عن التوجيهات الحكومية والسياسية غالباً ما تكون ناجحة أكثر من المقيدة بالتعليمات الحكومية، حيث يؤدي تملك الحكومات للمشاريع إلى الفشل وسوء التسيير، حيث يقتصر دور الحكومات في زيادة الحوافز وتخفيض مستوى التدخل، ولذلك يتطلب نجاح الصناديق السيادية هيكل إداري مستقل ذو إطارات ذات كفاءة عالية، وهذا لتحقيق الأهداف متوسطة وطويلة الأجل، كما يتطلب نجاح الصندوق السيادي فصل الجهة المالكة عن الجهة المسيرة للصندوق، حيث تعمل الأولى على وضع الخطط بينما تقوم الجهة الثانية بتنفيذ هذه الخطط وفق استراتيجيات معينة⁽²⁾.

ويشمل الهيكل الإداري للصندوق مدير عام وبناء هرمي يضم الوحدات الفرعية المختصة والمكاتب ووحدات التدقيق المحاسبي الداخلية والمستقلة، حيث يسمح التقسيم الإداري من توضيح المهام بدقة وعلاقة كل جهة بالأخرى، خاصة بين وزير المالية، مديري الصندوق، السلطة التشريعية، المسيرين الخارجيين...، مثل ما يعمل وفقه صندوق مبادلة، صندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج، جهاز أبو ظبي للاستثمار...⁽³⁾، كما يمنح التقسيم الهيكلي الجيد من زيادة الشفافية والروابط الأساسية في التحاور والاتصال، وكذا الوصول إلى النتائج التي ترسمها السلطات الحكومية وإدارة الصندوق سواء ما يتعلق بالادخار أو الاستقرار، ويقضي الهيكل المؤسساتي على الاختلالات التي يمكن أن تصيب إدارة الصندوق السيادي، وأي تحولات في إستراتيجية الاستثمار أو سبل الإيداع والسحب (المبدأ رقم 06 من مبادئ سنتياغو- أنظر الملحق رقم 01)*، حيث تتولى كل إدارة من هذا الهيكل المبين في الدساتير الوطنية، القوانين، اللوائح التنظيمية، مسؤوليتها الكاملة عن الإخفاقات الإدارية والتجاوزات المالية، كما يسمح الهيكل المؤسساتي الخاص بالصندوق باقتراجه من شكل الشركات الخاصة التي تسعى إلى النجاح، من خلال التعاقد مع مسيرين أكفاء وذوي خبرات عالية وطنيين أو أجانب، والأمر الذي يفرض وجود

(1) Andrew Rozanov ; fonds souverains: définir les engagements; op.cit ; p306.

(*) يعمل صندوق الثروة السيادية في ظل إطار سليم للحكومة محدد تقسيماً واضحاً وفعالاً للأدوار والمسؤوليات، بما يسهل المساءلة والاستقلالية التشغيلية في إدارة الصندوق سعياً لتحقيق أهدافه، أنظر (حمد السويدي وهاجما كاروانا، مرجع سبق ذكره، ص10).

(2) Ashby H. B. Monk and Caroline Nowacki; op.cit; p08.

(3) أنظر هيكل الحكومة في جهاز أبو ظبي للاستثمار: متوفر من خلال التقرير السنوي 2017، على الرابط الإلكتروني:

<http://www.adia.ae/En/pr/2017/> le 30 mai 2018 à 20^h.42

هيكل إداري للصندوق السيادي، هو التساؤل الذي يمكن أن نطرحه في قابلية وجود هيكل للوزارات المختلفة في الدولة التي تدير في بعض الأحيان مخصصات مالية لا تعد أن تقارن بأصول الصندوق السيادي⁽¹⁾.

1-1 مكونات الهيكل المؤسسي: يتكون الهيكل المؤسسي للصندوق السيادي من الهيئات والمصالح الآتية:⁽²⁾

1-1-1 الهيئة العليا للصندوق: تتضمن الهيئة العليا للصندوق من الهيئة التشريعية والتنفيذية ومجلس المحافظين للبنك

المركزي، حيث تعمل هذه الهيئة على المصادقة على عمليات الإيداع والسحب، المصادقة على قرارات المسيرين، اختيار مديري الإدارة للصندوق (المبدأ السابع من مبادئ سنتياغو الذي يشير إلى أن الجهة المالكة تتولى تعيين كبار المسيرين في الصندوق)، وعادة ما تتمثل هذه الهيئة في مجلس إدارة الصندوق مثل ذلك الموجود في جهاز أبو ظبي للاستثمار، حيث تعمل هذه الهيئة على متابعة مديري الصندوق ومراقبتهم وتقييمهم وفق الأهداف التي تم تسطيرها للصندوق السيادي⁽³⁾.

1-1-2 الهيئة الاستشارية: تتألف الهيئة التشريعية من مجموعة واسعة من الخبراء والقانونيين والأكاديميين، حيث تعمل

الهيئة على تقديم الاستشارات القانونية والإدارية اللازمة لعمل الصندوق، كما تسمح بتوضيح طرق ومناهج الاستثمارات، وحتى مراقبة عمليات الإيداع والسحب من الصندوق، ويمكن أن تضم هيئة المستشارين خبراء أجنبية، بحيث يكون دورهم جد إيجابي في رسم السياسات والاستشراف، مثل الهيئة الاستشارية في ألاسكا أو المجلس الاستشاري للتوظيفات في غانا⁽⁴⁾، وفي هذا الإطار قام صندوق الاستثمارات العامة السعودي بالتعاقد مع (Andrew Liveris) رئيس مجلس الإدارة السابق للمجمع الأمريكي (داو شيميكال)، من أجل تقديم الاستشارات اللازمة للصندوق في مجال الاستثمارات الصناعية⁽⁵⁾.

1-1-3 هيئة مسؤولي الصندوق: هيئة مسؤولي الصندوق هي الهيئة التي تسمح بإجراء عمليات الإيداع والسحب

والاستثمار والتحويلات، حيث يمكن أن يرأسها رئيس الدولة، الوزير الأول، وزير المالية، أو وكلاء من وزارة المالية أو من البنك

(1) حمد السويدي وهاما كاروانا، المبادئ والممارسات المتعارف عليها، المدة والغرض الخاص، صندوق النقد الدولي، أكتوبر 2008، ص 10.

(2) Andrew Bauer; fonds de ressources naturelles, op.cit; p39.

(3) Ashby H. B. Monk and Caroline Nowacki; op.cit; p10.

(4) Andrew Bauer; fonds de ressources naturelles, op.cit; p41.

(5) Reuters; Le fonds souverain saoudien recrute l'ex-PDG de Dow Chemical;

<https://fr.reuters.com/article/frEuroRpt/idFRL8N1VO0GI>; 2 September 2018 / 16:17.

المركزي أو حتى وحدات خاصة مثل أجهزة الرقابة، يمكن أن تمنح لها صلاحيات واسعة في مراقبة الإدارة والتسيير، والعمل على مراقبة تنفيذ الاستثمارات والتقيد بعمليات الفوقية.

1-1-4 هيئة مسيري الصندوق: يعد اختيار مسيري الصندوق أحد أهم الخطوات اللازمة لبناء الصندوق السيادي، باعتبارهم المسؤولين عن تحقيق الأهداف المختلفة⁽¹⁾، حيث تتكون هيئة المسيرين من إدارات وزارة المالية أو البنك المركزي وفي بعض الحالات تكلف الوحدات المستقلة بهذه العملية، وتقوم هيئة مسيري الصندوق بمهام العمليات الدولية، تقديم النصائح لمصلحة تسيير الاستثمارات، واختيار المسيرين الخارجيين وتقديم التقارير إلى الهيئات الوصية، ويمكننا الإشارة إلى بعض أنواع هيئات التسيير في الصناديق السيادية:

- **وزارة المالية:** مثل الصندوق السيادي في ألاسكا.

- **البنك المركزي:** مثل صندوق الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي في الشيلي.

- **إدارات خاصة:** مثل جهاز أبو ظبي للاستثمار، صندوق البيرتا، الهيئة العامة للاستثمار.

- **مؤسسات خارجية:** مثل صندوق ألاباما في الولايات المتحدة الأمريكية.

1-1-5 مجلس الإدارة والمراقبة: يقوم بالمصادقة على ميزانية الصندوق ودراسة وتقييم التغيرات الواردة على

استراتيجيات توزيع الأصول الاستثمارية، بالإضافة إلى المصادقة على تغييرات إدارة المخاطر، فمثلاً يقوم البرلمان بالرقابة على

أعمال الصندوق السيادي النرويجي⁽²⁾، صندوق ألاسكا، صندوق ترينيداد وتوباغو، في حين يتولى رئيس الدولة عمليات مراقبة

صندوق أذربيجان وكازاخستان، بينما نجد أن وزير المالية هو من يراقب صندوق الشيلي مثلاً أو روسيا، أما في بعض الحالات

فنجد أن المراقبة توكل إلى مجلس المحافظين للبنك المركزي مثل صندوق بتسوانا.

(1) Ashby H. B. Monk and Caroline Nowacki; op.cit; p10.

(2) Nbim; annual report 2017; p22.

1-1-6 المجلس التنفيذي أو المدير العام: توكل إليه مهام متابعة كل عمليات الاستثمار، دراسة ميزانية الصندوق

والعمل على مراقبة تنفيذها، الإشراف على عمليات التوظيف الخاصة بمديري الأعمال، الموارد البشرية، التكوين... كما يعمل المجلس التنفيذي على تقديم استراتيجيات العمل والهيكلية، ومتابعة وتسيير مكاتب المحاسبة الداخلية.

1-1-7 مكتب التنظيم: يعمل مكتب التنظيم على القيام بعمليات تقديم التقارير الدورية الصادرة عن المجلس التنفيذي إلى

الهيئات الخاصة بالمتابعة والتقييم، كما يعمل على تنسيق العمل مع كل من مكاتب المحاسبة الداخلية والخارجية⁽¹⁾.

1-1-8 مكتب إدارة المخاطر: يعمل هذا المكتب على دراسة وتحليل معدلات المخاطر، والتدقيق في جميع العمليات

والقروض التي يقدمها الصندوق، وكذا المخاطر السوقية والتشغيلية ومخاطر الائتمان التي يتعرض لها، وفي هذا الصدد تشير مبادئ سنتياغو (المبدأ رقم 22) إلى ضرورة تبني إستراتيجية واضحة لإدارة المخاطر⁽²⁾، من خلال نظام الإبلاغ عن البيانات في الوقت المحدد، مع الإفصاح المباشر عن المنهج العام المعتمد عليه، ولذلك تقوم العديد من الصناديق السيادية بالتركيز على هذا المحور الهام، فمثلاً يوجد في جهاز أبو ظبي للاستثمار هيئة خاصة لإدارة المخاطر تحت إشراف مباشر من المدير العام، الذي تقع عليه مسؤولية إدارة المخاطر في الجهاز، لذلك نجده يعتمد على العديد من المكاتب والأقسام مثل قسم الخدمات والإستراتيجية، قسم التخطيط والتقييم والمتابعة، قسم التدقيق الداخلي وقسم الشعب القانونية⁽³⁾.

1-1-9 مكتب الاستثمار: يقوم بالبحث على الأسواق وفرص الاستثمار فيها، متابعة وتنظيم عمل المسيرين الأجانب،

التحضير الدوري للتقارير المتعلقة بسير العمليات، وفي تجربة صندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج توكل هذه المهام إلى مصلحة الاستثمارات، التي تشرف على الإدارات الخارجية الموزعة على مكاتب الصندوق، حيث تقوم المصلحة بمتابعة نشاطات الأسواق والبحث عن فرص الاستثمار ذات العائد المرتفع والمخاطر المتدنية⁽⁴⁾.

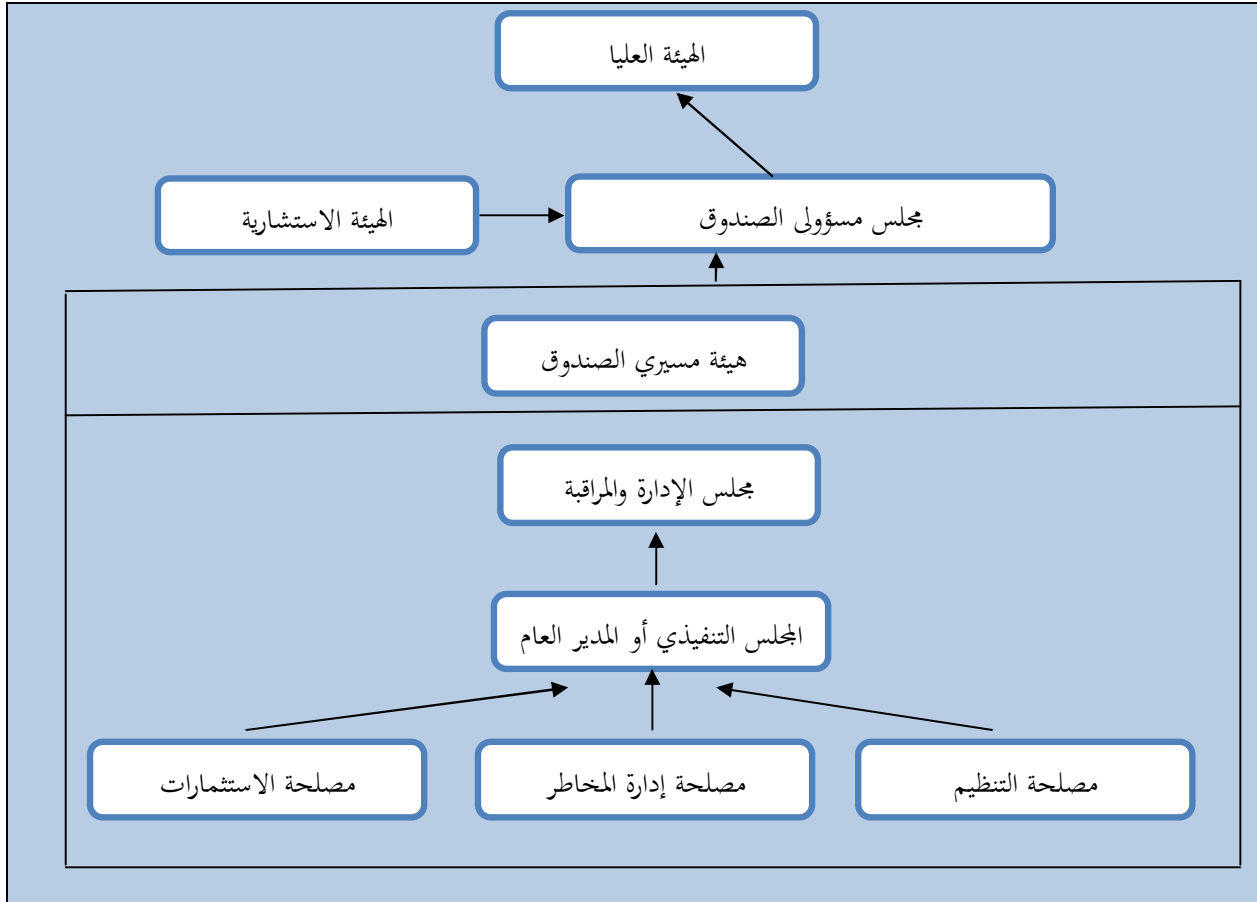
(1) Andrew Bauer; fonds de ressources naturelles, op.cit; p39.

(2) حمد السويدي وهابما كاروانا، مرجع سبق ذكره، ص12.

(3) Abu Dhabi Investment Authority; review 2017; P36.

(4) NBIM; annual report 2017 ;p67.

شكل رقم (48): الهيكل المؤسسي المطلوب للصناديق السيادية



Source: Andrew Bauer; fonds de ressources naturelles; op.cit ; p39.

إن أهمية الصناديق السيادية وفعاليتها وجودها في الاقتصاد، إنما تتحدد ضمن الإطار المؤسسي التي أنشأت فيه، فدولة المؤسسات بكل مقتضياتها، لا يمكنها أن تسمح بممارسة أنشطة اقتصادية في جو من الضبابية والتكتم وعدم الإفصاح، حيث أن سلبات هذه الأخيرة تكمن في استباحة التبذير والفساد التي تؤدي إلى تآكل أصول الصندوق عبر الزمن⁽¹⁾، وعليه فمن المهم على دولة القانون أن تسعى إلى إنجاح النظام المؤسسي وتعزيز الحكم الراشد وإدارة المعلومات⁽²⁾، حتى يساهم في تدعيم السلوك الرشيد لسير المؤسسات بشكل عام والصندوق السيادي بشكل خاص، كما ينبغي إصلاح نظم المالية العمومية وأسلوب الإنفاق من الصندوق السيادي⁽³⁾، وفي ذلك يقول الأستاذ (Sven behrendt)⁽⁴⁾ أن الحوكمة أساس

⁽¹⁾ ايريك لو بورينو وإبراهيم الجمالي، صندوق سيادي للبنان: توصيات أولية، جريدة السادسة العدد 05، بيروت 2014، ص 69.

⁽²⁾ Ashby H. B. Monk and Caroline Nowacki; op.cit; p08.

⁽³⁾ The wall street journal; Sovereign-Wealth Funds Threatened by Government Spending Kazakhstan's experience shows how fast these funds can dwindle; op.cit.

⁽⁴⁾ سفين بيرينت، حين يتكلم المال، مرجع سبق ذكره، ص 26.

ومستقبل لصناديق السيادية، إذ أن الافتقار للشفافية والحكم الراشد يحدث غموضاً لدى المستثمرين الآخرين، وعدم الامتثال لقواعد الحوكمة من شأنه أن يفقد الثقة في الدواعي التجارية لاستثماراتهم على المستوى العالمي.

كما تساهم الإدارة النشطة والمقتدرة المكلفة بتسيير صندوق الثروة السيادي من نجاح الصندوق، خاصة إذا تميزت بإدارة سليمة تتميز بالحیطة والحذر الشديدين، وإذا استطاعت العمل بشفافية لإظهار الحسابات، تحديد الأهداف المستقبلية بدقة عالية، تحقيق العائد المسطر وتقليل المخاطر⁽¹⁾، ويؤكد هذا الطرح دراسة كل من (ايريك لو بورينو وإبراهيم الجمالي) والتي قدمت بعض التوصيات الأولية لإنشاء صندوق سيادي في لبنان، بعد اكتشاف مكامن بترولية في المياه البحرية، حيث توصي الدراسة بأهمية وجود إطار مؤسسي واضح لتمهيد الطريق نحو إنشاء صندوق يدير الفوائض المحتملة لهذا الاكتشاف، بالإضافة إلى تفعيل العمل بالمرسوم الرئاسي رقم 10289 المؤرخ في 30 أبريل 2012 المتعلق بقواعد الأنشطة البترولية، خاصة وان لبنان تتميز بتفشي كبير لظاهرة الفساد والضعف المؤسسي⁽²⁾.

2- حوكمة إدارة وتسيير الصندوق:

تعرف الحوكمة على أنها طريقة عمل جماعية منظمة، تسعى إلى تحقيق الأهداف المسطرة في الوقت المناسب وبالجهد المناسب وبالطريقة الفعالة⁽³⁾، كما تشير الحوكمة إلى ذلك الأسلوب من الإدارة والتسيير الجيد، الذي يستند إلى معايير العدالة والإنصاف واليقين والشفافية، والذي يهدف إلى القضاء على الفساد وسوء الاستخدام الناجم عن البيروقراطية أو المحاباة أو استغلال النفوذ، وحوكمة الصندوق السيادي عامل هام جداً في تصويبه نحو الأهداف التي أنشأ من أجلها من جهة، ومن جهة أخرى فإن سوء الحوكمة والضبابية في التسيير تؤدي بالضرورة إلى فقدان أموال ضخمة ملك لأفراد الشعب⁽⁴⁾؛ فمثلاً فقد خسّر صندوق الاستثمار الليبي حوالي 1.2 مليار دولار جراء استثمارات رديئة خلال الأزمة المالية العالمية، كما خسرت الهيئة العامة للاستثمار في الكويت مبلغ 05 مليار دولار في استثمارات قامت بها في شركات إسبانية⁽⁵⁾، وتتجلى حوكمة

(1) مظهر محمد صالح، صناديق الثروة السيادية: تقييم أولي لتجربة صندوق تنمية العراق، مرجع سبق ذكره، ص02.

(2) ايريك لو بورينو وإبراهيم الجمالي، صندوق سيادي للبنان: توصيات أولية، مرجع سبق ذكره، ص69.

(3) Ashby H. B. Monk and Caroline Nowacki; op.cit; p09.

(4) Brahim lakhlef; la bonne gouvernance; dar el khaldounia; alger2006; p33.

(5) Andrew Bauer; fonds de ressources naturelles, op.cit; p04.

الصندوق السيادي في الاعتماد على الخطوات والممارسات التي وضعتها مجموعة العمل الدولية للصناديق السيادية في سبيل الحوكمة، والمعروفة بالمبادئ والممارسات المتعارف عليها أو مبادئ ستيباغو الخاصة بالإطار القانوني للصندوق، الإطار المؤسسي والحوكمة، وإطار الاستثمار وإدارة المخاطر⁽¹⁾.

والحوكمة هي التي تفسر ظاهرة إيجابية الموارد الطبيعية في بعض الدول كالمملكة المتحدة وإيرلندا والنرويج مثلاً أثناء الثورة الصناعية وحتى في الولايات المتحدة الأمريكية وبعض الدول الأوروبية الأخرى في فترات متلاحقة، بينما على العكس من ذلك أضحت هذه الموارد مقترنة بمصطلح نقمة الموارد لدى الدول المتخلفة، كما يقترن استغلال المواد الطبيعية كالنفط والغاز والفلزات والمعادن دائماً بالتضخم والعلّة الهولندية والفساد، حيث أن علّة الموارد ليست بالظاهرة الاقتصادية التي لا يمكن تفاديها والخروج منها للدول ذات الموارد الطبيعية، وهذا من خلال تمكين القانون ومحاربة الفساد وإرساء الحكم الراشد⁽²⁾.

2-1 أهمية الحوكمة لصناديق الثروة السيادية:

تتميز الصناديق السيادية في عمومها بغياب الحوكمة والشفافية، فقط إذا ما استثنينا صندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج وبعض الصناديق الأخرى⁽³⁾، حيث تعتمد إدارات الصناديق السيادية على حجب المعلومات والبيانات المتعلقة بالأصول، إستراتيجية الاستثمار، مصادر التمويل على الجمهور المحلي والعالمي⁽⁴⁾، وغالباً ما تحجب الدول المالكة للصناديق السيادية المعلومات لأسباب داخلية محضة، لأنها تربط بين نجاح الصندوق السيادي ونجاح المخطط الاقتصادي، فالإبلاغ عن أحجام صناديق الثروة السيادية الموجودة فعلاً، يزيد من الضغوط على الحكومات لتفسير الإخفاقات في التنمية، كما يمكن أن تتضمن قوانين الدول المالكة لصناديق الثروة السيادية نصوص قانونية صريحة تفرض بالزامية العمل بسرية فيما يتعلق بتسيير الشرك الوطنية، وهذا ما نجده مطبقاً في الدستور الكويتي الذي يمنع منعاً باتاً عمليات الكشف والإظهار التام لأصول

(1) مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية: مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية تتوصل إلى اتفاق مبدئي حول مسودة لمجموعة المبادئ والممارسات المتعارف عليها، مرجع سبق ذكره، ص01. <http://www.iwg-swf.org/index.htm>

(2) مؤتمر الأمم المتحدة للتنمية والتجارة، قطاع الموارد الطبيعية: استعراض وتحديد فرص التجارة والتنمية القائمتين على السلع الأساسية، مرجع سبق ذكره، ص07.

(3) ماجد المنيف، صناديق الثروة السيادية ودورها في إدارة الفوائض النفطية، مرجع سبق ذكره، ص19.

(4) Jean marie chevalier; les fonds souverains pétrolières; op.cit; p24.

وعمليات هيئة الاستثمار الكويتية⁽¹⁾، وقد أشار تقرير معهد حوكمة الموارد الطبيعية أن الفساد وضعف الحكم الراشد يؤدي إلى زيادة الفقر، جراء استنزاف الثروة المستخرجة أو غير المستخرجة من باطن الأرض، أو حتى الأموال الموجودة على مستوى الصناديق السيادية، واستخدامها في مجالات التبذير عوض إنفاقها في المجالات التي تفيد المجتمع وتحقق التنمية المستدامة⁽²⁾. ولذلك فقد قام صندوق النقد الدولي على التشجيع على حوكمة الصناديق⁽³⁾، باعتباره أكبر مؤسسة مالية عالمية تسعى إلى تشجيع التجارة الخارجية وتدفقات رؤوس الأموال، بالشكل الذي يضمن فعالية أكبر وديمومة نظام العولمة المالية العالمية، حيث يختص الصندوق بمراقبة وتحليل الاقتصاد العالمي والحالات التي يمكن من خلالها تحقيق الاستقرار النقدي والمالي، والعمل على تحسين الأوضاع والميكانيزمات الخاصة، ومعالجة جميع المشاكل التي تعيق السياسات العامة والاستثمارات الدولية والاقتصادية الكلية وغيرها، من خلال مراقبة الاستقرار الاقتصادي الكلي والاستقرار المالي وتحديد أهمية الأداء الفعال للنظام النقدي والمالي الدولي⁽⁴⁾، ولقد ارتأى الصندوق القيام بتخفيض حدة التوتر الدائر بين مستثمري الصناديق السيادية ومتلقي استثماراتها في الدول الصناعية، كما عمل على محاربة الحمائية المضادة وتفعيل أكبر لدور صناديق الثروة السيادية في النظام المالي العالمي، من خلال تسهيل حوار جاد بين الأطراف المعنية ووضع نظام خاص يربط الصناديق السيادية والدول الصناعية، وتأمين التدفقات الاستثمارية بشكل أكثر حيوية وانسيابية، وقد تمحورت القضايا التي لقيت اهتمام الصندوق وباقي المؤسسات المالية العالمية، في:⁽⁵⁾

- إن خصائص الصناديق واستراتيجياتها الاستثمارية يمكنها من تحمل العديد من الظروف الاقتصادية الاستثنائية مما يجعلها قادرة على تحقيق الاستقرار والتوازن عند حدوث الهزات والنكسات الاقتصادية التي تعرفها الأسواق الرأسمالية.

(1) Gawdat Bahgat; Sovereign Wealth Funds in the Gulf: An Assessment; Research Paper, op. cit; P30.

(2) Natural Resource Governance Institute; Indice de Gouvernance des Ressources Naturelles 2017; p16.

<https://www.google.fr/url?url=https://resourcegovernance.org/sites/default/files/documents/2017-resource-governance-index-french.pdf&rct=j&frm=1&q=&src=s&sa=U&ved=0ahUKEwjAq8fy0q3bAhUDRhQKH-Y-0CBEQFggeMAE&usg=AOvVaw1AxOfYV4Lp-miaUOXTPhmM>

(3) ماجد المنيف، صناديق الثروة السيادية ودورها في إدارة الفوائض النفطية، مرجع سبق ذكره، ص21.

(4) صندوق النقد الدولي، مبادئ سنتياغو (ليسكي يصرح: مبادئ صناديق الثروة السيادية تدعم الاستثمار عبر الحدود)، مرجع سبق ذكره، ص03.

(5) أودايرداس وآخرون، اقتصاديات صناديق الثروة السيادية قضايا لصناع القرار، مرجع سبق ذكره، ص62.

- إن أهمية الصناديق وتأثيراتها داخلياً وخارجياً، يدفع إلى ضرورة التحلي بسياسات ملائمة وسليمة منسقة بين إدارة الصناديق والسلطات النقدية المحلية لتحقيق أفضل الأهداف.

- إن الحكم الراشد مسألة حاسمة لنجاح الاقتصاديات الوطنية بشكل عام⁽¹⁾ والصناديق السيادية بشكل خاص، خاصة إدارة وظائف الملكية والشفافية والإفصاح وإظهار البيانات وتحسين دور رأس المال البشري.

- إيجاد حلول سريعة للحساسية الشديدة التي أظهرتها الدول الغربية لاستثمارات الصناديق، ومدى تطابق أهدافها مع تجارية المصالح وبعدها عن النواحي السياسية الجيوستراتيجية، وكذا مدى ممارستها لمبادئ حوكمة الشركات.

وتعد حوكمة الصناديق السيادية شرط أساسي إن لم نقل ركن أصيل من أركان نجاح الصناديق السيادية، حيث تسمح عمليات انتقاء المسيرين الأكفاء وتحديد الصلاحيات بدقة متناهية وإظهار عمليات المراقبة ودرجاتها، وصلاحيات أجهزة الدولة الرقابية في الكشف عن أي تلاعب من الممكن الوقوع فيها⁽²⁾.

2-2 شروط حوكمة الصندوق السيادي: إن مسألة الحكم الراشد مسألة حاسمة لضمان نجاح أي صندوق سيادي

في العالم، بدليل جميع الدراسات والتقارير والجهود الدولية الرامية لتفعيل الحوكمة في الصناديق، حيث يؤدي سوء الحكم والاستبداد والظلم وقمع المواطنين إلى إهدار الثروات وإفلاس الصناديق، واستعمال أموالها لزيادة الثراء الفاحش وتوسيع دائرة الفقر، لذلك فإن نجاح الصندوق المقترح يستلزم تفعيل الحوكمة لا سيما في النقاط التالية:

2-2-1 الديمقراطية: إن النظام الديمقراطي هو الضامن للاستقرار السياسي، الذي بدوره يرتبط بالتقدم الاقتصادي،

على اعتبار أن النظام الديمقراطي الذي يشير إلى حكم الشعب والتداول السلمي على السلطة، يشمل مبادئ العدالة، المساواة، الشفافية والمحاسبة⁽³⁾، وفي هذا الصدد تشير دراسة (V Barbary, Bortolotti) إلى أن 54 بالمائة من الصناديق

(1) Brahim lakhlef; la bonne gouvernance; op.cit; p33.

(2) Ashby H. B. Monk and Caroline Nowacki; op.cit; p10.

(3) عبد القادر تومي، مرجع سبق ذكره، ص58.

السيادية في العالم مملوكة من قبل دول غير ديمقراطية، وتتمتع حقوق الإنسان، وتنتهك الحريات الفردية والجماعية وتقوض

التداول السلمي على السلطة، حيث يدفع هذا النوع من الحكومات إلى فشل الصندوق من خلال الجزئيتين الآتيتين:⁽¹⁾

- يمكن أن تتحمل الحكومة عقوبات اقتصادية من المجتمع الدولي على تصرفاتها، كإيران التي هي في طور التعرض لعقوبات جديدة من الولايات المتحدة، أو ليبيا التي فرض عليها مجلس الأمن الدولي بموجب القرار رقم (1973) المؤرخ في 17 مارس 2011 تجميد أصولها المملوكة من طرف السلطات الليبية بما فيها جهاز ليبيا للاستثمار⁽²⁾.

- يمكن أن تتحمل الحكومات غير الديمقراطية ثورات داخلية نتيجة الإقصاء وتهميش الغير وعدم التواصل ومنع الحريات، مما يتسبب في أزمات سياسية تصاحبها أزمات اقتصادية، تعمل على إهدار أصول الصناديق السيادية، وخير دليل على ذلك ما حصل في ثورات الربيع العربي التي مست العديد من الدول العربية.

2-2-2-2 فعالية القانون: أن يمثل الصندوق المقترح لقانون صارم وواضح ومستمر، بحيث يضمن هذا القانون الأسس

التي يبنى عليها الصندوق والمتابعات التي تتم بعد إنشائه، ويضمن فعالية القانون نوعية المؤسسات الموجودة.

2-2-2-3 المحاسبة: وهي القدرة على مساءلة القائمين على الصندوق، سواء الوزارة التي تمتلك الصندوق أو الإدارة التي تسيره، وهذا لمتابعة المسؤوليات والأخطاء.

2-2-2-4 المشاركة: من خلال إيجاد قنوات للحوار مع الأفراد والمؤسسات والهيئات الرسمية الأخرى، من أجل اختيار

القرارات وتبادل الأفكار والحوار وتصويب الأهداف نحو تحقيق أفضل النتائج.

2-2-2-5 الرؤية الإستراتيجية: حيث يتطلب نجاح الصندوق السيادي وجود رؤية وهدف على المدى البعيد، يرمي إلى

تحقيق الأهداف بشتى الطرق والوسائل.

⁽¹⁾ Victoria Barbary and Bernardo Bortolotti; Sovereign Wealth Funds and Political Risk: New Challenges in the Regulation of Foreign Investment; Regulations of Foreign Investment; 10-05-2012;p324.

<http://www.bernardobortolotti.com/wp-content/uploads/2013/03/2012115123994SWFPolRisk.pdf>

⁽²⁾ ibid; p324.

2-2-6 الشفافية: أن تتاح المعلومات والبيانات المتعلقة بسير الصندوق بكل انسيابية، للإطلاع عليها ومتابعتها للجمهور والمختصين بصفة مباشرة ومستمرة.

2-2-7 الفعالية: وتعني وجود عناصر الكفاءة في الصندوق لتحقيق الأهداف بأقل التكاليف الممكنة.

المطلب الثاني: العمل وفق قواعد الميزانية

تعتبر قواعد الميزانية ذات أهمية كبيرة في حفظ التوازن للاقتصاد الوطني، خاصة في الاقتصاد المعرض للصدمات الداخلية والخارجية، وبالتحديد الاقتصاديات التي تعتمد على ريع الموارد الطبيعية⁽¹⁾.

إن تضاعف الإيرادات العامة أو تناقصهما تعبران عن حالتان معقدتان بالنسبة إلى واضعي السياسات الاقتصادية، حيث تشكل الأولى تحدياً لمنع أوجه الإسراف والتبذير وتفادي الآثار التضخمية الناجمة عن الزيادة في الأجور وتفادي الآثار السلبية للعبة الهولندية⁽²⁾، بينما يتجلى التحدي الثاني في كيفية تغطية العجز المسجل وتوفير الحاجيات العامة المختلفة، إما عن طريق الوسائل التقليدية أو الوسائل غير التقليدية في تمويل الميزانية، لذلك فإن قواعد الميزانية تتضمن بعض المعايير التي تتحكم في فائض أو عجز الميزانية. ولهذا سنقوم في هذا الإطار بتوضيح القواعد الميزانية المطبقة في تسيير المالية العامة، وأثر هذه القواعد على أداء الميزانية العامة من جهة والصندوق السيادي من جهة أخرى.

1- مفهوم الضبط الموازي: إن العمل وفق قواعد الميزانية الصارمة يعني الضبط المالي، باتخاذ مجموع القواعد اللازمة

لترتيب وتنظيم العمليات داخل قطاع ما أو مؤسسة ما أو حتى على مستوى الأسر، حيث يشير المفهوم إلى مراقبة وتدقيق عمليات الإبداع والإنفاق بصورة مستمرة للوصول إلى نتائج إيجابية وتفادي العجز والخسارة، وعادة ما يشوب هيئة الضبط العديد من الغموض خاصة مع اقترانها دائماً مع مفهوم الدولة، حيث توكل عمليات التنظيم والضبط إلى مصالح الدولة فتكون هي الهيئة التنفيذية وهي هيئة المراقبة، غير أن ذلك لا يحقق الأهداف الأساسية التي وجد لأجلها الصندوق، كما تتخلل العملية الكثير من الغموض ومن عدم الشفافية، لذلك فقد أوكلت هذه المهام إلى هيئات رقابية تتمتع بالسلطة

⁽¹⁾ FMI; Guide du FMI sur la transparence des recettes des ressources naturelles 2007 ; Washington, D.C. (2007) ; P3. <https://www.imf.org/external/np/fad/trans/fre/guidef.pdf>

⁽²⁾ مؤتمر الأمم المتحدة للتنمية والتجارة، قطاع الموارد الطبيعية: استعراض وتحديد فرص التجارة والتنمية القائمتين على السلع الأساسية، مرجع سبق ذكره، ص303.

والسيادية في اتخاذ الإجراءات، وفي ترتيب المخالفات والعقوبات اللازمة بالتنسيق مع الهيئات القضائية، بالإضافة إلى تدقيقها في مدى احترام المنشأة للأسس القانونية والتشريعية في حال الإخلال بها، دون أن يكون للحكومة أو لأحد أطرافها القدرة على توجيه العملية، وتعرف قواعد الميزانية على أنها مجموعة من القيود على الميزانية العامة، يتم من خلالها تحديد مستوى متغيرات معينة كالعجز أو الدين أو النفقات...⁽¹⁾، حيث تختلف هذه القواعد بحسب الميكانيزمات التي تعتمد عليها، من بينها:⁽²⁾

- بعض قواعد الميزانية تعمل وفق قاعدة العجز الصفري أو يساوي معدل الاستثمار الصافي، أو أن لا يتجاوز معدل 03 بالمائة من الناتج الداخلي الخام، كما يحدد الدين العام كنسبة لا تتجاوز 60 بالمائة من الناتج الداخلي الخام.
 - يمكن أن تتعلق قواعد الميزانية بالتوازن العام، والتوازن الهيكلي، والدين، والإنفاق العام أو الضرائب.
 - يمكن أن تكون القواعد الميزانية سنوية، أو على المدى القصير كتحديد الدين أو العجز لمدة 05 سنوات.
 - يمكن أن تتحدد القواعد بتحديد هدف واحد فقط تعمل عليه الحكومة، ويتميز هذا الجانب بالمرونة الكبيرة، حيث يمكن للحكومة أن تغيره أو تتخلى عنه عند وجود المبررات الكافية لذلك.
 - يمكن أن تدون القواعد في قوانين رسمية أو حتى دساتير وطنية.
- كما نجد تجارب عديدة لصناديق السيادية التي يتم فيها تحديد أجزاء معينة ونسب يتم اقتطاعها من الصندوق السيادي لتعويض عجز الميزانية الطارئ، مثل صندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج، أو صندوق الادخار الكويتي، حيث تحول جزء من الاحتياطات الأجنبية المودعة لدى البنك المركزي والفائضة عن حاجة الاقتصاد الوطني، وقد وصلت في الجزائر على سبيل المثال سنة 2010 إلى أكثر من 150 مليار دولار، وهي بالمعنى الأصح احتياطات أجنبية معطلة، خاصة وأن هذه

(1) Catherine Mathieu, Henri Sterdyniak « Faut-il des règles de politique budgétaire ? », Revue de l'OFCE 2012/7 (N° 126), p. 299-346. DOI 10.3917/reof.126.0299; France 2012 ; p312.

<https://www.cairn.info/revue-de-l-ofce-2012-7-p299.htm>

(*) يمكن تعريف قواعد الميزانية على أنها « قيود على السياسة المالية والتي يتحدد من خلالها مستوى معين من المتغيرات كالعجز، الدين، الإنفاق » أنظر (Catherine Mathieu, Henri Sterdyniak, op.cit ; p312)

(2) ibid; pp 312-315.

الاحتياطات الدولية لم تؤثر على مستويات الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى الجزائر، وعليه يجب ترك الجزء الآمن من الاحتياطات الدولية وتحويل الحصة الفائضة إلى الصندوق السيادي المقترح للجزائر لاستثماراتها وحي معدلات فائدة⁽¹⁾.

2- أسس عمليات الضبط الموازي: يتضمن الضبط الموازي عمليتين أساسيتين، وهما معرفة حجم الإيداع الذي يتم وتحديد حصة الاقتطاع المبررة من الصندوق، بهدف خلق التوازن في حركة الأموال المعقدة والمتشابكة، وهذا ما تشير إليه المادة الرابعة من مبادئ سنتياغو (الجزء 01-02)، كما يجب أن يكون هناك أساس قانوني واضح وعلني ويحظى بمصادقة البرلمان لإدارة عمليات السحب والإيداع من الصندوق، وهذا لضمان شفافية أكبر في إدارة الأصول العامة للصندوق⁽²⁾، كما تستوجب قواعد الميزانية تعيين جهة مسؤولة عن جميع العمليات الخاصة بالتدفقات المالية الداخلة والخارجة من الصندوق⁽³⁾.

2-1 تحديد حجم الإنفاق من الصندوق: تحديد حجم الإنفاق يعني وجود شروط وميكانيزمات للسماح للحكومة أو أي طرف آخر بالقيام بعمليات السحب من الصندوق⁽⁴⁾، حيث أن تعدد سبل الإنفاق من صندوق الثروة السيادي يؤدي إلى عدم نجاحه على المدى البعيد، فمثلاً نجد في بعض التجارب أن الصنديق السيادية تتحمل عدة اقتطاعات والعديد من المهام في نص تشريعي خاص بالصندوق، مثل الصندوق السيادي في أذربيجان والصندوق السيادي الإيراني اللذان يطبقان قواعد إنفاق خارج الموازنة العمومية⁽⁵⁾، كما تدخل في إطار مهام صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر حماية الموازنة من تقلبات أسعار المحروقات وتخفيض المديونية العمومية وتمويل عجز الخزينة⁽⁶⁾، وتُستعمل الصناديق السيادية في أنغولا وروسيا مثلاً كوسيلة لزيادة الإنفاق عن طريق عمليات سحب مستمرة ومباشرة من أصول الصندوق، مما يزيد من فرص التبذير والفساد وهدر ملايين الدولارات بعيداً عن الرقابة الشعبية، في حين يمول صندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج من إيداعات الحكومة من النشاطات البترولية الفائضة لديها، ويجول منه في حالة عجز الميزانية العمومية غير النفطية (الناتج عن

(1) زايري بلقاسم كفاية الاحتياطات الدولية في الاقتصاد الجزائري، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد السابع، السادس الثاني، جامعة حسبية بن بوعلوي الشلف، الجزائر 2009، ص72.

(2) صندوق النقد الدولي، ميثاق الممارسات السليمة في مجال شفافية المالية العامة، نيويورك 2007، ص05.

(3) Ashby H. B. Monk and Caroline Nowacki; op.cit; p10.

(4) ايريك لو بورينو وإبراهيم الجمالي، صندوق سيادي للبنان: توصيات أولية، مرجع سبق ذكره، ص79.

(5) Andrew Bauer; fonds de ressources naturelles, op.cit; p05.

(6) الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، العدد 37، المؤرخ في 28 جوان 2000، ص07.

الإيرادات غير النفطية ناقص النفقات على القطاعات غير النفطية⁽¹⁾، وكمثال على التوسع في عملية السحب من الصناديق السيادية فقد قامت حكومة كازاخستان باقتطاع 83 مليار دولار من صندوقها السيادي منذ إنشائه سنة 2000، لتمويل البرامج الحكومية المختلفة، الأمر الذي عجل بتدهور أصوله بشكل كبير في السنوات الأخيرة⁽²⁾، وعليه فإن نجاح أي صندوق ثروة سيادي في العالم إنما يتوقف بدرجة كبيرة على مرونة عمليات السحب والإيداع الجارية على أرضه، وحجم الاستثمارات الخاصة التي يقوم بها وإيراداتها ودرجة الارتباط الموجودة بين الصندوق السيادي والميزانية العمومية، وإلى مدى الانكشاف التمويلي للاقتصاد.

جدول رقم (29): أمثلة على قواعد الإنفاق العام المحددة في بعض الدول

القاعدة	الهدف	الأمثلة	التحليل
قاعدة الإنفاق	محددة كنسبة من الإنفاق العام الأولي أو الجاري أو بمدى زمني لنسبة النمو أو كنسبة للناتج الداخلي الخام	بتسوانا قانون 2003.	نسبة الإنفاق العام على الناتج الداخلي الخام محددة على أساس قيمة 40%.
		منغوليا قانون 2010 دخل حيز التنفيذ في سنة 2013.	معدل الإنفاق العام محدد على أساس نمو الناتج الداخلي الخام خارج المعادن.
		البيرو قانون 2003 المعدل سنة 2009	النمو الحقيقي للنفقات العامة الجارية محدد بحد أعلى يصل إلى 04% عدا الحالات الطارئة التي يفصل فيها مجلس الشيوخ في الدولة.

Source: Andrew Bauer; fonds de ressources naturelles; op.cit; p55.

2-2 مراقبة حجم الإيداع إلى الصندوق: تواجه الدول الغنية بالموارد الطبيعية كالبترول والغاز الطبيعي والمعادن...

أربعة تحديات في إدارة هذه الثروات وتوجيه العائدات المالية، التي تمتاز بخصائص تقلب الأسعار الشديد والقابلية للنضوب عبر الزمن، حيث تتجلى هذه التحديات في:⁽³⁾

- صعوبة عملية التنبؤ بإيرادات الموارد الطبيعية المستقبلية؛

(1) David Chambers and others; the Norway model; op.cit; p69.

(2) The wall street journal ; sovereign –wealth funds threatened by government spending kazakhstan’s experience shows how fast these funds can dwindle ; <https://www.wsj.com/articles/sovereign-wealth-funds-threatened-by-government-spending-1482580802> ; by simon clark and selina williams dec 24,2016 ; « 01/08/2018 » à 01^h.15.

(3) Andrew Bauer ; Subnational Oil, Gas and Mineral Revenue Management; natural resource governance institute; Briefing July 2013; p01.

- يمكن أن تؤدي الإيرادات المالية المرتفعة إلى تبذير وسوء نوعية الاستثمارات؛
- يمكن أن تتعرض حصيلة صادرات الموارد إلى التناقص على المدى الطويل؛
- صعوبة زيادة الاستثمارات العامة بشكل أكثر كفاءة؛

ولذلك فإن مراقبة الإيداع الفعلي الموجه للصندوق السيادي، عملية هامة لمتابعة تطورات أرصدة الصندوق ومدى سلامة البيانات المقدمة من إدارة الصندوق، والجدول أدناه يوضح التشريعات المطبقة على الإيداع في بعض الصناديق السيادية.

جدول رقم (30): أمثلة على قواعد الإيراد المحددة في بعض الدول

القاعدة	الهدف	الأمثلة	التحليل
قاعدة الإيرادات	تعظيم الإيرادات العامة أو عوائد الصادرات النفطية أو الغازية وعوائد المعادن	ألاسكا قانون 1976	تحول من 50 إلى 70% من مداخيل البترول ناقص ضرائب الدخل وضريبة العقار إلى الميزانية، والباقي يوزع بين صندوق ألاسكا السيادي والتحويلات الاجتماعية.
		بتسوانا تشريع 1994	يتم استغلال إيرادات المعادن إلا في الاستثمار أو الادخار في الصندوق السيادي.
		غانا تشريع 2011	يتم تحديد معدل أقصى قدره 70% كمتوسط لإيرادات البترول لسبع سنوات موجه للموازنة، والباقي يقسم بين نسبة 21% لصندوق الاستقرار و 9% (fonds de patrimoine)، ويمكن أن تعدل النسب كل ثلاث سنوات.
		كازاخستان السياسة الحكومية المعلنة في سنة 2010	تحويل نسبة 15% من الإيرادات البترولية السنوية إلى الصندوق السيادي الوطني في كازاخستان.

Source: Andrew Bauer; fonds de ressources naturelles; op.cit; p55.

المطلب الثالث: العمل وفق استراتيجيات استثمار دقيقة

إن قواعد الاستثمار من العناصر المهمة في تحديد مستقبل الصندوق السيادي، وكفاءته في تحقيق الأهداف وتجنب المخاطر، حيث تعمل القواعد الاستثمارية المنظمة على تحقيق عوائد مالية مرتفعة⁽¹⁾، لكن لا بد من التنويه إلى أن قواعد الاستثمار تتطلب موارد بشرية عالية الكفاءة، يمكن أن تتولى توظيف أموال الصندوق السيادي في استثمارات متنوعة محلياً أو أجنبياً، لذلك يجب أن تسعى الهيئة المكلفة بالإشراف على الصندوق إلى الاعتماد على معايير دقيقة في التوظيف⁽²⁾.

(1) Andrew Bauer; fonds de ressources naturelles, op.cit; p65.

(2) مظهر محمد صالح، صناديق الثروة السيادية: تقييم أولي لتجربة صندوق تنمية العراق، مرجع سبق ذكره، ص02.

1- أهمية القواعد الاستثمارية لصندوق الثروة السيادي: إن الامتثال السليم لقواعد العمل الاستثماري

للصندوق السيادي، من شأنه أن يولد العديد من النتائج الإيجابية على سيرورة العمل في الصندوق⁽¹⁾، خاصة في ما يرتبط بـ:

- تحسين معدلات العائد الدوري لأصول الصندوق السيادي، مما يسمح بمضاعفة حجم الأصول المدارة؛

- تجنب الانخفاض غير المتوقع في موارد الصندوق الناجمة عن انخفاض أسعار الموارد الأولية مثلاً؛

- استخدام عوائد الصندوق كمرجع لتحديد الاقتطاعات الموجهة للميزانية؛

- أن تصبح الأصول الناجمة عن تحويلات الموارد الأولية في مأمن عن التقلبات السوقية؛

- أن يكون رصيد الأجيال المستقبلية من الثروة محفوظ وغير معرض للاستنزاف؛

ويؤكد خبراء صندوق النقد الدولي أن الأزمة المالية (2007-2009) لخير دليل على أهمية الاسترشاد بالقواعد

الاستثمارية السليمة، التي ترمي إلى تعظيم العائد وتقليل المخاطر، بما فيها إجراء تحقيقات معمقة على درجة تحمل الصندوق

للاستثمارات الخارجية، وقابليته لتحمل المخاطر، بالإضافة إلى الاستعانة بالشركات الدولية المختصة في مجال التصنيفات⁽²⁾.

2- متطلبات القواعد الاستثمارية لصندوق الثروة السيادي: القواعد الاستثمارية هي الأسس التي يعتمد عليها

الصندوق السيادي بهدف الوصول إلى الأهداف التي تم التخطيط لها، وعدم تحمل المخاطر والخسائر المالية، وهذا بالاستناد

الدائم إلى محفظة مرجعية، يتم مقارنة المحفظة الفعلية بها ومدى قدرة الإدارة على تنفيذها، وإعادة توجيه المحفظة في حالات

تجاوز الخطأ الحد المقبول، أو حدوث تغيرات في معدلات العائد⁽³⁾.

2-1 المحفظة المرجعية: (Benchmark portfolio): وهي محفظة معيارية نمطية يتم الاعتماد عليها في أغلب

الصناديق السيادية، حيث يتم صياغتها عادة من قبل مصالح وزارة المالية، أو في بعض الحالات من قبل البنك المركزي، وتضم

المحفظة المرجعية قائمة بالأصول المالية والحقيقية التي يتم الاستثمار فيها (أسهم، سندات، عقارات، مشتقات مالية)، تضم

(1) حمد السويدي وهابما كاروانا، مرجع سبق ذكره، ص 11.

(2) أودايرداس وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 70.

(3) Andrew Rozanov; fonds souverains: définir les engagements; op.cit; p305.

(*) يعمل صندوق الثروة السيادية في ظل إطار سليم للحكومة يحدد تقسيماً واضحاً وفعالاً للأدوار والمسؤوليات، بما يسهل المساءلة والاستقلالية التشغيلية في إدارة الصندوق سعياً لتحقيق أهدافه، أنظر (حمد السويدي وهابما كاروانا، مرجع سبق ذكره، ص 10).

حد أعلى وحد أدنى، يتم التدحرج بين الحدان دون الخروج عنهما، كدليل مرجعي على مستوى المخاطر الأدنى والأعلى⁽¹⁾، فمثلاً بدأ العمل في جهاز أبو ظبي للاستثمار بنظام المحفظة المرجعية منذ سنة 1993⁽²⁾.

2-2 إعادة توجيهات محفظة الاستثمارات: إن التغيرات في مخصصات الاستثمار في المحفظة المرجعية أمر مهم جداً، بحيث يجب أن يتم دراسة تغيرات العائد من فئة لأخرى، مع تخصيص الجزء الأكبر من الاستثمارات في الجهة ذات أعلى عائد، مع تقديم توضيحات كافية إلى السلطات العليا والسلطات التشريعية للمصادقة على هذا التغيير، كما يعني إعادة توجيه المحفظة الاستثمارية المستقبلية (Rééquilibrage du portefeuille) وفق عمليات تقييم المحفظة الجارية، فمثلاً إذا تم تقسيم المحفظة الاستثمارية بتخصيص 60% للأسهم و40% للسندات لمدة معينة، في حال تسجيل عائد مرتفع للأسهم على طول المدة يتم توجيه الاعتمادات المالية السابقة بإضافة حد معين إلى فئة الأسهم يختلف من صندوق لآخر فمثلاً يحدد صندوق المعاشات الحكومية العام هذا الحد بـ 04%⁽³⁾، وقد قام الصندوق بإحداث تغيرات في التوجيهات القطاعية لمحفظته الاستثمارية، فمثلاً في سنة 1998 كانت المحفظة الاستثمارية مقسمة كالتالي: 40.69% لمحفظة الأسهم ونسبة 59.30% للسندات (مع عدم وجود استثمارات في العقارات التي أقرت سنة 2010 وبدأ العمل بها فعلياً سنة 2011 بتخصيص نسبة 0.33% من إجمالي المحفظة)، أما في سنة 2017 فأصبحت على النحو التالي: 66.6% للأسهم، 30.8% للسندات و2.6% للعقارات⁽⁴⁾.

3- تحديد التوجهات الاستثمارية السليمة لصندوق الثروة السيادي: وهو أمر مهم جداً بالنسبة لصناديق الثروة السيادية، التي تخصص في إقامة مشاريع استثمارية سواء على المستوى المحلي أو الأجنبي، حيث يتطلب ذلك دراسات جدوى معمقة للبيئة الاستثمارية، مستوى العائد، درجة المخاطر...⁽⁵⁾، وهي العناصر التي تتوفر في العديد من الصناديق

(1) Caroline Bertin delacour; les fonds souverains; op.cit; p21.

(2) Abu Dhabi Investment Authority; review 2015; p20.

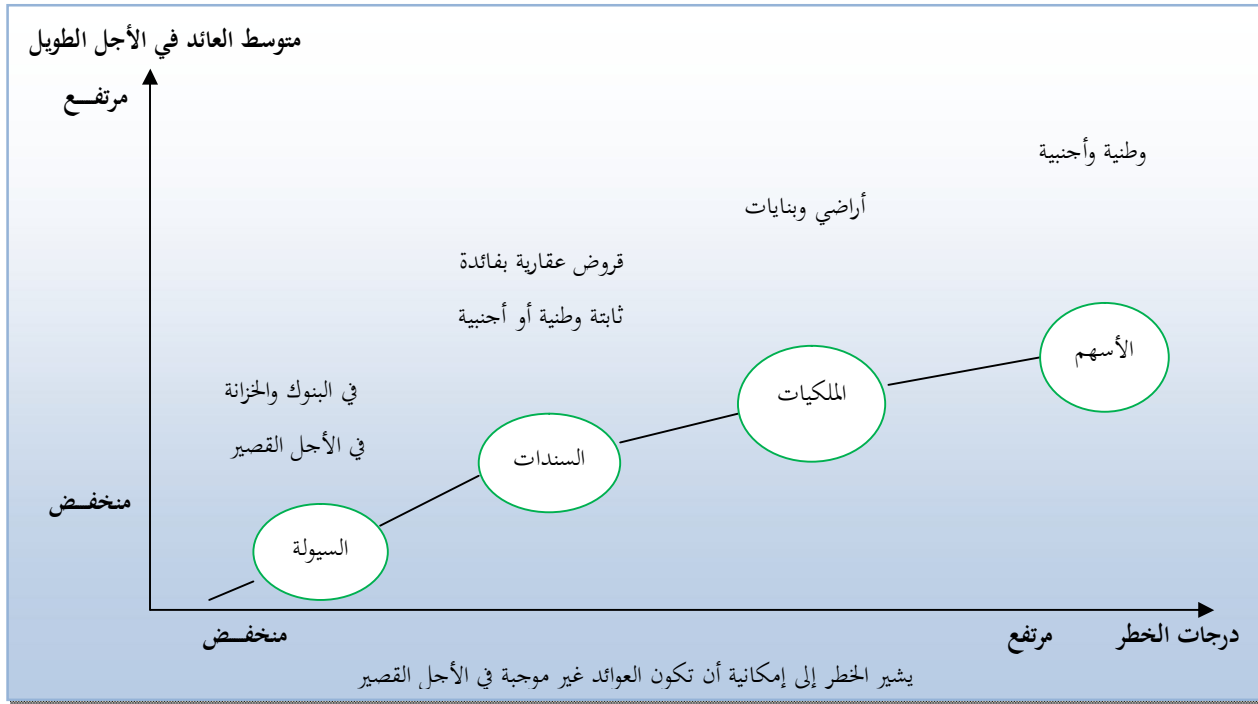
(3) Norwegian ministry of finance; Budget 2017; p05. En ligne: <http://www.statsbudsjetten.no/statsbudsjetten/2017/english/> «03/06/2018 à 14^h.01»

(4) NBIM; Government Pension Fund Global; Annual Report 2017; PP112-115. En ligne: <https://www.nbim.no/contentassets/49715a01ed684b1686ff3c017f1efa12/annual-report-2017---government-pension-fund-global.pdf> ; le 03/06/2018 à 14^h.25.

(5) مظهر محمد صالح، صناديق الثروة السيادية: تقييم أولي لتجربة صندوق تنمية العراق، مرجع سبق ذكره، ص02.

السيادية الناجحة على غرار صندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج⁽¹⁾، فقد تؤدي التوظيفات الاستثمارية غير المبررة إلى نتائج سيئة فمثلاً فقدت الهيئة العامة للاستثمار في الكويت حوالي 05 مليار دولار في الفترة (1980-1992) نتيجة الاستثمار في شركات ومؤسسات اسبانية، كما فقد الصندوق السيادي في ليبيا حصة هامة من استثماراته قدرت بـ 1.2 مليار دولار نتيجة الاستثمار في الأسهم والسندات والأصول المدرجة خلال الأزمة المالية العالمية⁽²⁾.

شكل رقم (49): وجهات الاستثمار للصناديق السيادية وفق معدل العائد/ المخاطر



Source: Andrew Bauer ; fonds de ressources naturelles, op.cit; p70.

بالنسبة للشكل أعلاه، نلاحظ أن معدل متوسط العائد المحسوب على المدى الطويل يتناسب وفق علاقة طردية مع درجات المخاطرة، أي أنه كلما ارتفع العائد زادت المخاطر هذا من جهة، ومن جهة ثانية نلاحظ أن المنحى يكاد يكون أفقي على المدى البعيد مما يوحي باستقرار العائد واستمرار ارتفاع المخاطر.

أما عن التوظيفات الاستثمارية، فنلاحظ أن الاستثمارات ذات السيولة العالية (liquidités) تتميز بمعدلات فائدة منخفضة ومعدل مخاطر منخفض، وذلك لأنها استثمارات مكشوفة وقصيرة الأجل، خاصة تلك المطروحة في البنوك وفي

(1) NBIM; Government Pension Fund Global; Annual Report 2017; P56.

(2) Andrew Bauer; fonds de ressources naturelles; op.cit; p04.

الحزنة على المدى القصير والتي تصل إلى ثلاثة أشهر، كما نلاحظ أن الاستثمار في سندات الدخل الثابت تتميز بعائد منخفض ومخاطر منخفضة، كالاتثمار في القروض العقارية والسندات الوطنية أو الأجنبية، وهو أحسن مجال لاستثمارات صناديق الاستقرار، فمثلاً يستثمر صندوق الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي في الشيلي، في سندات شركة (Merrill lunch) لثلاثة أشهر فقط بعملات مقومة بالدولار واليورو والين الياباني⁽¹⁾، وهذا من أجل التغطية المستمرة لتقلبات أسعار النحاس⁽²⁾، بينما نجد أن الاستثمار في الملكيات (propriété) يتميز بعائد أعلى ومخاطر أعلى مقارنة بالسندات، نظراً لطابع الاستثمار في العقارات وفي البناء وفي شراء المكاتب والمحلات الذي يتميز بالأفق الزمني الطويل، وكمثال على هذا النمط من الاستثمار خصص صندوق المعاشات الحكومية العام سنة 2017 نسبة تقدر بـ 2.6%⁽³⁾ من محفظته الاستثمارية للاستثمار في العقارات (Real estate investments)، وقد حقق هذا التخصيص عائد قدره 7.5%⁽⁴⁾، في مشتريات في نيويورك (375 hudson street)، واشنطن (1101 new york avenue, NW)، لندن (10 piccadilly) باريس (6-8 boulevard haussmann)...⁽⁵⁾، أما بالنسبة للاستثمار في الأسهم فيتميز بعائد مرتفع ومخاطر مرتفعة، وهذا ما يتوافق مع بيانات إدارة (NBIM) حيث استثمرت سنة 2016 حوالي 62.5% في ميدان الأسهم (Equity Investments) في محفظته المرجعية، محققاً عائداً قدره 8.72% سنة 2016 مقابل 4.32% للسندات و0.78% للعقارات، لكن حتى وإن كان عائد الاستثمار في الأسهم مرتفع (وصل سنة 2009 إلى 34.27%) إلا أنه استثمار عالي المخاطر، ويتحمل مخاطر متقلبة وعالية، حيث سجل سنة 2008 معدل سالب للعائد قدره -40.71%⁽⁶⁾.

4- وضع مجلس أخلاقيات الاستثمار بالصندوق: حيث يعمل المجلس على تقييد الصندوق السيادي بالمعايير

الأخلاقية للاستثمار، وعدم الاستثمار في شركات الأسلحة والذخيرة، الشركات التابعة للدول التي تنتهك حقوق الإنسان، شركات تحدد الحياة البيئية، وفي هذا الإطار قدمت ستة صناديق سيادية لأبوظبي، السعودية، النرويج، قطر، نيوزيلندا والكويت

(1) Ministry of Finance chile; Annual Report; Sovereign Wealth Funds Ministry of Finance; chile 2016; P32.

(2) Ministry of Finance chile; Annual Report; Sovereign Wealth Funds Ministry of Finance; chile 2016; P32.

(3) NBIM; Government Pension Fund Global; Annual Report 2017; P05.

(4) Ibid.; P03.

(5) Ibid.; P41.

(6) Ibid.; P19.

إلى الرئيس الفرنسي في شهر أوت 2018 استراتيجياتها الاستثمارية التي تسعى لحماية البيئة وتجنب مخاطر التلوث، خاصة مع حرص فرنسا على إنجاح توصيات مؤتمر باريس للمناخ بعد انسحاب الولايات المتحدة الأمريكية⁽¹⁾.

المطلب الرابع: شفافية المعطيات والبيانات

يؤكد العديد من الاقتصاديين على أهمية الشفافية في المالية العامة، وفي تطوير إيرادات الموارد الأولية والتخفيف من المخاطر المرتبطة بالفساد⁽²⁾، وتعتبر الشفافية عامل مهم جداً في تفادي الأزمات ونجاح الصناديق السيادية⁽³⁾، حيث يتم التواصل الدوري مع الجمهور وإعلامهم بالتطورات الحاصلة في الصندوق سواء الإيجابية أو تلك السلبية، ويتضمن إعلام الجمهور النشر العام للأرقام والبيانات الاستثمارية، وتطور الأرصدة ومعدلات العائد الفصلية والسنوية، والتوجهات الاستثمارية الداخلية والخارجية ومعدل المخاطر والتوزيع الجغرافي لمناطق الاستثمار والأسس المرجعية لشركات التصنيف الدولي⁽⁴⁾.
وتوصي مبادئ سنتياغو بأهمية تقديم التقارير طبقاً لمعايير المحاسبة الدولية أو القومية المعمول بها (المبدأ رقم 11)⁽⁵⁾، حيث حيث نجد العديد من الصناديق السيادية الناجحة عالمياً سواء من حيث تراكم الأصول أو من حيث معدلات العائد السنوي لاستثماراتها، تحتكم إلى أسس ومعايير عالية للشفافية، على غرار كل من الصندوق السيادي النرويجي، صندوق نيوزيلندا (Superannulation)، صندوق الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي في الشيلي، وصندوق تيماسك في سنغافورة⁽⁶⁾.

1- أهمية الشفافية: تعني الشفافية درجة انسياب المعلومات والبيانات إلى كافة أطراف المجتمع، حيث تسمح الشفافية بتداول المعلومات والبيانات الخاصة بأنشطة الصندوق، ومدى تطور أرصدته وعوائده الاستثمارية عبر الزمن، كما تقود الحكومة إلى العمل بشكل أكثر كفاءة واحترافية، تتفادي من خلالها الأزمات وتعمل على تحسين بيئة الأعمال⁽⁷⁾، حيث

(1) Reuters; Six fonds souverains présentent leur stratégie climat à Macron;

<https://fr.reuters.com/article/topNews/idFRKBN1JW0JK-OF RTP; 01 September 2018>

(2) FMI; Guide du FMI sur la transparence des recettes des ressources naturelles: op.cit; P04.

(3) صندوق النقد الدولي، المعيار الخاص لنشر البيانات (مرشد للمشاركين والمستخدمين)، واشنطن 2007، ص 01.

(4) مظهر محمد صالح، صناديق الثروة السيادية: تقييم أولي لتجربة صندوق تنمية العراق، مرجع سبق ذكره، ص 03.

(5) حمد السويدي وهابا كاروانا، مرجع سبق ذكره، ص 10.

(6) بيانات معهد الصناديق السيادية، على الرابط الإلكتروني:

www.swfinstitute.org/statistics-research/linaburg-maduell-transparency-index «17/07/2018 à 16^h59»

(7) صندوق النقد الدولي، المعيار الخاص لنشر البيانات (مرشد للمشاركين والمستخدمين)، مرجع سبق ذكره، ص 01.

تتطلب الشفافية تقسيم واضح وعادل للمسؤوليات والمهام داخل الصندوق والولوج السريع والمباشر للبيانات⁽¹⁾، وهناك العديد من الأمثلة على غياب الشفافية لصناديق الثروة السيادية، فمثلاً لم يستطع صندوق الادخار في كندا من الوصول إلى أهدافه طول فترة امتدت حوالي 25 سنة، كما لم تنجح العديد من صناديق الاستقرار في أذربيجان، فنزويلا، كازاخستان من حماية اقتصادياتها الوطنية جراء تقلبات الأسعار في الأسواق الدولية، حيث تسمح شفافية البيانات بتحقيق ما يلي:⁽²⁾

- جعل الصندوق أكثر كفاءة في إدارة موارده؛
- جعل الحكومة أكثر فعالية في تسيير وإدارة الصندوق؛
- ديمومة وسلامة سبل الاقتطاع من الصندوق وعدم تعريضه للاستنزاف جراء السياسات الحكومية التوسعية؛
- الوقاية من أزمات الميزانية للاقتصاد؛
- زيادة معدلات الثقة والمسؤولية داخل هيكل الصندوق؛
- زيادة معدلات الثقة وتحسين مناخ الاستثمار المحلي؛
- وصول الصندوق إلى الأهداف والاستراتيجيات التي تم التخطيط لها؛
- عدم تحويل الصندوق إلى أداة لتحقيق الأهداف الشخصية؛
- يساهم توفير البيانات والمعلومات في زيادة الثقة عن واقع ومستقبل الصندوق السيادي⁽³⁾؛

لذلك فقد دعت مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية في اجتماعاتها الخاصة ببلورة مسودة مبادئ سنتياغو، على ضرورة التحلي بالشفافية في إدارة الصناديق السيادية، الأمر الذي يساهم في الفهم الصحيح لأهداف الصناديق على المستوى الدولي، ومتابعة تطورات أصوله على المستوى المحلي⁽⁴⁾؛ كما دعا صندوق النقد الدولي من خلال تقريره المشار إليه بالمرشد 2007، إلى ضرورة تفعيل الشفافية في إدارة الموارد المختلفة سواء الطبيعية أو غيرها من ممتلكات الدول الأخرى،

(1) Brahim lakhlef, op.cit; P34.

(2) ibid.; P81.

(3) أودايرداس وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص68.

(4) مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية، مرجع سبق ذكره، ص02.

لتحقيق التنمية المستدامة وتفادي الأزمات السياسية والاقتصادية⁽¹⁾، وقد اعتمد على الشفافية في إعداد التقارير والمؤشرات المتعلقة بشفافية الصناديق السيادية، حيث نجدتها في:

- تعد الشفافية من النقاط الأساسية التي تعتمد عليها المؤسسات الدولية كالمجلس الأوروبي، برنامج عمل صندوق النقد الدولي، الاتفاقية المبرمة بين الولايات المتحدة وسنغافورة وديي⁽²⁾؛
- الشفافية أساس مبادئ سنتياغو؛
- الشفافية أساس معيار لينبرغ مادول؛
- الشفافية أحد المؤشرات الفرعية لمؤشر ترومان للحكومة؛

2- متطلبات إرساء الشفافية في الصندوق: لكي يتم تصميم صندوق سيادي ذو شفافية عالية يجب على إدارته

التقيد بمجموعة من المبادئ والأسس التي تضمن إرساء الشفافية في إدارة أصوله، من بينها:⁽³⁾

1-2 بيانات دورية ومتواصلة: يجب على إدارة الصندوق أن تضع جداول زمنية محددة لنشر البيانات الجديدة، والخاصة بالعمليات التي قام بها الصندوق السيادية.

2-2 بيانات متاح للاطلاع العام: أن يتم الإبلاغ عن مواعيد نشر البيانات في وقت مسبق، كما يجب أن تتاح البيانات لجميع الأطراف في الوقت واحد.

3-2 بيانات موضوعية: وهذا لإضفاء طابع الثقة في الإدارة التي تدير الصندوق، ويستلزم هذا الإبلاغ عن الشروط الواجب استيفاؤها لإنتاج الإحصائيات، وتحديد المسؤولين الحكوميين الذين يمكنهم الاطلاع على البيانات قبل نشرها، وتحديد الجهات المحولة لإصدار التقييم والإبلاغ عن التعديلات التي تتم على ضوء التقييم السابق.

(1) FMI; Guide du FMI sur la transparence des recettes des ressources naturelles 2007; op.cit; P04.

(2) Alain demarolle; rapport sur les fonds souverains; op.cit; p18.

(3) صندوق النقد الدولي، المعيار الخاص لنشر البيانات (مرشد للمشاركين والمستخدمين)، مرجع سبق ذكره، ص02.

2-4- بيانات ذات جودة: وهذا من خلال نشر جميع المصادر التي تم الاعتماد عليها في إعداد البيانات، كما يوصي

ميثاق صندوق النقد الدولي لتحقيق الممارسات السليمة في مجال شفافية المالية العامة إلى ضرورة نشر المعلومات التالية:⁽¹⁾

- توضيح العلاقات بين الصندوق والميزانية الحكومية في نصوص قانونية محكمة مقيدة لأي تجاوزات ممكن حدوثها؛
- توضيح عمليات الإيداع في الصندوق المبنية على أسس يمكن تتبعها بشكل سلس من قبل الاقتصاديين والخبراء؛
- توضيح عمليات الاقتطاع وحجمها وفتراتها وأسبابها وعرضها على البرلمان والمصادق عليها كنفقات إضافية جديدة؛
- إعلام الجمهور بمعلومات عن إدارة الصندوق السيادي ومسيريته ومعايير الاختيار المبنية على الكفاءة والخبرة المهنية؛
- الالتزام بنشر المعلومات والبيانات الخاصة بالصندوق السيادي في الوقت المناسب وبالجدول الزمني المتفق عليها؛

المطلب الخامس: الرقابة على عمل الصندوق

الرقابة هي عملية الاطلاع الفورية والمستمرة على الأشغال الموكلة إلى أحد الأطراف الاقتصادية، وتحديد مدى القدرة على الوفاء بالالتزامات والوصول إلى الأهداف المعلنة، والرقابة على عمل الصندوق السيادي هي عملية تسليط الضوء على العناصر السابقة (الهيكل المؤسسي والحوكمة، العمل وفق قواعد الميزانية، العمل وفق قواعد الاستثمار، شفافية المعطيات والبيانات)، بحيث يتم قياس مدى احترامها للقواعد المتفق عليها، ويعتبر الفصل بين الجهة المالكة والمسيرة للصندوق السيادي من أهم عناصر تحقيق الرقابة الفعلية، لكونه يعمل على تعزيز الاستقلالية التشغيلية لإدارة الصندوق السيادي⁽²⁾، وهذا لأن الجهة المالكة والتي عادة ما تكون الحكومة لا بد من أن تمارس نفوذها في تسيير الصندوق، لاستخدامه في تمويل النفقات العمومية، ولذلك من الواجب أن يتم الفصل بين المسؤولين الحكوميين ومديري الصندوق السيادي⁽³⁾.

1- أهمية الرقابة على أشغال الصندوق: إن الرقابة أداة مهمة لإدارة الأموال العامة، سواء تلك المبرجة في الميزانية

العامة، أو الأصول المملوكة من قبل الصندوق السيادي⁽⁴⁾، والرقابة مطلب أساسي ومهم في حوكمة الصندوق السيادي، حيث تسمح الرقابة المستقلة الداخلية والخارجية بتتبع مراحل وخطوات الصندوق، كما أن الرقابة الداخلية والخارجية تمثل

(1) صندوق النقد الدولي، ميثاق الممارسات السليمة في مجال شفافية المالية العامة، مرجع سبق ذكره، ص 07.

(2) أودايرداس وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 68.

(3) ايريك لو بورينو وإبراهيم الجمالي، مرجع سبق ذكره، ص 78.

(4) Pierre Christian Atangana; op.cit; P29. <http://www.archipel.uqam.ca/5462/1/M12802.pdf> : 03/02/2018 à 00:20

الإطار المتكامل للرقابة العامة، التي تعمل على تجنب المخاطر وتحقيق الأهداف وحماية الصندوق، بالإضافة إلى أن وجود رقابة

فعالة تؤدي بالضرورة إلى إدارة مخاطر فعالة، حيث تسمح العملية ب:⁽¹⁾

- تقسيم واضح للمسؤوليات بين الصناديق والكيانات الحكومية الأخرى؛
- أن يكون الصندوق السيادي مستقلاً إدارياً؛
- أن يعمل الصندوق وفق مبادئ الإفصاح عن السياسات العامة؛
- أن يتم الاطلاع الدوري والمباشر على كامل التقارير بشكل مفصل؛
- تضمن الرقابة وجود محاسبين خارجيين مستقلين يصادقون على جميع التقارير والبيانات الصادرة عن إدارة الصندوق؛

2- مستويات الرقابة الفعالة: لضمان عمليات الرقابة الجيدة على أشغال الصندوق السيادي، فإن ذلك يتطلب

مستويات مختلفة من الهيئات التي تشرف على الرقابة، والتي يجب أن تمثل الحق العام وأن تتصف بالحيادية، من بينها:

2-1 السلطة التشريعية: وتشمل عمليات البرلمان الخاصة بمراقبة نشاطات الصندوق السيادي، حيث تفرض تقديم

تقارير دورية تفصيلية عن العمليات الاستثمارية، تطور العائد، تطور الأصول، درجات المخاطر...، والإبلاغ عن الحالات غير القانونية وغير المبررة إلى السلطات القانونية، كما يجب أن يتم عرض التقارير على لجنة مختصة في الميدان، تضم خبراء واقتصاديين أو من الممكن أن يستعين البرلمان بأي شخصية أو هيئة مختصة يراها ضرورية لتقييم أداء الصندوق السيادي.

2-2 السلطة القضائية: تتجسد السلطة القضائية في عمل المحاكم، التي تقوم على فرض احترام الحكومة وباقي

المؤسسات الوطنية للقوانين الدستورية، وهي شكل قوي من أشكال الرقابة المستقلة، حيث يمنح استقلالية السلطة القضائية وغياب النفوذ والضغوط السياسية من زيادة الحوكمة وفرض الرقابة الحقيقية، كما تعتبر أداة هامة في مراجعة التقارير الدورية

للصندوق السيادي، وكمثال على الرقابة القضائية قضت محكمة الاستئناف في تيمور- ليشتي عام 2008 بعدم قانونية

سحب مبلغ 290.7 مليون دولار من صندوق النفط، بسبب غياب المبررات التشريعية لعملية السحب من الصندوق⁽²⁾.

(1) Andrew Bauer; fonds de ressources naturelles, op.cit ; P85.

(2) ibid; P27.

2-3 مدقي الحسابات المستقلين: هي مكاتب حسابات مستقلة تعمل على تدقيق عمليات الصناديق السيادية،

مثل ما موجود في صندوق بولا في بوتسوانا صندوق ترينيداد وتوباغو، صندوق الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي في الشيلي، حيث تساهم هذه المكاتب في مراجعة دقيقة للحسابات والعمليات المالية، وعرضها في تقارير موجهة للبرلمان ووزارة المالية والشعب، ومن مميزات مدقي الحسابات توفرها على الخبرة المحاسبية المهمة في التقييم الدوري الدقيق للصندوق السيادي⁽¹⁾.

2-4 وسائل الإعلام: حيث يكفل الإعلام تغطية جميع مراحل ونشاطات الصندوق السيادي، مثل التلفاز، الراديو،

الانترنت، وكذا توفير روابط بين إدارة الصندوق والجمهور، كما يمكن أن يشكل وسيلة لفضح الممارسات غير المقبولة والمنافية للقوانين التي يمكن حدوثها.

2-5 المنظمات الدولية: توفر بعض المنظمات والمجموعات الدولية تقييماً مباشراً ودقيقاً لتوجهات عمليات الصندوق

السيادي، مثل صندوق النقد الدولي منظمة التنمية والتعاون الاقتصادي، المعهد المتخصص في صناديق الثروة السيادي، مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية منظمة الشفافية الدولية الشفافية، مؤسسة « إديوين م. ترومان»، حيث تمنح حسابات علمية مدققة وكافية لمعرفة مدى نجاح الصندوق السيادي ومعدلات الحوكمة والشفافية التي يعمل وفقها، ويشير في هذا الإطار ميثاق الممارسات السليمة لشفافية المالية العامة لصندوق النقد الدولي، أنه يمكن أن تقدم التقارير الدورية لأنشطة الصندوق السيادي إلى هيئات دولية معروفة بمعاييرها العالمية الدقيقة في بيان شفافية الممارسات، تتضمن خبراء دوليين مستقلين لمعرفة الاتجاه العام للتنبؤات المالية التي يرمي إليها الصندوق⁽²⁾.

(1) Andrew Bauer; fonds de ressources naturelles, op.cit ; P90.

(2) صندوق النقد الدولي، ميثاق الممارسات السليمة في مجال شفافية المالية العامة، مرجع سبق ذكره، ص08.

3- شروط الرقابة الفعالة: لضمان تحقيق رقابة فعالة على أعمال الصندوق، وضمان السير الحسن لمختلف أجهزته

ومختلف العمليات المالية والاستثمارية التي يقوم بها، فإنه من الواجب أن تمتلك الهيئات الرقابية للصندوق بعض الشروط

الأساسية لسيادية أشغالها من بينها:

- **الاستقلالية:** أن تتمتع أجهزة الرقابة في الدولة بشكل عام، والمكلفة بمتابعة صندوق الثروة السيادي بمزايا الاستقلالية

عن السلطة الحاكمة، وأن لا تتقيد بتعليماتها وتوجيهاتها كي لا تصبح قراراتها منحازة وغير موضوعية، حيث نجد المؤسسات

ذات الطابع المستقل بشكل كامل في الدول ذات الأنظمة الديمقراطية الحقيقية، وتغيب في الدول المتخلفة ذات الأنظمة

الشمولية.

- **السلطوية:** أن تتصف قرارات الهيئات الرقابية بمواصفات القوانين الردعية، وأن يكون لديها الضغط الكافي للتصحيح

والمواجهة، وهذا يعني أن تتمتع قرارات الهيئات الرقابية بالقوة القانونية اللازمة لتصحيح أوضاع الصناديق السيادية، لتفعيل

المتابعات القضائية في الحالات التي تستدعي ذلك⁽¹⁾.

- **الحيادية:** وهو الجانب الذي يرتبط بشكل وثيق مع معيار الاستقلالية، حيث تعني حيادية الهيئات الرقابية المكلفة بمتابعة

الصناديق السيادية، بأن تكون بعيدة بنفس الأبعاد عن مختلف الهيئات المسيرة أو المالكة أو المشرفة على عمل الصندوق، كما

تعتبر الهيئات الرقابية بمثابة جزر منعزلة عن باقي المؤسسات الحكومية الأخرى، تنفذ تعليمات المراقبة بكل شفافية وحرفية.

- **الكفاءة:** أن تتضمن الهيئات المكلفة بمراقبة الصناديق السيادية لخبرات عالية في ميدان المال والأعمال والخبرة القانونية

والاقتصادية، بالشكل الذي يكفل لها رصد أي هفوات أو أي أخطاء يقع فيها مسيرو الصندوق السيادي، كما تسمح الخبرة

باكتشاف مواضع الخلل ودوائر النقص المتعمد من طرف القائمين على الصندوق.

(1) بري نور الدين، محاضرات في قانون الضبط الاقتصادي، جامعة عبد الرحمان ميرة، بجاية، السنة الجامعية (2015-2016)، ص26.

المبحث الثاني: تقييم صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر

لقد قامت الجزائر باستغلال الفوائض المالية التي تترتب على إيرادات تصدير المحروقات بداية من سنة 2000، بالقيام بإنشاء صندوق سيادي، من نوع الصناديق السيادية التي تهدف إلى استقرار الميزانية، وهذا لتفادي التذبذبات الحاصلة في أسعار المحروقات، حيث سنقوم في هذا المبحث بتحليل الطبيعة القانونية والتنظيمية لهذا الصندوق، والدوافع الاقتصادية التي سمحت بإنشائه، كما نقوم بإجراء مسح تقييمي لاستخدامات الصندوق من حيث موارده ونفقاته، من حيث التزامه بمبادئ الحوكمة والشفافية المتعامل بها في باقي الصناديق السيادية، وكذا تقييم الصندوق على مستوى الحوكمة والشفافية وأطر الرقابة المفروضة عليه من الهيئات العليا.

المطلب الأول: الطبيعة القانونية والتنظيمية لصندوق ضبط الإيرادات

سنحاول في هذا المطلب تحليل أهم المعطيات الاقتصادية التي سبقت إنشاء صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر، مع التركيز على تأثيرات قطاع النفط على المؤشرات الاقتصادية، ثم نشير إلى ماهية الصندوق وأهم التعديلات القانونية والتشريعية التي أُلزم بها منذ إنشائه سنة 2000.

1- الظروف الاقتصادية التي سبقت إنشاء صندوق ضبط الإيرادات:

تزامن إنشاء صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر مع تحقيق مؤشرات اقتصادية ومالية إيجابية، حيث حققت الميزانية العمومية رصيдаً موجباً وصل إلى 400 مليار دج⁽¹⁾، وهو الأمر الذي شجع الدولة على استعمال هذه الفوائض في تشكيل صندوق يعمل على حماية الموازنة والاقتصاد الوطني مستقبلاً من تقلبات أسعار النفط باعتباره اقتصاداً ريعياً بامتياز.

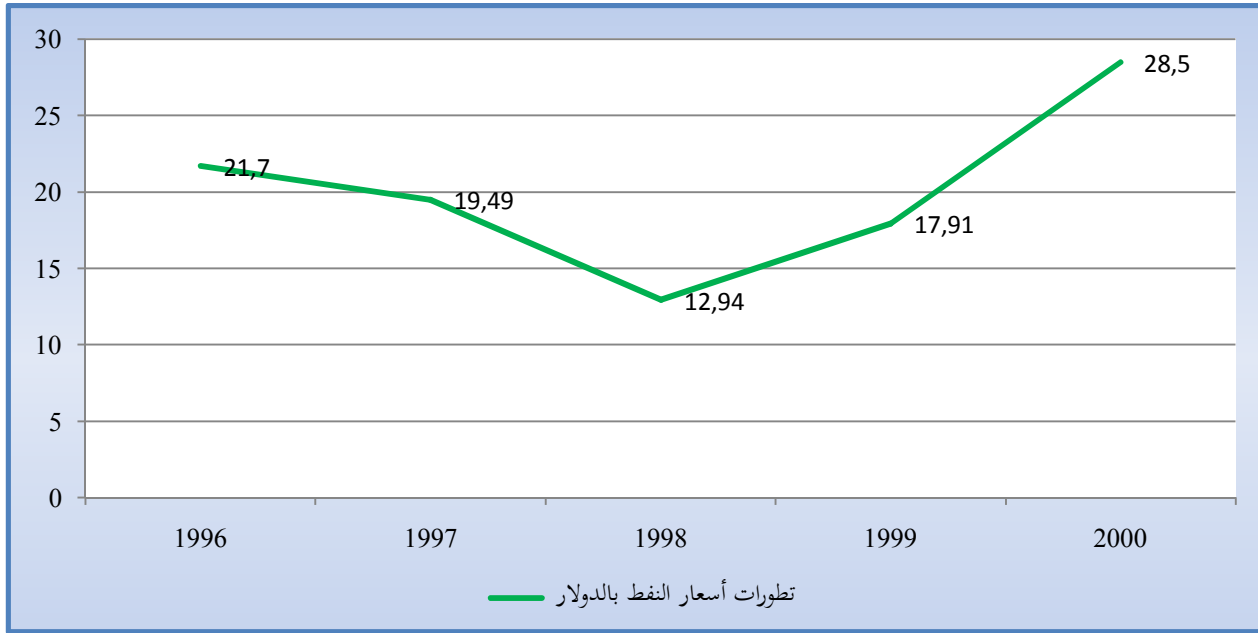
1-1 تطورات أسعار النفط في الفترة (1996-2000):

الأولى من سنة (1996-1998) أين انخفضت فيها الأسعار إلى حدود 12.94 دولار للبرميل سنة 1998، ثم ارتفعت أسعار النفط بداية من سنة 1999 لتصل في سنة 2000 إلى 28.5 دولار⁽²⁾.

(1) إحصائيات بنك الجزائر: على الرابط الإلكتروني <http://www.la banque d'algerie.dz/>

(2) أرقام الديوان الوطني للإحصائيات: على الرابط الإلكتروني <http://www.ons.dz/>

شكل رقم (50): تطورات أسعار النفط بالدولار للفترة (1996-2000) (الوحدة: دولار/ البرميل)



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على إحصائيات بنك الجزائر:

على الرابط الإلكتروني <http://www.la banque d'algerie.dz/>

نلاحظ أن أسعار النفط عرفت تذبذباً حقيقياً في هذه الفترة، حيث عرفت تراجعاً بداية من سنة 1997 وصولاً إلى أدنى قيمة لها سنة 1998 التي وصل فيها سعر البترول إلى 12.94 دولار للبرميل، ثم عرفت هذه المادة الإستراتيجية انتعاشاً في الأسعار أو صدمة بتروولية موجبة بداية من سنة 1999، حيث وصل سعر برميل النفط إلى 17.91 دولار للبرميل، ثم ارتفع إلى غاية 28.5 دولار للبرميل في سنة 2000، وهذا التطور كان نتيجة العديد من الأسباب منها ارتفاع الطلب العالمي على الطاقة، استقرار معدلات العرض في السوق العالمي خاصة في منظمة أوبك، زيادة حدة المضاربة وزيادة معدلات النمو الاقتصادي العالمي خاصة في الولايات المتحدة الأمريكية والصين واليابان ودول الاتحاد الأوروبي باعتبارهم أحد المناطق الأكثر طلباً على الطاقة في العالم، وأحد أهم الاقتصاديات العالمية من حيث الناتج الداخلي الخام⁽¹⁾، وعليه فقد عرفت هاتين السنتين تحقيق فوائض نفطية عالية لمجموع الدول المصدرة للنفط وتحقيق فوائض في الموارد الجبائية البترولية للعديد من الدول ومنها الجزائر على سبيل المثال، التي جنت من هاته الفترة فائض في الميزانية نهاية سنة 2000 قدر بـ 400 مليار دج.

(1) ماجد المنيف، صناديق الثروة السيادية ودورها في إدارة الفوائض النفطية، مرجع سبق ذكره، ص 19.

1-2 تطورات الميزان التجاري في الفترة (1996-2000): يعرف الميزان التجاري في الجزائر ارتباطاً وثيقاً

بقطاع المحروقات من ناحية الصادرات، حيث يمثل ما قيمته 96.25% كمتوسط للفترة (1996-2000) من إجمالي الصادرات، والباقي يمثل بعض من المنتجات الزراعية والتمور، وهو توزيع غير متجانس مما يجعل الاقتصاد الجزائري عرضة للآزمات الاقتصادية، في حال انخفاض الأسعار في الأسواق العالمية⁽¹⁾.

جدول رقم (31): مؤشرات الميزان التجاري للفترة (1996-2000) (الوحدة: مليار دولار)

السنوات	1996	1997	1998	1999	2000
إجمالي الصادرات	13.22	13.82	10.14	12.32	21.65
صادرات المحروقات	12.65	13.18	9.77	11.91	21.06
صادرات أخرى	0.57	0.64	0.37	0.41	0.59
نسبة المحروقات إلى إجمالي الصادرات %	95.6	95.36	96.35	96.67	97.27
الواردات	9.09	8.13	8.63	8.96	9.35
احتياطي الصرف	4.20	8.05	6.84	4.40	11.90
رصيد الميزان التجاري	4.13	5.69	1.51	3.36	12.30

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على إحصائيات بنك الجزائر:

على الرابط الإلكتروني <http://www.la banque d'algerie.dz/>

عرفت سنة 1998 انخفاضاً في أسعار البترول أدى إلى انخفاض إجمالي الصادرات إلى 10.14 مليار دولار منها 9.77 مليار دولار صادرات المحروقات والأخرى صادرات خارج المحروقات، مما أدى إلى انخفاض رصيد الميزان التجاري من 5.69 مليار دولار سنة 1997 إلى 1.51 مليار دولار سنة 1998 وانخفاض احتياطي الصرف الأجنبي إلى 6.84 مليار دولار وهو ما يمثل 7.56 من عدد أشهر الاستيراد⁽²⁾، ومع الارتفاع التدريجي لأسعار النفط بداية من سنة 1999 ارتفعت الصادرات من 12.32 مليار دولار إلى 21.65 مليار دولار سنة 2000، حيث مثلت نسبة صادرات المحروقات في هذه السنة حوالي 97.27% من إجمالي الصادرات، وقد انعكست هذه الوضعية على رصيد الميزان التجاري الذي سجل فائضاً قدره 12.30 مليار دولار وقيمة 11.90 مليار دولار من احتياطيات الصرف الأجنبية.

⁽¹⁾ من إعداد الطالب بالاعتماد على إحصائيات بنك الجزائر: على الرابط الإلكتروني <http://www.la banque d'algerie.dz/>

⁽²⁾ زايري بلقاسم كفاية الاحتياطيات الدولية في الاقتصاد الجزائري، مرجع سبق ذكره، ص 59.

1-3 تطورات المالية العمومية في الفترة (1996-2000): تعتمد الحكومة في بناء تقديراتها السنوية على

الميزانية العامة للدولة، هادفة بذلك إلى تنفيذ البرامج والسياسات الاقتصادية العامة، وتحقيق المشاريع والبنية التحتية وتشديد المؤسسات العمومية المختلفة، حيث تحتوي الميزانية على شقين الأول خاص بالإيرادات، يسجل فيه جميع الموارد المالية الممكن جلبها خلال السنة، والتي تتضمن الجباية العادية، الجباية غير العادية، المساعدات والهبات، القروض العامة، المساعدات الأجنبية...، والشق الثاني خاص بالنفقات وينقسم بدوره إلى نفقات التسيير التي تتضمن نفقات السير العادي للإدارات والمؤسسات والمرافق العامة للدولة، ونفقات التجهيز الموجهة للاستثمارات ذات الطابع الاقتصادي والإداري والاجتماعي كتشييد الطرقات، بناء السدود، بناء المساكن...⁽¹⁾، وتتأثر الميزانية السنوية في الجزائر بشكل كبير بمستوى الجباية البترولية، على اعتبار أن ميزانية الدولة تعتمد بشكل أساسي على هذا النوع من الجباية بنسبة تفوق 60%⁽²⁾.

جدول رقم (32): عمليات الخزينة العمومية للفترة (1996-2000) (الوحدة: مليون دينار)

السنوات	1996	1997	1998	1999	2000
إيرادات جبائية	786 600	878 778	708 384	874 888	1 522 739
- جباية بترولية	495 997	564 765	378 556	560 121	1 173 237
- جباية عادية	290 603	314 013	329 828	314 767	349 502
إيرادات غير جبائية	38 557	47 890	66 127	75 608	55 422
المجموع	825 157	926 668	774 511	950 496	1 578 161
النفقات	724 609	845 196	875 739	961 682	1 178 122
الرصيد	100 548	81 472	101 228	11 186	400 039

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على أرقام الديوان الوطني

للإحصائيات: على الرابط الإلكتروني <http://www.ons.dz/>

نلاحظ من الجدول أعلاه، اعتماد الموازنة العامة في الجزائر على الجباية البترولية بشكل أساسي في تكوين الإيرادات

الجبائية، حيث انتقلت من نسبة 63.05% سنة 1996 ووصولاً إلى 77.04% سنة 2000، حيث تغطي الجباية

(1) يلس شاوش بشير، المالية العامة المبادئ العامة وتطبيقاتها في القانون الجزائري، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 2008، ص 28-62.

(*) حيث يضع معهد صناديق الثروة السيادية صندوق ضبط الإيرادات على لائحة الصناديق السيادية العالمية، بحساب إجمالي الأصول المملوكة وسنة التأسيس، وتصنيفه على أنه صندوق استقرار ممول من الموارد البترولية، ومصنف على مؤشر لينبرغ مادول. للمزيد من المعلومات: أنظر معهد صناديق الثروة السيادية على الرابط الإلكتروني: <http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-ranking>

(2) من إعداد الطالب بالاعتماد على أرقام الديوان الوطني للإحصائيات: (office national des statistiques)

على الرابط الإلكتروني: <http://www.ons.dz/>

البتروولية لوحدها في متوسط فترة الدراسة نسبة 67.26% من النفقات العامة للدولة، وقد وصلت سنة 2000 إلى تغطية شاملة للنفقات وصلت إلى حدود 99.58% كما لا تمثل الجباية العادية سوى 35.63% في متوسط الفترة من إجمالي الإيرادات الجبائية للموازنة، حيث سجلت أعلى قيمة لها سنة 1998 بـ 46.56% وأدنى قيمة لها سنة 2000 بـ 22.95%، ولا تغطي الجباية العادية سوى 35.46% من إجمالي النفقات الواردة في الميزانية، أي تقريبا لا تكفي سوى لثلث النفقات العامة أو لأربع أشهر من السنة المالية، كما نلاحظ انخفاض حجم الجباية العادية إلى إجمالي الإيرادات العامة عبر السنوات، وهذا مرده إلى العديد من الأسباب من بينها ضعف المنظومة الجبائية، زيادة التهرب الضريبي، بالإضافة إلى الارتفاع الذي طرأ على الجباية البترولية مع تطور بطيء للجباية العادية، حيث نلاحظ ارتفاع الجباية البترولية من 495 997 مليون دج سنة 1998 إلى 1 173 237 مليون دج سنة 2000، في حين انتقلت الجباية العادية من 290 603 مليون دج سنة 1998 إلى 349 502 مليون دج سنة 2000.

وقد عرفت نهاية الفترة محل الدراسة تحسناً ملحوظاً في رصيد الموازنة العامة للدولة، حيث حقق فائض قدره +400 مليار دج، مما سمح للدولة بإنشاء صندوق ضبط الإيرادات في شهر جوان 2000، كما يمكننا القول أن الفترة (1996-2000) عرفت تحسناً ملحوظاً في المؤشرات الاقتصادية الكلية، من خلال تحسن الميزان التجاري وميزان المدفوعات، وتسجيل الميزانية العمومية رصيماً موجباً مدفوعة بتحسين أسعار المحروقات في الأسواق الدولية، على اعتبار أن الاقتصاد الجزائري شديد الارتباط بقطاع المحروقات⁽¹⁾.

2- تعريف صندوق ضبط الإيرادات: صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر (fund de regulation des)

(resources) تعتبره الكثير من المؤسسات الدولية على غرار المعهد الدولي للصناديق السيادية، على أنه صندوق سيادي من نوع صناديق الاستقرار^(*)، حيث أنشأ الصندوق بموجب قانون المالية التكميلي لسنة 2000 المدون تحت رقم

(1) من إعداد الطالب بالاعتماد على أرقام الديوان الوطني للإحصائيات: (office national des statistiques)

على الرابط الإلكتروني <http://www.ons.dz>

(*) حيث يضع معهد صناديق الثروة السيادية صندوق ضبط الإيرادات على لائحة الصناديق السيادية العالمية، بحسب إجمالي الأصول المملوكة وسنة التأسيس، وتصنيفه على أنه صندوق استقرار ممول من الموارد البترولية، ومصنف على مؤشر لينبرغ مادول. للمزيد من المعلومات: أنظر معهد صناديق الثروة السيادية على الرابط الإلكتروني: <http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-ranking>

(2000/02) المؤرخ في 27 جوان 2000، حيث ذكرت المادة العاشرة منه " يفتح في كتابات الخزينة حساب تخصيص خاص رقم (302-103) بعنوان صندوق ضبط الموارد"⁽¹⁾.

3- التعديلات القانونية التي خضع لها الصندوق

لقد جرت بعض التعديلات على الأحكام الواردة في قانون المالية التكميلي لسنة 2000 الخاصة بإنشاء صندوق ضبط الإيرادات، خاصة على مستويات الإنفاق من الصندوق، نذكر من بينها:

3-1 المرسوم التنفيذي رقم (67/02): صدر هذا المرسوم في 06 فيفري 2002 لتحديد كيفية سير حساب

التخصيص الخاص بصندوق ضبط الإيرادات، حيث ذكرت المادة الثانية منه أن يفتح الحساب لدى كتابات أمين الخزينة الرئيسي، ويحدد قرار من الوزير المكلف بالمالية قائمة الإيرادات والنفقات المسجلة على هذا الحساب، كما توضح كيفية متابعة وتقييم هذا الحساب من قبل الوزير، ويعد الوزير برنامج عمل يوضح فيه الأهداف المسطرة وكذا آجال الإنجاز⁽²⁾.

3-2 قانون المالية لسنة 2004: عدل هذا القانون أحكام المادة العاشرة من قانون المالية التكميلي لسنة 2000

وحررت بالصيغة التالية: " يفتح في كتابات الخزينة حساب تخصيص خاص رقمه (302-103) عنوانه "صندوق ضبط الإيرادات" حيث أضاف إيراداً جديداً لموارد الصندوق تتمثل في تسبيقات بنك الجزائر الموجهة للتسيير المسبق للمديونية الخارجية، حيث يظهر من خلال قانون المالية لسنة 2004 نية الدولة في التخلص المبكر من المديونية الخارجية ومن خدمات فوائد الدين الخارجي، مما يسمح بإزالة القيود على النمو باستخدام الفوائض المالية التي حققتها الدولة في هذه الفترة"⁽³⁾.

(1) قانون رقم: (02/2000) المؤرخ في 24 ربيع الأول 1421 الموافق لـ 27 جوان 2000 المتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2000، الصادر في الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، العدد (37)، المؤرخ في 28 جوان 2000، ص 07.

(2) المرسوم التنفيذي رقم: (67/02) المؤرخ في 23 ذي القعدة 1422 الموافق لـ 06 فيفري 2002، الصادر في الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، العدد (11)، المؤرخ في 13 فيفري 2002، ص 35.

(*) ظهرت الميزانية أول مرة في إنجلترا عام 1688 عندما قامت الثورة وأقرت بالزامية إعداد وثيقة تضم الإيرادات والنفقات الجارية في الدولة، وهذا بسبب تعاظم النفقات الحكومية الموجهة للحروب والنزاعات، ثم انتشر هذا النظام في باقي دول أوروبا والعالم، وأصبحت اليوم وثيقة رسمية من وثائق الدولة تسمح ببناء تصوري لمجموع الموارد والمصروفات التي تقوم بها الحكومة. أنظر (الدكتور علي زغدود، المالية العامة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 2008، ص 67).

(3) قانون رقم (03-22) المؤرخ في 04 ذي القعدة 1424 هـ الموافق لـ 28 ديسمبر 2003، الصادر في الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، العدد (83)، المؤرخ في 29 ديسمبر 2003، المتضمن قانون المالية لسنة 2004، ص 28.

3-3 المرسوم التنفيذي رقم (232/04): جاء هذا المرسوم تحت رقم (232/04) المؤرخ في 04 أوت 2004

معدلاً للمرسوم التنفيذي رقم (67/02) المؤرخ في 06 فيفري 2002 المتعلق بصندوق ضبط الإيرادات، حيث ورد في باب الإيرادات فائض القيمة الناتج عن مستوى إيرادات جبائية بترولية يفوق تقديرات قانون المالية، تسبيقات بنك الجزائر الموجهة للتسيير النشاط للمديونية الخارجية، وأية إيرادات أخرى مرتبطة بالصندوق، أما في باب النفقات فقد ورد ما يلي: تعويض ناقص القيمة الناتج عن مستوى إيرادات جباية بترولية يقل عن تقديرات قانون المالية، والحد من المديونية العمومية⁽¹⁾.

4-3 القرار المؤرخ في 04 ديسمبر 2005: جاء هذا القرار ليحدد قائمة الإيرادات والنفقات المقيدة في حساب

التخصيص الخاص رقم (302-103) الخاص بصندوق ضبط الإيرادات، حيث يقيد في هذا الحساب ضمن خانة الإيرادات فائض القيمة الناتج عن مستوى إيرادات جبائية بترولية يفوق تقديرات قانون المالية، تسبيقات بنك الجزائر الموجهة للتسيير النشاط للمديونية الخارجية وكل الإيرادات الأخرى المتعلقة بتسيير الصندوق، أما النفقات فقد تضمنت: تعويض ناقص القيمة الناتج عن مستوى إيرادات جباية بترولية يقل عن تقديرات قانون المالية، تخفيض المديونية العمومية عن طريق تسديد الدين العمومي الداخلي والخارجي الأصلي الذي بلغ أجله وكل تسديد مسبق للدين العمومي⁽²⁾، وهنا نلاحظ إستراتيجية الحكومة الرامية إلى التخلص من المديونية العمومية الداخلية والخارجية ومن أعبائها، وإعادة تنشيط حركية الاقتصاد الوطني، وهذا بدافع الارتفاع المستمر لإيرادات الجباية البترولية، حيث وصل فائض الجباية البترولية الموجهة للصندوق سنة 2005 إلى 2.090 مليار دج، مما سمح باقتطاع 247.8 مليار دج لتخفيف المديونية العمومية⁽³⁾.

(1) المرسوم التنفيذي رقم (232/04) المؤرخ في 17 جمادي الثانية 1425 هـ الموافق لـ 04 أوت 2004، الصادر في الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، العدد (49)، المؤرخ في 08 أوت 2004، ص 25.

(2) قرار مؤرخ في 02 ذي القعدة 1426 الموافق لـ 04 ديسمبر 2005، الصادر في الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، العدد (23)، المؤرخ في 12 أبريل 2006، ص 20.

(3) نفسه، ص 21.

(*) تعرف النفقة العامة على أنها عملية استعمال الدولة أو أحد أركانها لمبلغ مالي قصد تحقيق حاجة عامة، حيث تعبر النفقة عن خروج مصروفات مالية من ذمة حكومية للذمة خدمات عامة، كما يمكننا القول أنها مخصصات مالية تضعها الدولة في سبيل الإنفاء بخدمات عامة، أو هي الأموال التي يتم من خلالها سد الحاجات العامة، وتنقسم النفقات العامة إلى نفقات التسيير المرتبطة بسير المصالح العمومية للدولة مثل أجور المستخدمين والعمال وتجهيزات المكاتب والإدارات... ونفقات التجهيز الموجهة للاستثمارات ذات الطابع الاقتصادي والإداري والاجتماعي كتشبيد الطرقات، بناء السدود، بناء المساكن...

3-5 المرسوم التنفيذي رقم 397/06 المؤرخ في 12 نوفمبر 2006: عدل هذا القانون المرسوم التنفيذي

(02-67)، حيث جاءت المادة الرابعة منه على النحو التالي: في باب الإيرادات: دون تغيير، في باب النفقات: تمويل عجز الخزينة دون أن يقل رصيد الصندوق عن 740 مليار دج وتخفيض المديونية العمومية، حيث نلاحظ أن هذا التعديل لم يحدد حالات العجز التي تخضع لدعم الصندوق، كما أنه قام بتسقيف موجودات الصندوق إلى مستوى لا ينزل تحت 740 مليار دج⁽¹⁾، وهي إشارة إلى محاولة الحكومة المحافظة على رصيد الصندوق لمواجهة أي نفقات تنشأ على المدى القريب أو المتوسط ومواجهة صدمات بتزولية مستقبلية، غير أن الغريب في الأمر أنه لماذا لم يتم تسقيف اقتطاعات الصندوق الموجهة لتغطية والتستر عن عجز الميزانية؟ لأنه من المفروض ولاعتبارات تتعلق بعدم الإسراف في النفقات العامة يجب تسقيف المسحوبات لا تسقيف الموجودات من جهة⁽²⁾، ومن جهة أخرى لأن قيمة 740 مليار دج لا تمثل سوى ربع الموجودات المالية التي وصلت إليها أرصدة الصندوق سنة 2014، مما يعني أن للحكومة الحق في التصرف في ثلاث أرباع رصيد صندوق ضبط الإيرادات، وهنا تطرح إشكالية الرقابة التشريعية على الصندوق وعلى الحسابات الخاصة بصفة عامة.

3-6 قانون المالية لسنة 2017: صدر قانون المالية التكميلي في ظل ظروف اقتصادية تميزت بتدهور أسعار

المحروقات، وانخفاض مستويات أرصدة صندوق ضبط الإيرادات إلى مستويات منخفضة من جراء الاقتطاعات المستمرة لتمويل الميزانية العمومية، حيث أضاف قانون المالية الأخير اقتطاع آخر يوجه إلى تمويل عجز الخزينة، حيث ذكر في المادة (121) منه التي تعدل المادة العاشرة من قانون المالية التكميلي لسنة 2000، حيث ورد في باب النفقات: تخفيض المديونية العمومية، تمويل عجز الخزينة دون ذكر مستوى رصيد الصندوق الذي لا ينبغي النزول تحته⁽³⁾.

(1) المرسوم التنفيذي رقم 397/06 المؤرخ في 20 شوال 1427 هـ الموافق لـ 12 نوفمبر 2006، الصادر في الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، العدد (72)، المؤرخ في 15 نوفمبر 2006، ص16.

(2) نبيل بوفليح، فعالية صناديق الثروة السيادية كأداة لتسيير مداخيل النفط في الدول العربية، مرجع سبق ذكره، ص85.

(3) قانون رقم 14/16 المؤرخ في 28 ربيع الأول 1438 هـ 28 ديسمبر 2016، المتضمن قانون المالية لسنة 2017، الصادر في الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، العدد (77)، المؤرخ في 29 ديسمبر 2016، ص50.

المطلب الثاني: تقييم صندوق ضبط الإيرادات على مستوى الاستخدام

تتضمن إيرادات صندوق ضبط الإيرادات فوائض القيم الجبائية الناتجة عن مستوى أعلى لأسعار المحروقات على تلك المتوقعة ضمن قانون المالية وكل الإيرادات الأخرى المتعلقة بتسيير الصندوق، أما بالنسبة للنفقات التي يتكفل بها ذات الصندوق فتتضمن ضبط نفقات وتوازن الميزانية المحددة عن طريق قانون المالية السنوي وتخفيض الدين العمومي⁽¹⁾.

1- طرق تمويل الصندوق: يتم تمويل الصندوق من خلال الفوائض المالية المترتبة على تجاوز سعر البترول في الأسواق العالمية، السعر المرجعي لبرميل النفط المحدد في قانون المالية، حيث يتم ضخ السيولة الفائضة إلى الصندوق لضمان تمويل دائم ومستقر للنفقات العمومية وتفادي حالات العجز المسجلة⁽²⁾، وتعويض الاختلالات الناتجة عن مستوى إيرادات الجباية البترولية تقل عن تقديرات قانون المالية، نلاحظ أن صندوق ضبط الإيرادات من الحسابات الخاصة للخرينة، وينتمي بالتحديد إلى حسابات التخصيص الخاص وهي حسابات مستقلة عن الموازنة العمومية، وفي هذا الإطار يمكننا الإشارة إلى جزئيتين مهمتين:

☞ **الجزئية الأولى:** إن إيرادات الصندوق محددة أساساً بفوائض الجباية البترولية الناتجة عن سعر بترول يتجاوز السعر المرجعي المحدد في الميزانية العمومية، وبما أن الأسعار تتميز بالتذبذب فإن موارد الصندوق ستتميز بالتذبذب الموازي للأسعار

⁽¹⁾ قانون رقم: (02/2000) المؤرخ في 24 ربيع الأول 1421 الموافق لـ 27 جوان 2000 المتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2000، الصادر في الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، العدد (37)، المؤرخ في 28 جوان 2000، ص 07.

(* الحسابات الخاصة هي أرصدة مالية تفتحها الحكومة في الخزينة، تقترح مواردها وتشير إلى نفقاتها وتمتيز بطابع مؤقت، تلحق في النظام المالي في الجزائر بموضوع الميزانية العامة ويصادق عليها البرلمان، وتعتبر مؤقتة كونها لا تعتبر إيرادا نهائيا ولا إنفاقا نهائيا، بمعنى أن بعض النفقات لا نهائية تسترد بعد مدة زمنية، بحيث أنه عندما تزول ظروف حجزها تسلم لوجهتها، كما أن هناك بعض النفقات تخرج من الخزينة في صورة مؤقتة مثل السلفات والقروض الموجهة للولايات والبلديات، فهي تسترد في وقت لاحق وعليه فهي ليست إنفاقا بالمعنى الحقيقي، وعليه فإن الحسابات الخاصة للدولة هي حسابات تفتح للعمليات المالية ذات الطبيعة المؤقتة، ولهذا فهي لا تعرض على الهيئة التشريعية المتمثلة في البرلمان، مما يعرضها لانتقاد شديد حول صيغ التعامل مع هذه الحسابات خاصة مع تعاضم الأموال التي تحتويها، والحسابات الخاصة للخرينة مفهوم غامض وغير واضح المعالم والحدود، يبقى في نظر الكثير من فقهاء الميزانية والاقتصاد موضوع غير محدد بصفة شاملة أنظر (بلس شاوش بشير، المالية العامة المبادئ العامة وتطبيقاتها في القانون الجزائري، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 2008، ص 107).

... لقد عرفت الجزائر الحسابات الخاصة بعد الاستقلال، بشكل موروث عن طابع التسيير المالي للخرينة الفرنسية، والتي مدد العمل بتشريعاتها في التسيير الاقتصادي والمالي للجزائر المستقلة من خلال قانون 157/63 المؤرخ في 31 ديسمبر 1962، حيث تكاثرت عدد الحسابات الخاصة بالخرينة بشكل كبير وساد غموض شديد في طرق إنشائها وتمويلها ومحددات الإنفاق بما وطرق خلقها، ولتفادي هذا تضمن قانون المالية لسنة 1966 المجاز في الأمر رقم 320/65 ... وتقييم حسابات التخصيص الخاص، وتوجد أربع أنواع الحسابات الخاصة وهي حسابات التخصيص الخاص، الحسابات التجارية، حسابات التسيقات، حسابات القروض، حساب التسوية مع الحكومات الأجنبية.

⁽²⁾ عبد المجيد قدي، الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة، مرجع سبق ذكره، ص 07.

الدولية، أي أن موارده معطى خارجي لا تتحكم فيها الدولة هذا من جهة، ومن جهة أخرى تم الإشارة إلى كل الإيرادات المتعلقة بسير الصندوق، والتي لا نرى أنها تعوض أي نقص يطرأ على الإيرادات المحددة لهذا الصندوق.

☞ **الجزئية الثانية:** في باب النفقات نرى أن للصندوق وظيفيتين إحداهما على المستوى الداخلي وتتعلق بضبط نفقات وتوازن الميزانية في حالة حدوث عجز في رصيد الميزانية، والثانية تخفيض الدين العمومي الداخلي سواء بالطريقة البنكية أو باقي الطرق الأخرى، أما على المستوى الخارجي فقد أوكلت للصندوق مهام تخفيض المديونية العمومية الخارجية.

وقد عرف الصندوق تطورات هامة في مخزونه المالي حيث انتقل من 232.1 مليار دج سنة 2002 إلى 5633.8 مليار دج نهاية سنة 2013، ويعود هذا الارتفاع إلى جملة من الأسباب من أهمها تطور أسعار النفط من 28.5 دولار سنة 2000 إلى 112.9 دولار للبرميل سنة 2011، اقتصار دور الصندوق على التسديد المسبق للمديونية التي انخفض حجمها إلى 3.396 مليار دولار سنة 2013 بعدما وصلت سنة 2000 إلى 25.2 مليار دولار، ثم انتقل الصندوق سنة 2006 إلى المساهمة في تمويل عجز الميزانية العمومية.

2- العمليات التي جرت على صندوق ضبط الإيرادات: تكمن العمليات المدرجة على صندوق ضبط الإيرادات

من خلال ما أقره قانون المالية التكميلي لسنة 2000 وباقي القوانين الأخرى المعدلة والمتممة له، حيث تضخ الأموال إلى الصندوق وتسمى إيداعا وتسحب منه لإغراض عامة ويسمى سحبا، بالنسبة للإيداع يكون في الاتجاه الموجب إذا كان إيداع السنة الجارية (n) أكبر من إيداع السنة السابقة (n-1)، ويكون الإيداع في الاتجاه السالب إذا كان إيداع السنة الجارية (n) أقل من إيداع السنة السابقة (n-1)، أما السحب: يكون السحب من الصندوق في الاتجاه الموجب إذا كان السحب السنة الجارية (n) أكبر من السحب في السنة السابقة (n-1)، ويكون الإيداع في الاتجاه السالب إذا كان السحب السنة الجارية (n) أقل من السحب السنة السابقة (n-1)، وعليه يحسب رصيد الصندوق في نهاية السنة من خلال جمع رصيد الصندوق في السنة السابقة (n-1) زائد إجمالي إيداعات السنة الجارية (n) ناقص إجمالي السحب للسنة الجارية (n).

2-1 الإيداعات الموجهة للصندوق: تشمل موارد فائض القيم الجبائية الناتجة عن أسعار النفط تتجاوز السعر المقدر

في الميزانية، بالإضافة إلى تسبيقات بنك الجزائر وكل الإيرادات الأخرى المتعلقة بسير الصندوق، والجدول التالي يوضح ذلك.

جدول رقم (33): موارد صندوق ضبط الإيرادات للفترة (2000-2016) (الوحدة: مليون دينار)

السنوات	الجباية البترولية الموجهة للميزانية	الجباية البترولية المحصلة	الفائض الموجه للصندوق	تسيقات بنك الجزائر	إجمالي موارد الصندوق قبل الاقتطاع
2000	720 000	1 173 237	453 237	-	453 237
2001	840 600	964 464	123 864	-	356 001
2002	916 400	942 904	26 504	-	198 038
2003	836 060	1 284 974	448 914	-	476 892
2004	862 200	1 485 649	623 449	-	944 391
2005	890 000	2 267 836	1 377 836	-	2 090 524
2006	916 000	2 714 000	1 798 000	-	3 640 686
2007	973 000	2 711 848	1 738 848	-	4 669 893
2008	1 715 400	4 003 559	2 288 159	-	5 503 690
2009	1 927 000	2 327 675	400 675	-	4 680 747
2010	1 501 700	2 820 720	1 319 020	-	5 634 775
2011	1 529 400	3 829 720	2 300 320	-	7 143 157
2012	1 519 040	4 054 349	2 535 309	-	7 917 011
2013	1 615 900	3 678 131	2 062 231	-	7 695 982
2014	1 577 730	3 388 050	1 810 625	-	7 373 831
2015	1 722 940	2 275 132	552 192	-	4 960 351
2016	1 682 550	1 781 100	98 550	-	2 172 396

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على إحصائيات وزارة المالية: (المديرية العامة للتوقعات والسياسات)

على الرابط الإلكتروني: www.dgpp-mf.gov.dz/rétrospective أطلع عليه يوم 15 مارس 2018

نلاحظ من الجدول أعلاه أن الفائض المحصل من الجباية البترولية ناقص الجباية المقدره على أساس السعر المرجعي للنفط، انخفض سنة 2002 إلى حدود 26.504 مليون دج نتيجة لزيادة حصة الخزينة من الجباية بسبب رفع السعر المرجعي، بالإضافة إلى انخفاض سعر البترول سنتي (2001-2002) بأكثر من ثلاث دولارات عن سنة 2000، مما أدى إلى انخفاض العوائد الجبائية البترولية من 1.173.237 مليون دج سنة 2000 إلى 942.904 مليون دج سنة 2002، ثم عرفت انتعاشاً بداية من سنة 2003 لتصل سنة 2008 إلى قيمة 2.288.159 مليون دج، ونلاحظ أن نهاية سنة 2008 وبداية سنة 2009 عرفت انخفاضاً في الفوائض الموجهة لصندوق ضبط الإيرادات وصلت إلى 400.675 مليون دج، نتيجة الظروف الاقتصادية العالمية التي شهدتها المرحلة والتي أدت إلى ركود اقتصادي ضرب الدول الصناعية الكبرى،

وألقي بضلاله على الطلب العالمي للطاقة وعلى مستوى الإنتاج الصناعي العالمي، ثم ارتفع الفائض الموجه للصندوق إلى 2.535.309 مليون دج سنة 2012، لينخفض بعدها إلى 98.550 مليون دج سنة 2016 وهو أدنى تحويل منذ سنة 2002، وبهذا نقول أن عملية الإيداع في الصندوق ارتبطت بالجباية البترولية وأسعار المحروقات بشكل أساسي، مما أدى إلى تدهور القيم المحولة للصندوق بداية من سنة 2015 مع انخفاض أسعار المحروقات في الأسواق العالمية.

2-2-2-2 الاقتطاعات التي جرت على الصندوق:

شملت الاقتطاعات من صندوق ضبط الإيرادات جميع عمليات السحب الموجه إلى تخفيض الدين الداخلي والخارجي لضمان توازن الميزانية العمومية، وتمويل عجز الخزينة دون أن يقل رصيد الصندوق عن 740 مليار دج حسب قانون المالية التكميلي لسنة 2006.

جدول رقم (34): مسحوبات صندوق ضبط الإيرادات للفترة (2000-2016) (الوحدة: مليون دينار)

السنوات	تخفيض الدين العمومي الداخلي والخارجي	إعادة تسبيقات بنك	تمويل عجز الخزينة	إجمالي الاقتطاعات
2000	221 100	-	-	221 100
2001	184 467	-	-	184 467
2002	170 060	-	-	170 060
2003	156 000	-	-	156 000
2004	222 703	-	-	222 703
2005	247 838	-	-	247 838
2006	618 111	-	91 530	709 641
2007	314 455	607 956	531 952	1 454 363
2008	465 437	-	758 180	1 223 617
2009	-	-	364 282	364 282
2010	-	-	791 938	791 938
2011	-	-	1 761 455	1 761 455
2012	-	-	2 283 260	2 283 260
2013	-	-	2 132 471	2 132 471
2014	-	-	2 965 672	2 965 672
2015	-	-	2 886 505	2 886 505
2016	-	-	1 387 938	1 387 938

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على إحصائيات وزارة المالية: (المديرية العامة للتوقعات والسياسات) على الرابط الإلكتروني: www.dgpp-mf.gov.dz/rétrospective أطلع عليه يوم 15 مارس 2018.

يمكننا تقسيم مراحل الاقتطاعات التي مر بها الصندوق بمرحلتين:

المرحلة الأولى: الفترة الممتدة من (2000-2005) نلاحظ أن الاقتطاعات بدأت بتخفيض الدين العمومي، كما نص عليه قانون المالية التكميلي لسنة 2000، حيث وصل مجموع هذه الاقتطاعات إلى 1.202.168 مليون دج، وقد تضمنت سنة 2004 تخصيص مبلغ 57.144 مليون دج لتخفيض المديونية العمومية الخارجية.

المرحلة الثانية: تنطلق من سنة 2006 عندما أضيف اقتطاع آخر لصندوق ضبط الإيرادات يتمثل في تمويل عجز الخزينة حيث تضاعف السحب من صندوق ضبط الإيرادات لتمويل العجز بأكثر من 32 مرة، حيث انتقل من 91.530 مليون دج إلى 2.886.505 مليون دج نهاية سنة 2015، ثم إلى 1 387 938 مليون دج سنة 2016، ليصل إجمالي ما تم سحبه من الصندوق إلى 17.775.372 مليون دج، منها 14.62% فقط لتخفيض المديونية وحوالي 81.95% لتمويل عجز الخزينة⁽¹⁾، وهو سحب متسارع يوحى إلى أن الاقتطاع من صندوق ضبط الإيرادات أصبح وسيلة مفضلة وسهلة في يد الحكومة.

3- فعالية الصندوق على مستوى الاستخدام الداخلي والخارجي: نقصد بها قدرته على الإيفاء بالأهداف

التي تم تسطيرها في القانون التأسيسي، ومجمل التعديلات القانونية التي عرفها، والتي تتضمن تمويل عجز الميزانية والتخفيض من المديونية العمومية والمساهمة في تمويل عجز الخزينة، حتى تتمكن من إعطاء تقييم عام على عمل صندوق ضبط الإيرادات.

3-1 فعالية الصندوق في تخفيض الدين العمومي: عمل صندوق ضبط الإيرادات منذ إنشائه سنة 2000 إلى

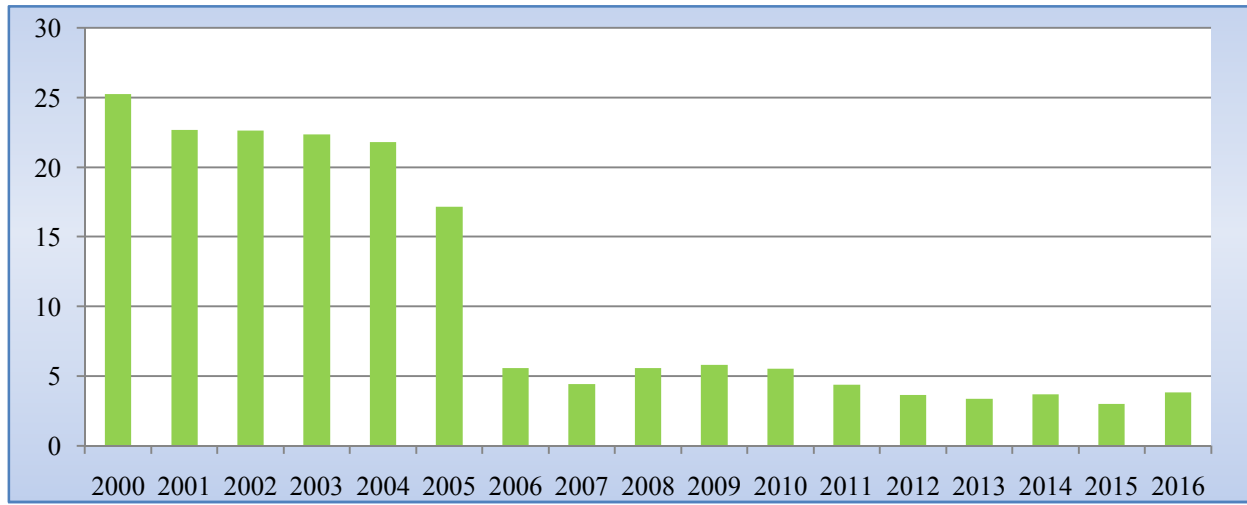
غاية سنة 2008، على تخصيص 2.600.171 مليون دج لتخفيض المديونية العمومية الداخلية والخارجية، وهو ما ساهم بشكل كبير في تحرير الاقتصاد الوطني، من المديونية العمومية بشكل عام والمديونية الخارجية بشكل خاص، والتي انخفضت من 25.2 مليار دولار سنة 2000 إلى حوالي 3.8 مليار دولار سنة 2016⁽²⁾.

⁽¹⁾ إحصائيات وزارة المالية: (المديرية العامة للتوقعات والسياسات) على الرابط الإلكتروني:

[http:// www.dgpp-mf.gov.dz/rétrospective](http://www.dgpp-mf.gov.dz/rétrospective) : أطلع عليه يوم 15 مارس 2018.

⁽²⁾ نفسه.

شكل رقم (51): تطورات الدين الخارجي للجزائر للفترة (2000-2016) (الوحدة: مليار دولار)



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على إحصائيات وزارة المالية: (المديرية العامة للتوقعات والسياسات)

على الرابط الإلكتروني: www.dgpp-mf.gov.dz/rétrospective أطلع عليه يوم 15 مارس 2018.

لقد قامت الجزائر بالتسديد المسبق للمديونية⁽¹⁾، وهذا تفادياً لتكرار سيناريو السنوات السابقة أين شكل الدين الخارجي

وخدمة الفوائد ضمن آجال محدودة عبئاً يثقل كاهل الاقتصاد الوطني^(*)، ولهذا فقد عملت الدولة سنة 2004 على تسديد

جزء من ديونها الخارجية، مما أدى إلى تقليص المديونية إلى 17.192 مليار دولار سنة 2005، ثم إلى حدود 3.849 مليار

دولار نهاية سنة 2016⁽²⁾، ثم إلى حدود 3.962 مليار دولار خلال الربع الثاني من سنة 2017 منها 1.777 مليار

دولار ديون متوسطة وطويلة الأجل و 2.071 مليار دولار كديون قصيرة الأجل⁽³⁾، وقد وصلت قيمة خدمة الدين العام

الخارجي في الجزائر سنة 2016 إلى 281.3 مليون دولار، بنسبة قدرت ب 0.9% إلى الصادرات من السلع والخدمات،

ونسبة 2.4% إلى الناتج المحلي الإجمالي في سنة 2016، حيث تعد نسبة ضعيفة مقارنة بباقي الدول العربية المقترضة⁽⁴⁾.

(1) نبيل بوفليح، فعالية صناديق الثروة السيادية كأداة لتسيير مداخيل النفط في الدول العربية، مرجع سبق ذكره، ص 87.

(*) حيث اضطرت الجزائر بعد فشل الإصلاحات الذاتية للخروج من الأزمة الناتجة عن انهيار أسعار المحروقات في سنة 1986، إلى تبني الإصلاحات المدعومة من صندوق النقد الدولي والبنك الدولي، من خلال برامج الاستعداد الائتماني وبرامج التثبيت والتعديل الهيكلي (أنظر: الهادي خالدي، المرأة العاكسة لصندوق النقد الدولي مع الإشارة لعلاقته بالجزائر، أبريل 1996، ص 195).

(2) إحصائيات وزارة المالية: (المديرية العامة للتوقعات والسياسات): <http://www.dgpp-mf.gov.dz/rétrospective> أطلع عليه يوم 15 مارس 2018.

(3) بنك الجزائر، النشرة الإحصائية الثلاثية، رقم 40، ديسمبر 2017، ص 16. متوفر على الرابط الإلكتروني:

http://www.bank-of-algeria.dz/html/bulletin_statistique_2017AR.htm أطلع عليه يوم 2018/05/22.

(4) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2017، أبو ظبي 2017، ص 171-173.

(*) يوجد (12) دولة عربية مقترضة سنة 2016 وهي: الأردن، تونس، الجزائر، جيبوتي، السودان، عمان، جزر القمر، لبنان، مصر، المغرب، موريتانيا واليمن.

(أنظر التقرير الاقتصادي العربي الموحد: http://www.amf.org.ae/sites/all/libraries/pdf.js/web/viewer.html?file=..._8A.pdf)

غير أن إستراتيجية الدفع المسبق للدين العمومي الخارجي للجزائر، يمكن تفسيرها من زاويتين:

- **وجهة النظر الأولى:** إن توجه الدولة لتصفية مديونيتها الخارجية توجه صائب، ويعمل على تخفيف الأعباء على الاقتصاد الجزائري ومصروفات خدمة الدين، بالإضافة إلى التخلص من التبعية الأجنبية، ويبقي الدولة بعيدة عن الضغوط الأجنبية وإملاءات المؤسسات المالية، مثل ما حدث سنوات التسعينيات وتكرار سيناريوهات إعادة الجدولة.
- **وجهة النظر الثانية:** من ناحية مغايرة يشكل التسديد المسبق للمديونية الخارجية فرصة ضائعة، تكمن في عدم استخدام هذه الأصول في إنجاز استثمارات محلية أو أجنبية، تخلق منها عوائد مالية يتم بها تسديد المديونية الخارجية، كما أن هذا الطرح يفضي إلى التساؤل عن قدرة الدولة على استخدام فوائضها المالية⁽¹⁾.

3-2- فعالية الصندوق في تخفيض عجز الميزانية:

ذكرت المادة السادسة من قانون المالية لسنة 1984 أن الميزانية العامة للدولة تتشكل من " الإيرادات والنفقات النهائية للدولة المحددة سنوياً بموجب قانون المالية والموزعة وفق الأحكام التشريعية والتنظيمية المعمول بها"⁽²⁾.

حيث ينجم عجز الميزانية عن الحالات التي تفوق فيها النفقات العامة حجم الإيرادات السنوية، ويحدث هذا في الاقتصاد الجزائري عادة نتيجة تراجع أسعار النفط وانخفاض الجباية البترولية اللازمة لتغطية نفقات الميزانية، باعتبار أن الجباية البترولية تمثل نسبة هامة من إجمالي الإيرادات العامة للموازنة، وقد وردت الأحكام التشريعية المرتبطة بتمويل عجز الميزانية من السحب من صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر في قانون المالية التكميلي لسنة 2017، حيث سمح هذا القانون بالتمويل من الصندوق دون شرط أو قيد⁽³⁾.

(1) عبد المجيد قدي، الاقتصاد الجزائري والنفط (فرص أم تحديات)، المؤتمر العلمي حول التنمية المستدامة والكفاءة الاستخدامية للموارد المتاحة، جامعة سطيف 08/07 أفريل 2008، ص 05.

(2) القانون 17/84 المؤرخ في 08 شوال 1404 الموافق لـ 07 جويلية 1984 المتعلق بقوانين المالية، ص 1040، الصادر في الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، العدد (28) المؤرخ في 10 جويلية 1984. على الرابط: <https://www.joradp.dz/FTP/Jo-Arabe/1984/A1984028.pdf>

(3) قانون رقم 14/16 المؤرخ في 28 ديسمبر 2016، المتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2017، الصادر في الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، العدد (77)، المؤرخ في 29 ديسمبر 2016، ص 50.

جدول رقم (35): دور الصندوق في تمويل عجز الميزانية للفترة (2000-2016) (الوحدة: مليون دج)

السنة	الرصيد العام للخزينة	التمويل البنكي	التمويل غير البنكي	التمويل من صندوق ضبط الإيرادات	التمويل الخارجي	الاقراض الداخلي
2000	-54 381	-175 344	105 680	221 100	-97 055	-
2001	55 226	-136 962	85 335	106 974	-110 573	-
2002	-16 065	58 129	32 827	0	-74 891	-
2003	-10 256	31 231	-86 034	156 000	-90 941	-
2004	-187 312	-287 500	57 726	470 256	-53 170	-
2005	-472 165	118 745	221 298	247 838	-115 716	-
2006	-647 310	-76 202	172 573	709 641	-158 702	-
2007	-1 281 954	-275 389	213 650	1 454 362	-110 669	-
2008	-1 381 158	-346 373	508 146	1 223 617	-4 232	-
2009	-1 113 701	93 460	655 258	364 282	701	-
2010	-1 496 476	30 146	674 339	791 938	53	-
2011	-2 468 847	-19 829	727 998	1 761 455	-777	-
2012	-3 246 197	51 546	913 836	2 283 260	-2 445	-
2013	-2 205 945	-165 461	241 112	2 132 471	-2 177	-
2014	-3 185 994	18 676	204 084	2 965 672	-2 438	-
2015	-3 172 340	152 546	136 614	2 886 506	-3 326	-
2016	-2 343 735	232 630	64 584	1 387 938	100 755	557 828

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على إحصائيات وزارة المالية: على الرابط الإلكتروني:

www.dgpp-mf.gov.dz/rétrospective أطلع عليه يوم 15 مارس 2018

يشير الجدول أعلاه، إلى اعتماد الدولة على أربع آليات اقتصادية في تغطية عجز الخزينة من خلال التمويل البنكي، التمويل غير البنكي والتمويل بواسطة صندوق ضبط الإيرادات أو عن طريق الدين الخارجي، إلا أننا نلاحظ هيمنة التمويل عبر صندوق ضبط الإيرادات في تمويل الخزينة العمومية وتغطية العجز السنوي المسجل، ويمكننا تقسيم تمويل صندوق ضبط الإيرادات لعجز الخزينة العمومية إلى ثلاثة مراحل:

المرحلة الأولى: تمتد من سنة 2000 إلى 2006 تضمنت الفترة ما قبل سنة 2006 حيث كانت التحويلات موجهة لتحقيق التوازن في الميزانية السنوية، وصلت خلالها التحويلات إلى حدود 1.202.168 مليون دج، ثم أضاف قانون المالية لسنة 2006 إنفاقا آخر من الصندوق لتمويل عجز الخزينة حيث انتقلت بموجبها التحويلات من 247.838 سنة 2005 إلى 709.641 مليون دج سنة 2006.

المرحلة الثانية: تمتد من سنة 2007 إلى 2009 انخفضت في هذه الفترة التمويل من الصندوق من 1.545.362 مليون دج سنة 2007 إلى 364.282 مليون دج سنة 2009، وهذا نتيجة انخفاض عجز الميزانية من -1.159.519 مليون دج سنة 2007 إلى -970.972 مليون دج سنة 2009، مما سمح بانخفاض العجز العام للخزينة من -1.281.954 مليون دج سنة 2007 إلى -1.113.701 مليون دج سنة 2009.

المرحلة الثالثة: تمتد من سنة 2010 إلى 2015 حيث عرفت التحويلات من صندوق ضبط الإيرادات لتمويل عجز الخزينة ارتفاعا كبيرا، انتقل بموجبه من 791.938 مليون دج سنة 2010 إلى أكثر من 2.965.672 مليون دج سنة 2014 لتتخف قليلا سنة 2015 إلى حدود 2.886.506 مليون دج، وهذا راجع إلى انتقال نفقات الموازنة من 4.466.940 مليون دج سنة 2010 إلى 7.656.331 مليون دج سنة 2015، وبشكل أدق نمو ميزانية التسيير بـ 73% وزيادة بحوالي 68.11% في جانب ميزانية التجهيز⁽¹⁾.

4- ملاحظات على استخدامات صندوق ضبط الإيرادات: نلاحظ من خلال ما سبق أن استخدامات الصندوق تتميز بمحدودية كبيرة في تحصيل الموارد اللازمة لسير الصندوق من جهة، ومن جهة أخرى تعدد أوجه الإنفاق.

4-1 محدودية موارد الصندوق: حيث تتضمن الموارد المالية للصندوق من فائض الجباية البترولية الناتجة عن أسعار أعلى من المقدرة في الميزانية العمومية، إضافة إلى تسبيقات بنك الجزائر وكل الإيرادات المتعلقة بالصندوق، غير أننا نلاحظ أن الإيداعات التي وجهت للصندوق شملت فقط الفائض المحول من الجباية البترولية المحصلة ناقص الجباية البترولية المقدرة في الميزانية العمومية السنوية، مع غياب تام لأي تسبيقات لبنك الجزائر وكذا للإيرادات المتعلقة بالصندوق، والتي لم يتم توضيحها بالشكل الكافي إذا ما كانت فوائد القروض التي يمكن أن يقدمها البنك أو أي استثمارات داخلية أو خارجية يمكن أن يستثمر الصندوق فيها أصوله، وعليه فإن قصور إيرادات الصندوق وأهداف الموجهة للاستقرار دون الاستثمار، أثرت بشكل كبير على وضعه الحالي ومستقبله على المدى القريب، خاصة مع تراجع أسعار النفط في السنتين الأخيرتين.

⁽¹⁾ إحصائيات وزارة المالية: (المديرية العامة للتوقعات والسياسات) على الرابط الإلكتروني:

www.dgpp-mf.gov.dz/rétrospective أطلع عليه يوم 09 فيفري 2017.

4-2 ضبابية الإنفاق في الصندوق: أولاً من ناحية الإنفاق تشير القوانين الخاصة بالصندوق أن يوضع الصندوق

لتمويل عجز الميزانية، إضافة إلى التخفيض من عجز الخزينة والحد من المديونية العمومية الداخلية والخارجية، حيث يعتبر الإنفاق الأخير توجه سليم للحكومة الجزائرية في سبيل رفع الأعباء على الاقتصاد الوطني، والتخلص من التبعية المالية للمؤسسات المالية التي أثقلت كاهل الاقتصاد، حيث أدى هذا إلى تخفيض المديونية الخارجية إلى قيم دنيا سواء ديون قصيرة الأجل وطويلة الأجل، أما بخصوص تمويل عجز الخزينة فهنا يطرح الإشكال؟ الذي يرتبط بوضع الصندوق كمورد لهامش مناورة لرفع النفقات العمومية بشكل غير مسبوق، حيث انتقلت من 91.530 مليون دج سنة 2006 إلى 2.965.672 مليون دج سنة 2014⁽¹⁾، وهو ما يمثل في تلك السنة حوالي 67.27% من رصيد صندوق ضبط الإيرادات⁽²⁾.

وهنا نلاحظ تعاضم المسحوبات المالية التي أحدثتها سياسة الإنفاق التوسعية التي تبنتها الحكومة، من خلال ثلاث مخططات تنموية وهي برنامج الإنعاش الاقتصادي (2001-2004)⁽³⁾، البرنامج التكميلي لدعم النمو (2005-2009)⁽⁴⁾ وبرنامج توطيد النمو الاقتصادي (2010-2014)⁽⁵⁾ والتي استنزفت ملايين الدولارات^(*).

في حين أن صندوق المعاشات الحكومية العام في الترويج يعمل على تحويل نسبة تقدر بـ 04 بالمائة من المداخل البترولية نحو الموازنة العامة واستثمار ما تبقى من أصوله في الخارج⁽⁶⁾، وفي غالب الأحيان لم تزد الأموال المحولة من الصندوق عن الأموال المودعة فيه، أي أن صندوق المعاشات الحكومية العام يتعامل بعقلانية مع موارد الصندوق ويستخدم حسابات دقيقة في عملية الاقتطاع الموجه لتمويل عجز الموازنة العمومية، وفي هذا الإطار تؤكد (أنجيلا ماكين) الأستاذة بجامعة أكسفورد

(1) إحصائيات وزارة المالية: (المديرية العامة للتوقعات والسياسات) على الرابط الإلكتروني:

www.dgpp-mf.gov.dz/rétrospective أطلع عليه يوم 15 مارس 2018

(2) على اعتبار أن رصيد الصندوق في نهاية سنة 2014 وصل إلى 4.408.159 مليون دج والاقتطاع الموجه في نفس السنة إلى تمويل عجز الميزانية وصل إلى 2.965.672 مليون دج، وبذلك نستنتج أن السحب من الصندوق وصل 67.27%، أي أن المسحوبات تفوق نصف أرصدة الصندوق.

(3) المجلس الوطني الاقتصادي والاجتماعي، تقرير الوضعية الاقتصادية والاجتماعية للجزائر، السادس الثاني 2001، ص 87.

(4) بوابة الوزير الأول، البرنامج التكميلي لدعم النمو (2005-2009).

(5) بيان اجتماع مجلس الوزراء، برنامج التنمية الخماسي (2010-2014)، 24 ماي 2010. <http://192.194.78.222.photos/gov/proar.pdf?php ESSID = 05FDF 04a7e542F8a67aFdao>

(*) برنامج الإنعاش الاقتصادي (2001-2004) بقيمة 07 مليار دولار البرنامج التكميلي لدعم النمو (2005-2009) بغلاف مالي قدره 150 مليار دولار، برنامج توطيد النمو الاقتصادي (2010-2014) بقيمة 286 مليار دولار.

(6) Norwegian ministry of finance; Budget 2017; p05.

At <http://www.statsbudsjettet.no/statsbudsjettet-2017/english/> «03/06/2018 à 14^h.01.»

لصحيفة وال ستريت الأمريكية أنه من المفروض التعامل بحذر مع عمليات السحب من الصندوق السيادي، والحذر من التدفقات المالية المفاجئة لصادرات المواد الأولية، لأن ذلك سيؤدي إلى استنزاف الأصول بسرعة والوقوع في الأزمات الاقتصادية التي يصعب الخروج منها بسهولة⁽¹⁾.

المطلب الثالث: تقييم الصندوق على مستوى الشفافية والحوكمة

يتميز صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر بمستوى ضعيف من الشفافية، وهذا ما تؤكد عليه جميع مؤشرات التي تمت دراستها في الفصول السابقة، على اعتبار أنه من الحسابات الخاصة التي تتميز بالضبابية وانعدام الشفافية، ولا يتم إشهار إلى جزء يسير من عملياتها إلى غرفة البرلمان، ومن خلال المعطيات المجمعة فقط.

1- طريقة تسيير الصندوق: تتولى وزارة المالية عمليات الإشراف على صندوق ضبط الإيرادات حسب قانون المالية

التكميلي لسنة 2000 باعتباره حساب من حسابات التخصيص الخاصة، دون الإشارة إلى إنشاء مجلس إداري يتكفل بعمليات الصندوق، وقد أنشأ صندوق ضبط الإيرادات لدى الخزينة العامة للدولة ضمن الحسابات الخاصة للخزينة، حيث أن مهمة تسيير والسحب من الصندوق ترجع إلى وزير المالية، فهو الأمر بالصرف الرئيسي لأصول هذا الصندوق والمشرف على تحصيل إيراداته، حيث يحدد التنظيم كيفية وطرق تطبيق هذه الأحكام الخاصة بكيفية تسيير موارد الصندوق⁽²⁾.

(1) The wall street journal; Sovereign-Wealth Funds Threatened by Government Spending Kazakhstan's experience shows how fast these funds can dwindle; <https://www.wsj.com/articles/sovereign-wealth-funds-threatened-by-government-spending-1482580802> By Simon Clark and Selina Williams Dec. 24, 2016 7:00 a.m. ET; 01-08-2018 à 01.15

At <http://www.statsbudsjettet.no/statsbudsjettet-2017/english/> «03/06/2018 à 14^h.01.»

... المؤرخة في 31 ديسمبر 1965، لأول مرة ترتيباً وتنظيماً للحسابات الخاصة، حيث فرض مزيداً من الشفافية في العمليات التي تتضمنها الحسابات وتقرر قفل جميع الحسابات الخاصة المفتوحة لغاية تاريخ 31 ديسمبر 1966 واشترط أن يكون إنشاؤها بمقتضى قانون المالية بدءاً من سنة 1967، وتعمل الحكومة على تسوية أرصدة الحسابات الخاصة ونقل جميع الأرصدة المتبقية من مجموع الحسابات المغلقة إلى حساب النتائج، في سنة 1984 أدرجت بعض الإصلاحات على هذه الحسابات من خلال قانون 07 جويلية 1984 حيث ورد مايلي " لا يتم فتح الحسابات الخاصة إلا بموجب قانون المالية، تنفذ وتطبق عمليات الحسابات الخاصة بنفس الشروط والميكانيزمات التي تتم بها عمليات الميزانية العامة للدولة"، هذا القانون لم يفصل في الرقابة البرلمانية بحيث أن البرلمان يصوت على الحسابات الخاصة بشكل إجمالي وعلى الحد الأقصى للنفقات المرخص بها لكل صنف، دون الحديث عن كل حساب على حدى.

(2) قانون رقم: (02/2000) المؤرخ في 24 ربيع الأول 1421 الموافق لـ 27 جوان 2000 المتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2000، الصادر في الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، العدد (37)، المؤرخ في 28 جوان 2000، ص 07.

2- الإطار التنظيمي والتشريعي للصندوق: إن صندوق ضبط الإيرادات لا يملك نظام قانوني وتشريعي خاص به

سوى ما تضمنه قانون المالية رقم (2000/37) المؤرخ في 28 جوان 2000 المعدل والمتمم بالقوانين التي أعقبته، حيث أن الصندوق أدرج ضمن حسابات التخصيص الخاص وهي حسابات تابعة للميزانية العمومية، تتميز في كونها حسابات مؤقتة لا تعتبر إيراد نهائي ولا إنفاق نهائي وتفتح للعمليات المالية ذات الطبيعة المؤقتة.

أي أن المشرع قام سنة 2000 بفتح صندوق ضبط الإيرادات وتقديره لارتفاع أسعار المحروقات مؤقت، غير أنه استمر لغاية خمسة عشرة سنة، مما سمح بتضخم أصول الصندوق إلى مستوى فاق 5.633.751 مليون دج سنة 2013⁽¹⁾، كما أن صندوق ضبط الإيرادات لا يتوفر على هيكل إداري ومجلس إدارة لتسيير موارده، بل هو كما قلنا حساب كباقي حسابات الخزينة مثل الصندوق الوطني للسكن والصندوق الوطني لدعم القرض المصغر...، في حين أن صندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج صندوق سيادي استثماري بمعنى الكلمة، له قانون خاص أنشأ سنة 1990 حيث أنشأت له سنة 2006 هيئة خاصة للتسيير وهي إدارة (NBIM)، بالإضافة إلى إنشاء مجلس الأخلاقيات لدراسة مجمل المشاريع الاستثمارية للصندوق، والتي يحظر فيها أن ترتبط بنشاطات تنتهك حقوق الإنسان أو تضر بالبيئة أو استثمارات ممنوعة دولياً وتتضمن هيئة (NBIM) مجلس إدارة ومجلس تنفيذي ومجلس استشاري ومجموعة قيادية مكلفة بتنفيذ الخطط⁽²⁾، كما تتكفل الهيئة العامة للاستثمار في الكويت بإدارة صندوق الاحتياطي (GRF) وصندوق احتياطي الأجيال (FGF) وتتضمن مجلس إدارة خاص يعين بموجب مرسوم ملكي وتتضمن هيكل إداري يشمل مجلس الإدارة والمدراء التنفيذيين.

⁽¹⁾ إحصائيات وزارة المالية: (المديرية العامة للتوقعات والسياسات) على الرابط الإلكتروني:

www.dgpp-mf.gov.dz/rétrospective أطلع عليه يوم 15 مارس 2018.

⁽²⁾ Richard Pomfret; Sovereign Wealth Funds in resource-rich countries; op.cit; p02.

ويوجد أربع حسابات تخصيص خاص، وهي الصندوق البلدي للتضامن، الصندوق البلدي للضمان، الصندوق الولائي للتضامن الصندوق الولائي للضمان، متزامنا في ذلك مع إصدار أول قانون بلدي وولائي في الجزائر المستقلة سنتي 1967 و1969، في سنة 1989 ولتفعيل الرقابة البرلمانية على الحسابات الخاصة للخزينة، بادر نواب الشعب بتعديل أحكام المادة 68 من قانون 07 جويلية 1984، حيث أوجب المشرع تقديم عدة وثائق إضافية للميزانية العامة للدولة تتضمن كشوف وبيانات بالإيرادات والنفقات، إلا أن هذه المبادرة لم تنجح وبقيت الرقابة على الحسابات الخاصة تسيير وفق المنهجية السابقة، وقد أوجب قانون المالية لسنة 2000 الأمرين بالصراف فيما يخص الحسابات التخصيص الخاص بإعداد برامج عمل تحدد فيها الآجال والأهداف، ويتم تحديد النفقات والإيرادات بموجب قائمة وتشكيل جهاز لمتابعة ذلك. أنظر المادة 70 من قانون 84/17 المؤرخ في 07 جويلية 1984، وقد أوجد قانون المالية لسنة 1968 المقرر بقانون 290/67 المؤرخ في 30 ديسمبر 1967.

حيث أن غياب مجلس لإدارة صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر، يعني عدم وجود أركان التقييم والمراقبة والمساءلة، في حين أن التجارب التي ذكرناها تسمح بمرافقة دائمة لإدارة الصندوق وتقييمها ومكافأتها على الإيجابيات وعقابها على الأخطاء، في حين تفرد وزارة المالية في الجزائر كمسير وحيد لصندوق ضبط الإيرادات من خلال وزير المالية، بصفته أمراً بالصرف لموجودات الصندوق، مما يجعله عرضة للحسابات السياسية الحكومية أكثر من المتطلبات الاقتصادية، وقد لوحظ هذا جلياً في انتهاج الحكومة لسياسة انفاقية توسعية أدت في كل مرة إلى تغطية العجزات المالية من الصندوق، كما أدى غياب إدارة للصندوق متخصصة إلى تقليل كفاءة عمل الصندوق لقلة التخصص في الميدان وغياب التأطير اللازم، ولكونه حساب تخصيص خاص مرفق بالميزانية، فإنه من الصعب الفصل بين التداخلات التي تطرأ بين وظيفته ووظيفة الميزانية.

المطلب الرابع: تقييم الصندوق على مستوى الرقابة

دفع غياب الشفافية والحوكمة في سير صندوق ضبط الإيرادات منذ إنشائه إلى غاية اليوم، إلى غياب أدنى معايير الرقابة على تحصيل موجوداته وصرف نفقاته.

1- مميزات الرقابة على حسابات التخصيص الخاص: كون صندوق ضبط الإيرادات من حسابات التخصيص الخاص، فإن ذلك يعني اتصافه بالميزات والخصائص التي تنفرد بها هاته الحسابات، ومن أبرزها أنها تتضمن قصوراً شديداً في الرقابة والحوكمة سواء الرقابة التشريعية أو الشعبية⁽¹⁾، حيث ورثت هذه الحسابات من النظام المالي الفرنسي وطبقت الجزائر عليها عدة إصلاحات أهمها قانون (84/17) المؤرخ في 07 جويلية 1984 الذي يشترط إنشاء الحساب بقوانين المالية، وتطبق عمليات الحسابات ضمن نفس القواعد التي تطبق فيها نظام الميزانية العمومية⁽²⁾، حيث بادر نواب الغرفة التشريعية في سنة 1989 بتفعيل الرقابة البرلمانية على الحسابات التي تضاعف حجمها وعددها بشكل كبير في حسابات الميزانية، حيث اشترط النواب تعديل المادة رقم (68) من قانون (84/17) وإجبارية تقديم جميع البيانات والإحصائيات الخاصة بالحسابات

(1) يلس شاوش بشير، مرجع سبق ذكره، ص109.

(2) قانون 17/84 المؤرخ في 08 شوال 1404هـ الموافق لـ 07 جويلية 1984 المتعلق بقانون المالية المعدل والمتمم، الصادر في الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، العدد (28)، المؤرخ في 10 جويلية 1984، المادة 48، ص1045.

الخاصة⁽¹⁾، غير أن هذا لم يتم، وبقي التصويت وفق القانون السابق على جميع الحسابات بشكل كلي ولا يتم بشكل منفرد على كل حساب وعلى الحد الأدنى من النفقات المرخص بها لكل صنف، دون الرجوع إلى كل حساب على حدى.

2- الرقابة على عمل صندوق ضبط الإيرادات: إن حال صندوق ضبط الإيرادات حال جميع الحسابات الخاصة

في الجزائر، لا تخضع لنظام رقابي فعال ولا لأسس الحكامة الرشيدة، عكس الصناديق الناجحة فمثلاً رأينا أن صندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج يخضع لأنواع متعددة من الرقابة الداخلية لوزارة المالية ومصالح البنك المركزي⁽²⁾، بالإضافة إلى رقابة خارجية تتمثل في رقابة الغرفة البرلمانية التي يلتزم الصندوق بتقديم تقارير مفصلة حول العمليات الاستثمارية التي يقوم بها ومدى تطور رصيد الصندوق في كل فترة، بالإضافة إلى الإجابة على أسئلة النواب المختلفة حول حاضر ومستقبل الصندوق، حيث تستعين الغرفة البرلمانية بمكاتب محاسبة عمومية وخاصة لتدقيق العمليات، بالإضافة إلى رقابة شعبية تتم من خلال وضع التقارير في متناول القاعدة الشعبية في الموقع الإلكتروني ومن خلال ندوات وملتقيات يشار فيها إلى التقارير والبيانات بشكل يومي⁽³⁾، في حين أن صندوق ضبط الإيرادات يفتقد إلى الرقابة بشكل كبير خاصة في ما يخص الاقتطاع أو الإنفاق، وكدليل على ذلك لاحظنا أن الهيئة التشريعية تصادق على السعر المرجعي للنفط المحدد في الميزانية، في حين أن الحكومة تستخدم الصندوق في تمويل العجز، أي بطريقة أو بأخرى استخدام أكبر لعوائد النفط، وعليه ففي بعض الحالات كانت الحكومة تصرف حوالي 80 دولار عن كل برميل نفط مصدر دون أي رقابة برلمانية⁽⁴⁾.

المطلب الخامس: واقع الصندوق ومبررات إصلاحه

لقد أصبح مستقبل صندوق ضبط الإيرادات مبهم في ظل الاقتطاعات الدورية والمستمرة من أصوله لتمويل العجز، إضافة إلى تصاعد وتيرة عجز الميزانية بالصورة التي كان عليها قبل إنشاء الصندوق، وبداية المخاوف من انطلاق توجه جديد من

⁽¹⁾ يلس شاوش بشير، مرجع سبق ذكره، ص109.

⁽²⁾ Natural Resource Governance Institute; Indice de Gouvernance des Ressources Naturelles 2017; p17.

<https://www.google.fr/url?url=https://resourcegovernance.org/sites/default/files/documents/2017-resource-governance-index-french.pdf&rct=j&frm=1&q=&esrc=s&sa=U&ved=0ahUKEwjAq8fy0q3bAhUDRhQKH-0CBEQFggeMAE&usg=AOvVaw1AxOfYV4Lp-miaUOXTPhmM>

⁽³⁾ NBIM; Government Pension Fund Global; Annual Report 2017; p22.

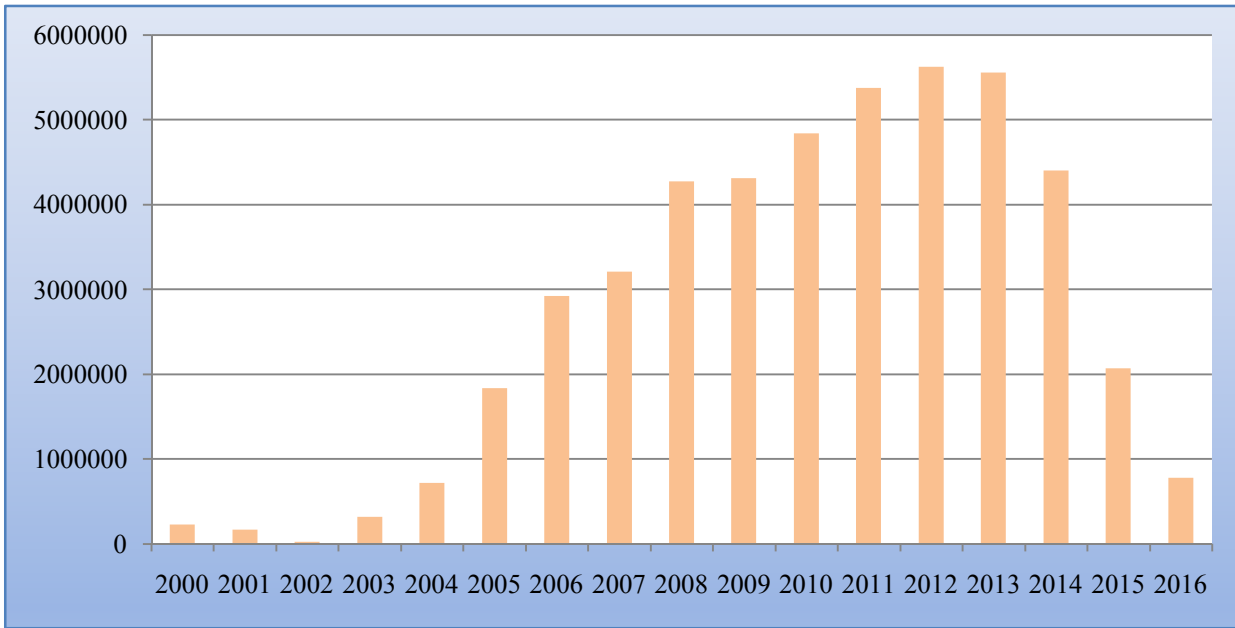
⁽⁴⁾ عبد المجيد قدي، الاقتصاد الجزائري والنفط، مرجع سبق ذكره، ص06.

الحكومة للاقتراض من المؤسسات المالية الدولية بنود ونصوص جديدة، وعليه فإن الصندوق السيادي الجزائري الذي بني خلال خمسة عشر سنة يضمحل اليوم خلال أشهر قليلة.

1- رصيد صندوق ضبط الإيرادات: يتم حساب رصيد صندوق ضبط الإيرادات في نهاية السنة المالية، من خلال

جمع رصيد الصندوق في السنة السابقة زائد إجمالي الإيداعات ناقص إجمالي الاقتطاعات المالية الواردة خلال السنة الجارية.

شكل رقم (52): رصيد صندوق ضبط الإيرادات في نهاية الفترة (2000-2016) (الوحدة: مليون دج)



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على إحصائيات وزارة المالية: (المديرية العامة للتوقعات والسياسات)

على الرابط الإلكتروني: www.dgpp-mf.gov.dz/rétrospective أطلع عليه يوم 15 مارس 2018.

نلاحظ الارتفاع المتزايد لرصيد صندوق ضبط الإيرادات في الفترة (2000-2013)، حيث انتقل من 232.1 مليون دج سنة 2000 إلى 5.563.512 مليون دج في سنة 2013 رغم جميع الاقتطاعات التي عرفها خصوصاً الموجهة لتمويل عجز الخزينة، إلا أن رصيد الصندوق بقي محافظاً على قيمته، وهذا يعود إلى الارتفاع المستمر لأسعار البترول التي وصلت سنة 2011 إلى 112.9 دولار للبرميل، غير أن سنتي (2014-2015) سارت بخلاف ذلك، حيث نلاحظ تراجع أرصدة الصندوق من 5.563.511 مليون دج سنة 2013 إلى 784.458 مليون دج سنة 2016، أي انخفضت بـ 4.779.053 في ظرف ثلاث سنوات، نتيجة انخفاض فوائض الجباية البترولية من 2.062.231 مليون دج

سنة 2013 إلى 98.550 مليون دج سنة 2016، وكذا ارتفاع الاقتطاعات من 2.132.471 مليون دج سنة 2013 إلى 2.886.505 مليون دج سنة 2015 ثم إلى 1.387.938 مليون دج سنة 2016.

2- مستقبل صندوق ضبط الإيرادات ومبررات إصلاحه: لقد دفعت المشاكل السابقة التي تكتنف سير صندوق ضبط الإيرادات، إلى تآكل رصيده المالي نتيجة الأزمة النفطية الأخيرة، حيث تم اقتطاع ما يفوق 17.775.372 مليون دج في الفترة (2000-2016)⁽¹⁾، للمحافظة على استقرار الميزانية العمومية وتمويل عجز الخزينة وإعادة تسبيقات بنك الجزائر والتخفيض من المديونية العمومية الداخلية والخارجية، غير أن هذا العمليات تمت في غياب أدنى معايير الرقابة والشفافية في تحويل الأموال من الصندوق، كما أدى تراجع أسعار النفط من متوسط سعر 96.29 دولار للبرميل سنة 2014 إلى 40.76 دولار للبرميل سنة 2016⁽²⁾، إلى تراجع فائض الجباية البترولية إلى 98.550 مليون دج سنة 2016، مما أدى إلى تراجع رصيد الصندوق إلى قيمة 784.458 مليون دج سنة 2016⁽³⁾، وقد أقر قانون المالية لسنة 2017 اعتماد سعر مرجعي للنفط بـ 50 دولار للبرميل، مما يعني أنه مع بقاء هذا النسق المرتفع من الاقتطاعات المالية من صندوق ضبط الإيرادات وبقاء أسعار النفط في مستويات منخفضة، فإن الصندوق ستتلاشى أصوله نهائياً .

(1) إحصائيات وزارة المالية: (المديرية العامة للتوقعات والسياسات)

على الرابط الإلكتروني: www.dgpp-mf.gov.dz/rétrospective أطلع عليه يوم 15 مارس 2018

(2) بيانات منظمة الدول المصدرة للنفط: (Organization of the Petroleum Exporting Countries) على الرابط الإلكتروني:

http://www.opec.org/opec_web/en/data_graphs/40.htm أطلع عليه يوم 23 ماي 2018.

(3) إحصائيات وزارة المالية: (المديرية العامة للتوقعات والسياسات)

على الرابط الإلكتروني: www.dgpp-mf.gov.dz/rétrospective أطلع عليه يوم 15 مارس 2018.

المبحث الثالث: نموذج مقترح للصندوق السيادي الجزائري

لقد أظهرت الأزمة المالية التي تمر بها الجزائر حالياً، سوء استخدام أصول صندوق ضبط الإيرادات، وعن الفرصة التي تم إضاعتها من خلال عدم الإقدام على استثمارات ذات فائدة، ومن عدم تأسيس صندوق سيادي حقيقي مبني على أسس ومعايير علمية دقيقة، حيث أن نجاح أي صندوق سيادي يقتضي مناظرته بالأهداف التي سطرها الدولة يوم إنشائه، وفي الجزائر ومن خلال تجربة قصصهوط الإيرادات، الذي وُجِدَ نظراً لظروف اقتصادية ملائمة، فقد أوجدت قوانين المالية مجموعة من الأهداف التي يعمل لأجلها هذا الصندوق، وهي الحفاظ على استقرار الميزانية وتمويل عجز الخزينة وتخفيض المديونية العمومية، إلا أن هذه التوجهات الاقتصادية تصطدم اليوم باختيار قياسي لأسعار المحروقات التي ستعلن عاجلاً أم آجلاً عن إفلاس الصندوق، وهذا ما يدفعنا إلى التساؤل عن مسببات هذا القصور في عمل الصندوق؟ وهل كان بالإمكان استخدام أصوله بكفاءة أكبر؟ وهل كان من المفيد استخدام فوائد استثمارات الصندوق دون السحب من أصوله؟ بالإضافة إلى محاولة تصحيح المبادئ التي يركز عليها صندوق ضبط الإيرادات من خلال صندوق سيادي جزائري، حيث سنعتمد على الدراسات النظرية الخاصة بإدارة الثروات الطبيعية، والدراسات السابقة المتعلقة بمقترح صندوق سيادي للجزائر، وأخيراً محاكاة تجارب الصناديق السيادية المذكورة سابقاً في الدراسة.

المطلب الأول: نوع الصندوق السيادي الواجب إنشاؤه في الجزائر

قبل الولوج إلى مقترح إنشاء صندوق سيادي للجزائر، لا بد من أن نشير في هذا الإطار إلى تحليل نوع الصندوق السيادي الواجب إنشاؤه في الجزائر، على ضوء المعطيات التي يتميز بها الاقتصاد الجزائري، بمعنى نوع الحاجات الاقتصادية التي يفتقر إليها الاقتصاد الوطني، ونوع وسبب الأزمات الدورية التي يتعرض لها من حين لآخر.

1- أثر قطاع النفط على الأسس الاقتصادية في الجزائر: يمول قطاع المحروقات في الجزائر كامل أركان الاقتصاد

الوطني منذ استقلال الجزائر سنة 1962، وخاصة بعد تأميم المحروقات في 24 فيفري 1971 وعودة السيطرة التامة والكاملة

على الموارد النفطية لصالح الدولة، فهو القاطرة الأساسية التي يبنى عليها الاقتصاد الوطني وهو الممول الرئيسي بالعملات الأجنبية التي تغطي حاجيات الدولة من العالم الخارجي⁽¹⁾.

1-1 أثر النفط على الناتج الداخلي الخام: يؤثر النفط في الناتج الداخلي الخام في الجزائر، من خلال القيمة المضافة التي يقدمها للقطاع الصناعي، وقد وصل الناتج الداخلي الخام سنة 2014 بالأسعار الجارية إلى 17.228.6 مليار دج منها 4657.8 مليار دج ناتج قطاع المحروقات، أو ما يمثل نسبة مئوية قدرها 27.0%، وقد ارتفع الناتج الداخلي الخام إلى 17406.8 مليار دج سنة 2016 وانخفضت مساهمة قطاع المحروقات إلى 3025.6 مليار دج بنسبة تقدر بـ 17.4% سنة 2016، مع ارتفاع مساهمة حقوق ورسوم الواردات إلى 1339.1 مليار دج في سنة 2016، وارتفاع حصة القطاعات الأخرى كالزراعة، الصناعة، البناء والأشغال العمومية، خدمات خارج الإدارات العمومية وخدمات الإدارات العمومية، حيث سجل مجموعها قيمة 13042.1 مليار دج⁽²⁾.

1-2 أثر النفط على الميزان التجاري: يتضمن الميزان التجاري الجزائري حصة هامة من الصادرات الخاصة بقطاع المحروقات، حيث تشكل هذه الحصة عوائد الدولة من العملات الصعبة، وعليه فإن النفط يمثل النسبة الغالبة في تكوين ميزان المدفوعات، على اعتبار أن الميزان التجاري أحد الأركان الأساسية لميزان المدفوعات، ففي سنة 2016 وصل إجمالي الصادرات إلى 29.698 مليار دولار منها 27.917 مليار دولار لقطاع الطاقة ما يمثل 94.00% والباقي وقدره 1.781 مليار دولار بنسبة 6.00% صادرات خارج المحروقات، تتمثل في مواد غذائية 327 مليون دولار، مواد أولية 84 مليون دولار، مواد نصف مصنعة 1299 مليون دولار، تجهيزات صناعية 53 مليون دولار و سلع استهلاكية 18 مليون دولار، وهنا نلاحظ المساهمة المطلقة لقطاع المحروقات في هيكل الصادرات الوطنية مع هامش محدود للقطاعات الأخرى⁽³⁾.

(1) عبد العزيز وطبان، الاقتصاد الجزائري ماضيه وحاضره (1830-1985)، منظمة العمل العربية، ط01، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 1992، ص149.

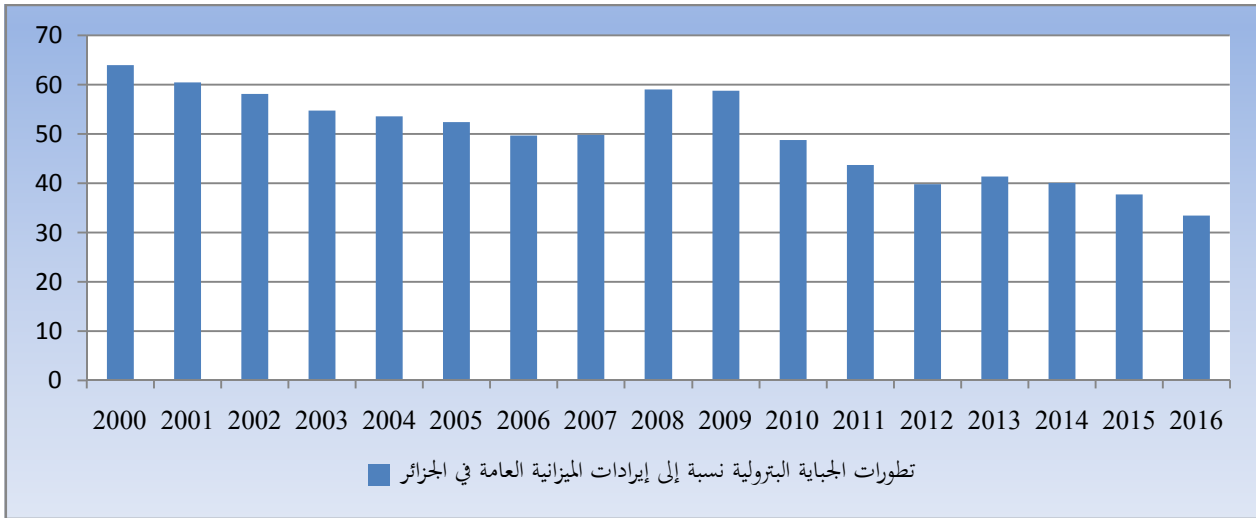
(2) بنك الجزائر، النشرة الإحصائية الثلاثية، رقم 40، شهر ديسمبر 2017، ص26، متوفر على الرابط الإلكتروني: http://www.bank-of-algeria.dz/html/bulletin_statistique_2017AR.htm أطلع عليه يوم 2018/05/22.

(3) نفسه.

وقد ارتفعت قيمة الصادرات سنة 2017 إلى 37.52 مليار دولار منها 33.06 مليار دولار للمحروقات⁽¹⁾، وهذا بفعل ارتفاع أسعار النفط حيث وصل خام برنت إلى 64.47 دولار للبرميل في نهاية شهر ديسمبر 2017⁽²⁾.

1-3 أثر النفط على الميزانية العمومية: تمثل الجباية البترولية حصة هامة من هيكل الموازنة العمومية في الجزائر، إذ خصص لها مجال خاص ضمن موارد الميزانية، وقد وصلت الجباية البترولية سنة 2016 إلى 1682.550 مليار دج من ضمن 5.011.581 مليار دج لإجمالي موارد الميزانية، وهو ما يمثل نسبة 33.57% من إجمالي الموارد⁽³⁾، منخفضة عن السنوات السابقة، حيث وصلت الجباية البترولية سنة 2013 إلى حوالي 1615.9 مليار دج ما يمثل 41.48% من إجمالي إيرادات الميزانية⁽⁴⁾، ويعود ضعف حصة الجباية غير البترولية في تكوين الإيرادات العامة إلى العديد من الأسباب المختلفة والمتشابكة، من بينها ضعف القاعدة الإنتاجية المحلية، زيادة التهرب الضريبي، وعدم وجود مناخ استثمار ملائم.

شكل رقم (53): حصة الجباية البترولية من إيرادات الميزانية في الجزائر للفترة (2000-2016) (الوحدة: %)



المصدر: وزارة المالية الجزائرية، المديرية العامة للتوقعات والسياسات، على الموقع الإلكتروني: <http://www.dgpp->

mf.gov.dz/images/stories/PDF/retrospective/tresor/srot2016.pdf أطلع عليه يوم 2018/06/02. 14.43^س

⁽¹⁾ بنك الجزائر، بيانات ميزان المدفوعات، متوفر على الرابط الإلكتروني:

http://www.bank-of-algeria.dz/pdf/Indicateur_monetaire/tab_8.pdf

⁽²⁾ OPEC; OPEC basket Price. <http://www.opec.org/basket/basketDayArchives.xml>; «02/06/2018 à 20^h.00»

^(*) fonds de stabilisation et de l'épargne nationale (FSEN).

⁽³⁾ وزارة المالية، المديرية العامة للتوقعات والسياسات، متوفر على الرابط الإلكتروني:

<http://www.dgpp-mf.gov.dz/images/stories/PDF/retrospective/tresor/srot2016.pdf>

أطلع عليه يوم 2018/06/02. على الساعة 14.43^س

⁽⁴⁾ ONS; l'Algérie en quelques chiffres; résultats (2011 - 2013) ; N° 44 ; édition 2014; p59.

2- نوع الصندوق السيادي الواجب إنشاؤه: يتضح من ما سبق أن الاقتصاد الجزائري اقتصاد ريعي يعتمد على النفط وبذلك فهو معرض للصدمات الخارجية الناجمة عن انهيار أسعار المحروقات، مما يؤثر على موارد الميزانية العامة السنوية، ويؤثر على رصيد احتياطي العملات الأجنبية نتيجة التحويلات العكسية للعملات في قطاع الخدمات مثلاً⁽¹⁾، لذلك فالاقتصاد الوطني غير مؤهل لإدارة أزمات النفط عند تراجع الأسعار بفعل ميزاته الهيكلية الخاصة التي ذكرناه سابقاً هذا من جهة، ومن جهة ثانية لا يمكنه إدارة الثروات الناجمة عن ارتفاع النفط بدليل عدم استفادته من الطفرة النفطية الأخيرة في الخروج من دائرة المحروقات⁽²⁾، وعليه فإن الصندوق السيادي الواجب إنشاؤه في الوقت الراهن هو صندوق سيادي يهدف للاستقرار والادخار لضمان الاحتفاظ بالثروة الناضبة للأجيال المستقبلية، حيث يعمل الصندوق المقترح على استثمار أصوله لتعظيم موارده وعدم الاعتماد على مورد وحيد، ما سيسمح بتحقيق مايلي:

1-2 صندوق استقرار: بما أن الصندوق المقترح صندوق استقرار أو صندوق تثبيت، فإن ذلك سيمنح الحكومة القيام بحماية الميزانية العمومية وتفادي العجز، خاصة وأن جميع الأزمات الاقتصادية التي عرفت الجزائر، تميزت بعجز كبير في الميزانية العامة، نظراً لاعتمادها المفرط على الجباية البترولية، المرتبطة بأسعار النفط شديدة التقلب في الأسواق الدولية⁽³⁾.

2-2 صندوق ادخار: بحيث سيعمل الصندوق على توفير جزء من الثروة للأجيال المستقبلية، والمحافظة على الأصل البترولي الناضب في الجزائر، بالإضافة إلى أنه سيعمل على توزيع عادل للثروة بين الأجيال الحالية والمستقبلية، لأنه كما رأينا في الفصل الأول فإن من متطلبات إنشاء صندوق ثروة سيادي بشكل عام هو تفادي المستقبل المجهول لمورد الأصل الناضب، المتمثل في نضوب الثروة البترولية في الجزائر اعتماداً على احتياطي قدره 12.2 مليار برميل، إذ أن زمن النضوب المقدر سيكون في حدود 29.6 سنة، وعليه فإن إنشاء صندوق ادخار سيسمح بتوزيع الثروة بشكل عادل بين الأجيال.

(1) عبد المجيد قدي، الاقتصاد الجزائري والنفط (فرص أم تحديات)، مرجع سبق ذكره، ص 03.

(2) Gawdat Bahgat; Sovereign Wealth Funds in the Gulf: An Assessment; Research Paper, op.cit; P23.

(3) Hocine benissad; Algérie restructuration et reformes économiques (1979-1993); OPU; Alger 1993; p214.

(*) تميزت أزمة 1986 بتراجع الموارد العمومية من 108.5 مليار دج سنة 1985 إلى 92.9 مليار دج سنة 1987، نتيجة تراجع الجباية البترولية من 40.7 مليار دج سنة 1985 إلى 20.4 مليار دج سنة 1987، وارتفاع النفقات الجارية من 53.7 مليار دج سنة 1985 إلى 65.4 مليار دج سنة 1986، راجع: (Hocine benissad; op.cit; p214)

المطلب الثاني: الأساس القانوني للصندوق المقترح ومبادئ الحوكمة اللازمة

إن العبرة من مقترح صندوق سيادي جديد في الجزائر هو قصور فعالية وديمومة صندوق ضبط الإيرادات كما ذكرناه سابقاً، وخير دليل على ذلك هو اضمحلال تراكمات مالية جمعت خلال ثلاثة عشر سنة واستنزفت في ظرف سنتين أو أكثر بقليل، وعليه فإن الصندوق المقترح يجب أن يعمل على إصلاح الثغرات التي يعاني منها الاقتصاد الجزائري، ولذلك فإن الإصلاح القانوني هو أهم ركن من أركان بناء صندوق سيادي في الجزائر، بحيث يجب أن يتوفر الصندوق الجديد على المقومات القانونية الأساسية سواء على المستوى الداخلي، أو على مستوى علاقاته مع باقي المؤسسات والهيكل الأخرى.

1- الطبيعة القانونية للصندوق: من خلال استطلاع ودراسة صندوق ضبط الإيرادات، ودراسة خصائصه وهفواته ونقائصه، ونقل بعض المميزات التي رأيناها ايجابية في تجارب الصناديق السيادية المذكورة آنفاً، يمكننا أن نقدم مقترح صندوق سيادي جزائري جديد تحت مسمى صندوق الاستقرار والادخار الوطني، على شاكلة صندوق الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي (ESSF) في الشيلي، أو صندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج (GPFG)، حيث يركز على الصندوق المقترح على الأسس القانونية الآتية:

1-1 التعريف بالصندوق: الصندوق المقترح هو صندوق الاستقرار والادخار للأجيال المستقبلية، حيث يتضمن إيرادات كل الموارد البترولية الفائضة عن احتياجات الميزانية العمومية، وكل الإيرادات الأخرى المرتبطة بنشاطاته الاستثمارية سواء لدعم المشاريع الضخمة أو لتمويل استثماراته في الخارج، بالإضافة إلى جميع التحويلات الفائضة لدى البنك المركزي من الاحتياطات الأجنبية، وباقي أصول صندوق ضبط الإيرادات، أما عن نفقاته فيمكن للحكومة بإذن من المجلس الشعبي الوطني القيام باستخدام عوائد استثمارات الصندوق لتمويل العجز الموازي الناتج عن الزيادة في نفقات التجهيز فقط، بمعدل محسوب على أساس العائد، بالإضافة إلى التخفيض من مستوى المديونية العمومية، وتمويل جميع نشاطاته الاستثمارية.

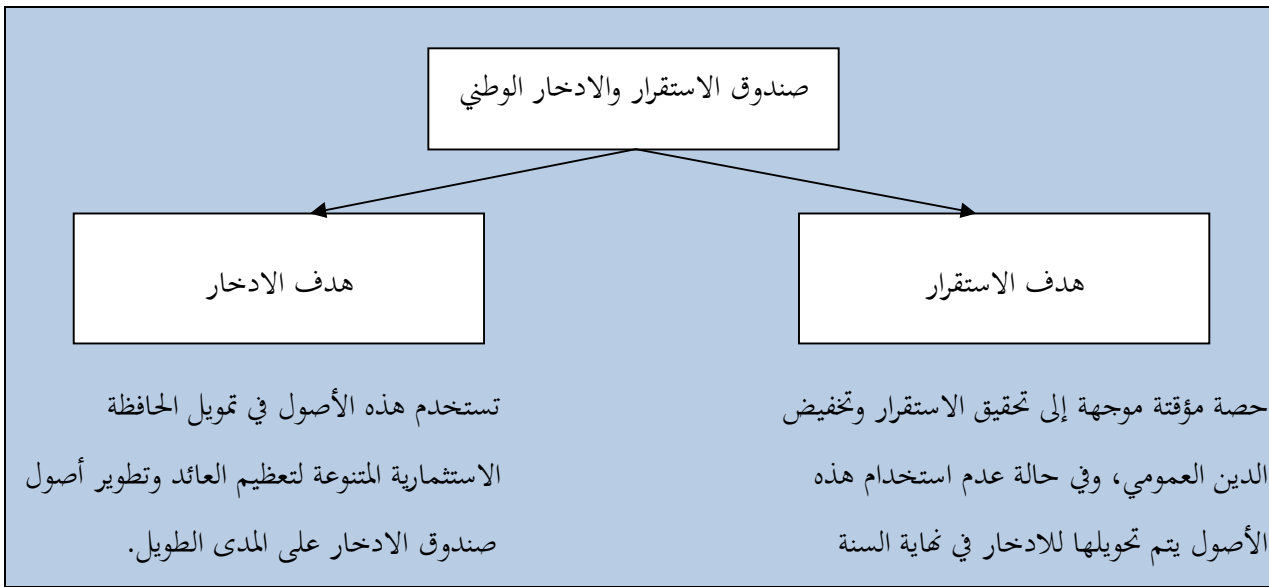
1-2 أهداف الصندوق: يحقق الصندوق المقترح مجموعة من الأهداف التنموية على المدى المتوسط والطويل وهي:

1-2-1 أهداف متوسطة الأجل: يعمل الصندوق على استثمار العوائد النفطية وغير النفطية بشكل أكثر فعالية، تفاذي الاستخدامات المالية العشوائية وكل سبل التبذير من الثروة الوطنية، وضمان الشفافية في تسيير المال العام من خلال أدوات

الحوكمة والرقابة، تحقيق مصدر دخل دائم يغطي الأزمات المستمرة للأسواق النفطية العالمية، العمل على تمويل عجز الميزانية والخزينة العامة في حدود وفي حالات معينة، كما يمكن أن يشكل الصندوق دعماً إضافياً لبرامج التنمية التي تقترحها الحكومة.

1-2-2 أهداف طويلة الأجل: أن يعمل الصندوق المقترح على تحقيق الرفاه الاجتماعي وتحقيق القيمة المضافة للاقتصاد الوطني، وتنويع المداحيل والعوائد بعيداً عن الربع النفطي، تحقيق التنمية الوطنية المستدامة على أسس ومعايير اقتصادية دقيقة، التوزيع العادل للثروات الوطنية بين الأجيال الحاضرة والمستقبلية، أن يصبح الصندوق من بين المؤسسات الاستثمارية العالمية.

شكل رقم (54): مهام وعمليات صندوق الاستقرار والادخار الوطني

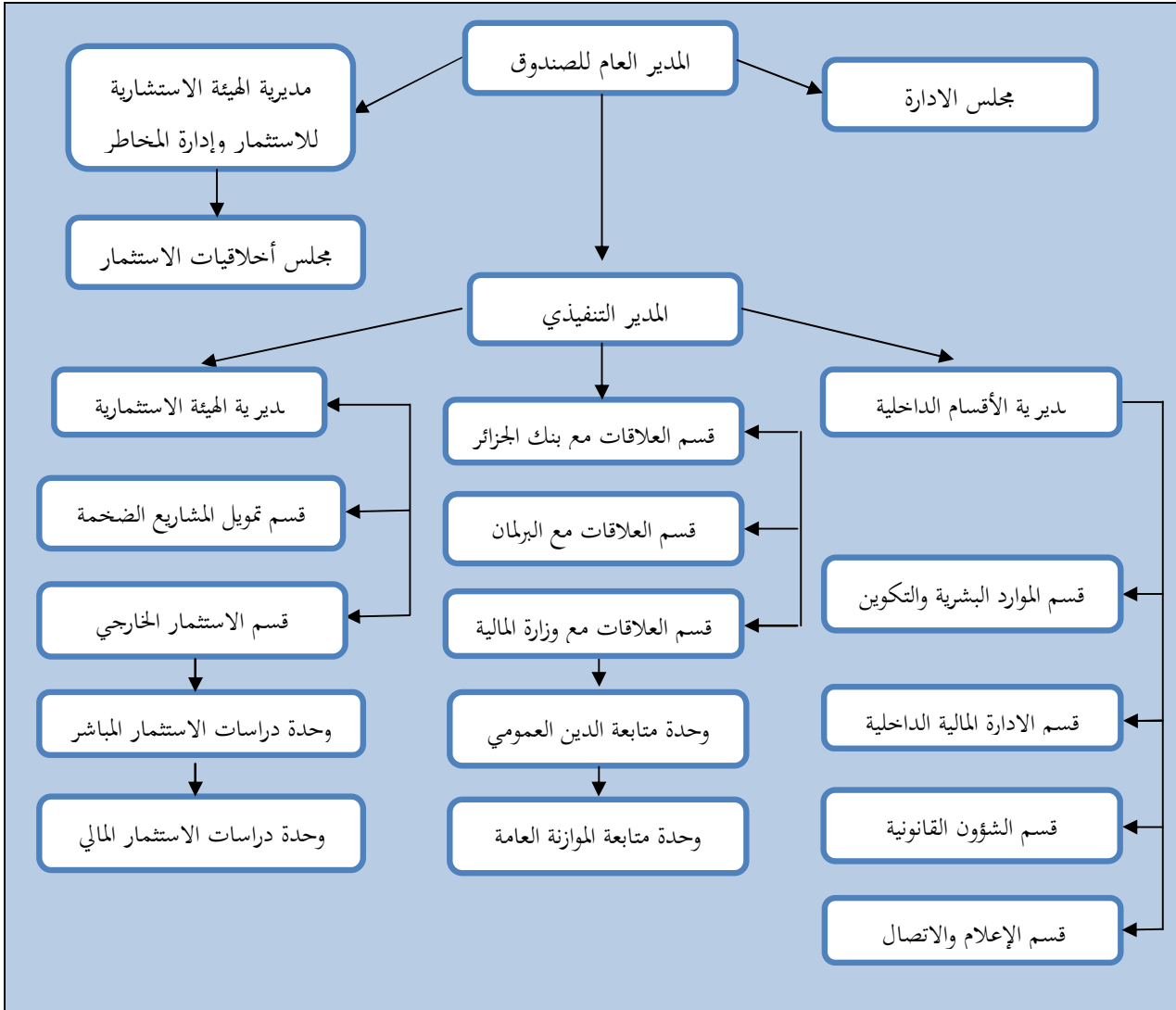


المصدر: من إعداد الطالب.

2- الهيكل التنظيمي للصندوق: يعمل الهيكل التنظيمي الجيد على زيادة قوة الصندوق ويمنح فرص أكبر للتحكم في

الموارد البشرية، وكذا في تجسيد مبدأ التخصص في تقسيم العمل، وتنسيق العمليات والأوامر بين الرؤساء والمرؤوسين داخل الصندوق، حيث نقترح لإدارة صندوق الاستقرار والادخار الوطني الجزائري هيكل تنظيمي هرمي مؤلف من عدة أقسام متفرعة، يشرف عليها مدير عام معين من طرف رئيس الجمهورية، له مجلس إدارة يتم تجديده أو إعادة انتخابه كل أربع سنوات، حيث سيكون الصندوق ملك لوزارة المالية ويشرف عليه البنك المركزي الجزائري، وتهدف الدراسة من تقديم هيكل تنظيمي للصندوق المقترح لتوضيح الأقسام الراحية للعمليات المستحدثة سواء المتعلقة بإدارة الصندوق أو تسيير العمليات الاستثمارية أو الأقسام التي تسهر على العلاقات مع مختلف المؤسسات الوطنية الأخرى والتي تضمن هيكل رقابي صارم.

شكل رقم (55): الهيكل التنظيمي للصندوق السيادي المقترح في الجزائر



المصدر: من إعداد الطالب.

حيث تضطلع كل إدارة وقسم بمسؤولياتها الواضحة والمحددة في القوانين التأسيسية للصناديق، وعلاقة كل قسم مع القسم الآخر، تنفيذاً لتوجيهات مبادئ سنتياغو (المبدأ الفرعي 1-2)، الذي يشير إلى الإفصاح العلني عن أهم مواصفات الأساس والهيكل للصندوق السيادي وعلاقته مع باقي المؤسسات الأخرى، وفيما يلي تفصيل دور ومهام كل قسم من الهيكل:

1-2 المدير العام: يعين المدير العام من طرف رئيس الجمهورية بالاستشارة مع وزير المالية، حيث يقوم المدير العام بالإشراف العام على الصندوق، وعلى عملياته والمصادقة على البرامج والموارد والنفقات التي تندرج في إطار أشغال الصندوق.

2-2 مجلس الإدارة: يتكون مجلس الإدارة من ممثلي وزارة المالية والبنك المركزي والهيئة التشريعية، حيث تعمل على مرافقة المدير في تسييره للصندوق ومتابعة البرامج، والمصادقة على الخطط الاستثمارية وعلى التقارير الدورية التي تقدم إلى الهيئات العليا في البلاد، كما يمكنه من تعديل إستراتيجية الاستثمارية وفق ما يراه مناسباً .

2-3 مديرية الهيئة الاستشارية للاستثمار وإدارة المخاطر: تعمل هذه المديرية على توفير الخبرة اللازمة لإدارة الصندوق، لا سيما في مجالات الاستثمارات وتوزيعها القطاعي والجغرافي وإدارة المخاطر المالية، السوقية، المقابلة والمخاطر التشغيلية.

2-4 مجلس أخلاقيات الاستثمار: هو وحدة تابعة لمديرية الهيئة الاستشارية للاستثمار وإدارة المخاطر، تضم مجموعة من القانونيين والاستشاريين، يعمل على التأكد من سلامة الاستثمارات من الممارسات التي تنتهك حقوق الإنسان، المضرة بالبيئة، المتاجرة بالبشر والعبيد، الاستثمارات التي تنافي العقيدة الإسلامية كإنتاج المشروبات الكحولية أو المتاجرة بالحوم المحرمة، إنتاج الأسلحة والذخائر، كما يعمل المجلس على عدم التعاقد مع الشركات التي تمارس هاته الاستثمارات، وتكون قراراته نهائية وملزمة.

2-5 المدير التنفيذي: يعمل على تنفيذ البرامج والسياسات العامة للصندوق والتوجيهات الأساسية للمدير العام ومجلس الإدارة، كما يعمل على دراسة الخطط والاستراتيجيات وتقديم التقارير الدورية، ويشرف على الموارد البشرية العاملة بالصندوق، كما يتحمل الإطار التنفيذي للبرامج وسلامة اتخاذ الإجراءات.

2-6 مديرية الأقسام الداخلية: تتولى هذه الإدارة الفرعية بتسيير أقسام الإدارة والموارد البشرية، حيث تتولى توفير الدعم الداخلي لعمل الموظفين والإطارات.

2-7 قسم الموارد البشرية والتكوين: وهو القسم المكلف بترقية العنصر البشري بالصندوق، من خلال توظيف الكفاءات اللازمة والمقتدرة على العمل داخل الصندوق، وكذا توفير المناخ الملائم للإبداع والتكوين المتواصل عن طريق الملتقيات الوطنية والدولية وعمليات التكوين في الخارج.

2-8 قسم الإدارة المالية الداخلية: تتولى هذه الإدارة الإشراف على الجانب المالي في تسيير الصندوق ومتطلبات العمل الإداري، وتوفير أجور المستخدمين والحوافز والعلاوات...

9-2 قسم الشؤون القانونية: يعمل هذا القسم على المتابعة القانونية لأنشطة الصندوق وكافة العمليات التي يقوم بها مع باقي المؤسسات الوطنية والدولية، كما يختص في فض النزاعات القائمة في العقود وتمثيل الصندوق في الجوانب القانونية.

10-2 قسم الإعلام والاتصال: يعمل هذه القسم على التكفل بعملية الإعلان وإيصال المعلومات اللازمة في الوقت المناسب إلى كافة أطراف المجتمع، والإبلاغ عن التقارير والتكفل بالنافذة الالكترونية للجهاز وتحديث المعلومات والبيانات.

11-2 قسم العلاقات مع بنك الجزائر: يعمل هذا القسم على ضمان العلاقات مع المشرف على الصندوق، من خلال عمليات العملة والاستثمار الخارجي، الاستعانة بالخبرة في مجال الأسواق المالية والعملات، بالإضافة إلى تقديم التقارير الدورية لتقييمها، كما يمنح هذا القسم سهولة أكبر في فتح الحسابات بالعملات الصعبة لسير الأرصدة والاستثمارات الخارجية.

12-2 قسم العلاقات مع البرلمان: يضمن هذا القسم تواصل دائم مع نواب الهيئة التشريعية، وتقديم جميع التقارير والمستندات المطلوبة في الوقت اللازم.

13-2 قسم العلاقات مع وزارة المالية: يعمل على دعم العلاقات مع وزارة المالية، من خلال المتابعة والتنسيق مع وحدات متابعة الميزانية، وحدة متابعة الدين العمومي.

14-2 مديرية الهيئة الاستثمارية: تشرف الهيئة على عمل الأقسام الداخلية وهي قسم تمويل المشاريع الضخمة، قسم الاستثمار الخارجي، بالإضافة إلى تتبع فرص الاستثمار وقدرات الصندوق على الدخول في الأسواق الخارجية.

15-2 قسم تمويل المشاريع الضخمة: تعمل هذه الهيئة بمرافقة الحكمة في المشاريع ذات الأولوية لتحقيق التنمية المستدامة، خاصة المشاريع الكبرى في الجنوب، ومشاريع الطرقات والكهرباء...

16-2 قسم الاستثمار الخارجي: وهو أهم قسم في الهيكل التنظيمي للصندوق، حيث يهتم هذا القسم بإقامة استثمارات ذات عائد مرتفع ومخاطر متدنية في الأسواق الخارجية، وذات محافظ استثمارية متنوعة في الأسهم والسندات والعقارات...

3- الموارد البشرية: قد تكون بعض المظاهر الموجودة في بعض المؤسسات كقلة الكفاءة، نقص الخبرة، انعدام الإبداع، عدم التواصل...، من بين المشاكل التي سيواجهها أي تنظيم مؤسسي وقد تتسبب في عدم وصوله إلى الأهداف المسطرة، وعليه يعمل الصندوق المقترح عبر قسم الموارد البشرية والتكوين على تأهيل العامل البشري وجلب جميع الكفاءات سواء

الوطنية أو غير الوطنية، لضمان تسيير جاد للأصول المالية المتراكمة للصندوق، خاصة الكفاءات العاملة في مجال تسيير المحافظ الاستثمارية في الأسواق العالمية، والتي تعمل على تخفيض حجم المخاطر المرتبطة بالأسواق الوطنية والدولية، كما يمكن للصندوق الجديد أن يعمل على القيام بدورات تكوينية وملتقيات وأيام دراسية للإطارات والموظفين بالصندوق، الأمر الذي يعمل على اكتساب موارد بشرية ذات معارف وكفاءات محترفة، قادرة على تسيير أنجع للممارسات الإدارية وداعمة للنجاح. ويمكن تقسيم مراحل تطور رأس المال البشري للصندوق عبر ثلاث مراحل هامة وهي: اكتساب المعرفة، ممارسة المعرفة، تطوير المعرفة، حيث ستسمح جملة المعارف والممارسات التي يتلقاها العنصر البشري في الصندوق إلى جانب حسه الفني وذكائه الشخصي، من الحصول على موارد بشرية خلاقة قادرة على ضمان الرقي والازدهار للصندوق.

4- نظام الحوكمة في الصندوق: الحوكمة هو أهم تحد أمام الصندوق المقترح، لا سيما وأن الجزائر تتميز بمعدلات فساد عالية، ولا تتوفر على مناخ مؤسسي جيد لعمل صندوق الاستقرار والادخار الوطني، بدليل تصنيف الجزائر في المرتبة 112 عالمياً من ضمن 180 دولة في العالم على مؤشر الفساد لعام 2017، بينما تحتل النرويج المرتبة الثالثة عالمياً على نفس المؤشر⁽¹⁾ وهو سبب كافٍ لتفسير نجاح صندوق المعاشات الحكومية العام وفشل صندوق ضبط الإيرادات^(*).

4-1 أهمية الحوكمة في الصندوق المقترح: إن بناء الحوكمة الرشيدة في الصندوق أمر لا مناص منه، من خلال نظام مبني من الداخل والآخر على المستوى الخارجي، فالأول من خلال ضمان الانسياب المستمر للبيانات الخاصة بالصندوق، والثاني بتفعيل نظم الرقابة الداخلية والخارجية الصارمة، حيث يقوم الصندوق المقترح من خلال الأمانة العامة وقسم الإعلام والاتصال على تنظيم سلسلة من التنظيمات واللقاءات الرامية إلى إعداد فضاء معلوماتي، يتم تدوين جميع المعلومات والبيانات عن الكوادر البشرية والكفاءات التي يتم استخدامها، بالإضافة إلى تقديم تقارير مالية عن تطور أنشطة الصندوق، وعن نشاطاته الاستثمارية ومعدل الخطر وهوامش المناورة ومعدلات الخطأ، إلى كل من وزارة المالية باعتبارها مالك الصندوق والمشرف على عملياته، البنك المركزي الجزائري باعتباره أحد المؤسسات الوطنية التي تقوم على التنسيق مع الصندوق

(1) Transparency international; corruption perceptions index 2017; Berlin february 2018; p04.

(*) احتلت الدول العربية التي تمت دراسة صناديقها السيادية في الفصل الثالث مراتب أفضل من مرتبة الجزائر على مؤشر مدركات الفساد لسنة 2017، حيث كانت كالتالي: الإمارات العربية المتحدة المرتبة 21 النقطة (71)، قطر المرتبة 29 النقطة (63)، عمان المرتبة 68 النقطة (44)، وأخيراً الكويت في المرتبة 85 والنقطة (93). أنظر مؤشر الفساد لسنة 2017.

في المجالات المالية المختلفة، مجلس المحاسبة باعتباره أحد المؤسسات الرقابية في الجزائر، المجلس الشعبي الوطني باعتباره المسؤول التشريعي والممثل لجميع أفراد الشعب، وأخيراً يتم اطلاع الرأي العام المحلي على جميع العمليات المالية وغير المالية، التي يقوم بها الصندوق داخلياً وخارجياً، عبر التقارير الدورية المنشورة عبر الصحافة الوطنية المكتوبة والمسموعة، أو من خلال شبكة الانترنت، وهذا بتوفير الصندوق لصفحة الكترونية خاصة على غرار العديد من الصناديق السيادية العالمية، بحيث تحتوي هذه النافذة الالكترونية على جميع البيانات الخاصة بالصندوق باللغة العربية، الفرنسية والانجليزية.

4-2 معايير حوكمة صندوق الاستقرار والادخار الوطني: هناك علاقة وثيقة بين الحكم الراشد ونوعية

المؤسسات وبين قدرة الدولة على إدارة الموارد بصورة فعالة، حيث غالباً ما تؤدي فوائض الموارد الطبيعية إلى ظهور الفساد واتساع رقعة التبذير والإسراف، وكمثال على ذلك ارتفاع أصول صندوق الإيرادات إلى حدها الأقصى، دفع الحكومة إلى الإنفاق أكثر والتغطية من الصندوق، دون أن يكون لهذا الإنفاق أثر دائم على مستوى المعيشة، بل دليل أن الجزائر احتلت المرتبة 83 في مؤشر التنمية البشرية 2016⁽¹⁾، كما لم تتحسن مستويات البطالة بشكل يوازي حجم الإنفاق، حيث انتقلت من 12.3% سنة 2006 إلى 10.5% سنة 2016⁽²⁾، رغم تطبيق برنامجين كلفا الدولة أكثر من 25.416 مليار دج، دون الحديث عن إجمالي البرامج نهاية المخطط، وبطبيعة الحال كان عجز الخزينة يمول من صندوق ضبط الإيرادات، وهناك العديد من الأمثلة عن دول استفادت من فوائض ريعية ضخمة، ولم يستفد منها الشعب بل وجهت لأغراض الفساد، مثل الصندوق الوطني في كازاخستان، أذربيجان، روسيا وفنزويلا⁽³⁾، وبهذا فإن الحوكمة شرط أساسي لتحقيق الكفاءة من إدارة الفوائض لا سيما عند تطبيق المعايير التالية:

- المشاركة: بإيجاد قنوات للتشاور مع الأفراد والمؤسسات لاتخاذ القرارات وتصويبها نحو الأهداف؛

(1) PNUD; Rapport sur le développement humain 2016; op.cit; p26.

(2) إحصائيات وزارة المالية الجزائرية المتوفرة على الرابط التالي:

http://www.dgpp-mf.gov.dz/images/stories/PDF/retrospective/population/emploi_chomage2017.pdf «30/12/2017»

(3) The wall street journal; Sovereign-Wealth Funds Threatened by Government Spending Kazakhstan's experience shows how fast these funds can dwindle; <https://www.wsj.com/articles/sovereign-wealth-funds-threatened-by-government-spending-1482580802> By Simon Clark and Selina Williams Dec. 24, 2016 7:00 a.m. ET; 01-08-2018 à 01.15

At [http:// www.statsbudsjettet.no/statsbudsjettet-2017/english/](http://www.statsbudsjettet.no/statsbudsjettet-2017/english/) «03/06/2018 à 14^h.01.»

- القانون: أن يمثل الصندوق لقانون واضح وصريح وعادل؛
- حسن الاستجابة: وهو مراعاة تحقيق الأهداف التي يتطلع لها الأفراد في الزمن المطلوب؛
- الفعالية: وتعني الكفاءة في تسيير وإدارة الفوائض الخاصة بالصندوق؛
- المحاسبة: أن يتمكن من محاسبة متخذي القرارات ومنفذيها بشكل مباشر وبكل عدالة؛
- الرؤية الإستراتيجية: أن يمتلك الصندوق رؤية واضحة لأهدافه على المدى البعيد؛

المطلب الثالث: قواعد الميزانية في الصندوق المقترح

كما ذكرنا سابقاً، فإن قواعد الميزانية لصندوق الاستقرار والادخار الوطني المقترح، تمثل قيوداً على العمليات الجارية على أصول الصندوق في مجال النفقات والإيرادات، حيث يدعو المبدأ الرابع من مبادئ سنتياغو على ضرورة وضع السياسات الرشيدة والواضحة إزاء عمليات التمويل والسحب والإنفاق⁽¹⁾.

1- في مجال الإيرادات: يتم الإبقاء على النمط السابق في تمويل صندوق ضبط الإيرادات، من خلال تحويل الإيرادات الفائضة من الجباية البترولية الناجمة عن مستوى أسعار أعلى من تلك المقرر في الميزانية السنوية، زائد جميع الإيرادات الناجمة عن استثمارات الصندوق المحققة في ميدان الاستثمار الخارجي وتمويل المشاريع الضخمة، وكذا تحويل احتياطات الصرف الأجنبي الفائضة لدى البنك المركزي، وهناك العديد من التجارب لصناديق الثروة السيادية التي تعمل على تنويع مصادر الدخل للصندوق، على غرار صندوق الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي في الشيلي، الذي يعتمد على فائض الإيرادات الحكومية والناجمة عن صادرات معدن النحاس ناقص التحويلات الحكومية لصندوق الادخار وتحويلات البنك المركزي وخدمة الدين العام زائد فوائد استثمارات الصندوق⁽²⁾، بالإضافة إلى صندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج الذي يمول من إيرادات الحكومة النفط الفائضة زائد فائدة استثمارات الصندوق⁽³⁾، وفيما يلي تفصيل عن كل إيراد مقترح للصندوق:

⁽¹⁾ أحمد السويدي وهابما كاروانا، مرجع سبق ذكره، ص09.

⁽²⁾ ministry of finance; annual report sovereign wealth funds 2016; Santiago, Chile 2016; p31.

<http://www.hacienda.cl/english/sovereign-wealth-funds/economic-and-social-stabilization-fund/investment-policy.html>. «07/11/2017 à 23^h.13»

⁽³⁾ NBIM; Government Pension Fund Global; Annual Report 2017; P20.

1-1 فوائض الجباية البترولية: يتم تحديد سعر مرجعي لبرميل النفط، الذي يعبر عن احتياجات الحكومة الفعلية من

الأموال لتغطية النفقات السنوية، والذي يتطلب موافقة ومصادقة الهيئة التشريعية، حيث تحول جميع الفوائض النفطية التي تتعدى السعر المرجعي إلى صندوق الاستقرار والادخار الوطني، كما يجب أن لا يكون هناك اقتطاعات جانبية للموارد البترولية خارج الميزانية السنوية، في صورة حسابات التخصيص الخاص والصناديق الممولة من الجباية البترولية، مع مراعاة دمج كل الصناديق في نفقات الوزارات المعنية، لكي تحافظ الميزانية على الوحدوية، وتجسيد الشفافية في تسيير المالية العمومية.

1-2 عوائد العمليات الاستثمارية: بحيث سيسمح العمل بالقواعد الاستثمارية التي سنتطرق إليها بالتفصيل في

المطلب الرابع، من تحصيل فوائد يمكن على المدى المتوسط أن تصبح مورداً أساسياً للصندوق المقترح، حيث فاقت عوائد الاستثمار في بعض الصناديق السيادية التحويلات الفائضة من الموارد الطبيعية، مثل إيرادات صندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج لسنتي (2016-2017)⁽¹⁾.

1-3 تحويلات احتياطات الصرف الفائضة: حيث ستسمح دراسة تراكم احتياطات الصرف وفق معيار تغطية عدد

الأشهر من الواردات، من تحويل أصول هامة إلى الصندوق، وكمثال على ذلك وبناء على دراسة الأستاذ زايري بلقاسم، فقد كان بوسع الحكومة الجزائرية من تحويل 93.63 مليار دولار سنة 2007، كفوائض تزيد عن حاجة الاقتصاد الوقائية المقدرة بـ 16.55 مليار دولار⁽²⁾.

2- في مجال النفقات: يعمل صندوق الاستقرار والادخار الوطني على تمويل عجز الميزانية، من خلال نسبة محددة تتغير

على أساس متغير وفق العوائد السنوية لاستثمارات الصندوق، بالإضافة إلى متابعة المديونية العمومية وكذا تمويل الاستثمارات الضخمة، حيث يستلزم ذلك موافقة الهيئة التشريعية، وفيما يلي تفصيل كل عملية:

(1) NBIM; Government Pension Fund Global; Annual Report 2017; P20.

(2) زايري بلقاسم كفاية الاحتياطات الدولية في الاقتصاد الجزائري، مرجع سبق ذكره، ص 70.

2-1 تمويل عجز الميزانية: يعمل الصندوق عن طريق قسم العلاقات مع وزارة المالية، وقسم متابعة عجز الميزانية

وعجز الخزينة، على تغطية عجز الميزانية السنوي، في حدود نسبة يتم حسابها على أساس متوسط عائد الاستثمارات التي يقوم بها الصندوق، ويكون هذا العجز مقتصر على جانب التجهيز ولا يختص بتغطية أعباء نفقات التسيير الأخرى.

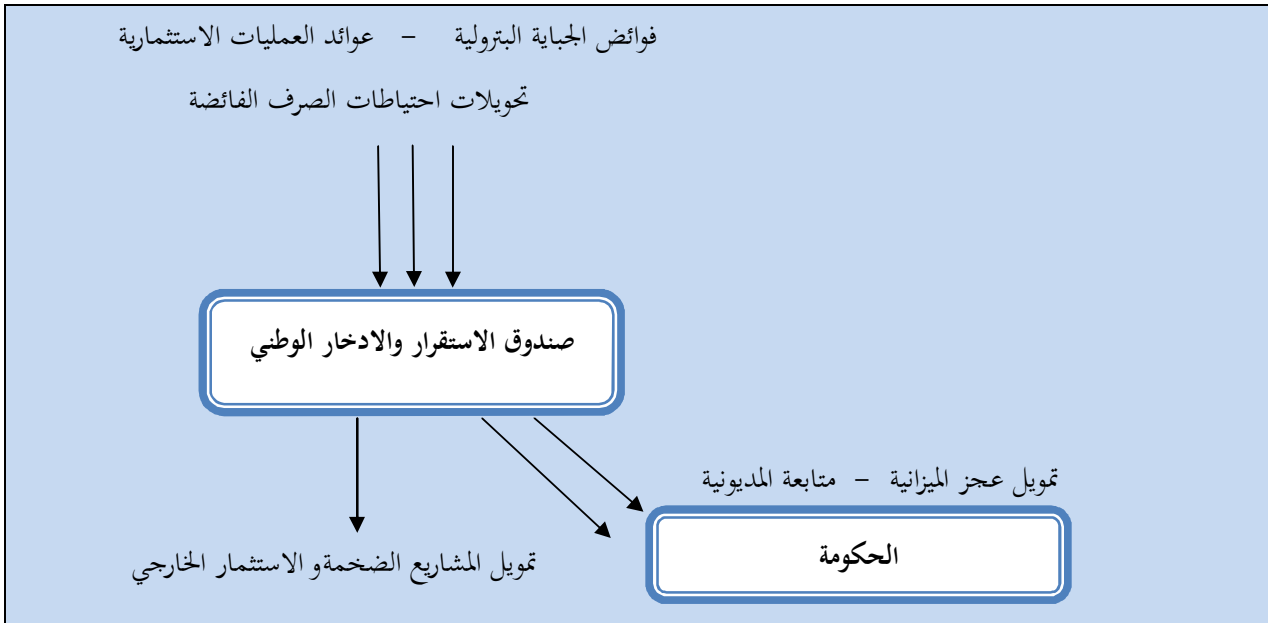
2-2 متابعة المديونية: يقوم الصندوق بمتابعة حجم المديونية وتسديد المبالغ المستحقة في أوانها، عن طريق قسم متابعة

الدين العمومي، وتعتبر نفقات الصندوق المرتبطة بتمويل عجز الميزانية ومتابعة المديونية نفقات نهائية لا يمكن استردادها.

2-3 تمويل الاستثمارات: يعمل الصندوق على تمويل نشاطاته الاستثمارية المرتبطة للمشاريع الضخمة ذات الأولوية

الاقتصادية والاجتماعية، بالإضافة إلى تمويل الاستثمارات الخارجية، حيث تعتبر هذه النفقات غير نهائية ينجم عنها تملك لأصول وعقارات ومصانع تدر على الصندوق فوائد مالية.

شكل رقم (56): موارد واستخدامات صندوق الاستقرار والادخار الوطني



المصدر: من إعداد الطالب

المطلب الرابع: قواعد الاستثمار في الصندوق المقترح

لقد تعرضت فكرة استثمار أصول الصندوق السيادي الجزائري للعديد من الانتقادات، أهمها افتقار الجزائر للكادر البشري القادر على تبني الأفكار التقنية والعملية للأسواق الدولية، وكذا ارتفاع المخاطر وإمكانية تعرض أموال الشعب إلى الخسارة،

لكن يمكننا الإجابة على هذه الانتقادات في كون أصول الصندوق استنزفت دون أن تمر على الاستثمارات الدولية، كما أنها كانت لتعرض للخسارة من زاويتين:

- جراء الفرصة الضائعة من الاستثمار في الخارج، فمثلاً حقق صندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج عائدات قدرت بـ 13.7% أي ما مقداره 1.028 مليار كرونة سنة 2017⁽¹⁾؛

- جراء تراجع قيمة الدولار الأمريكي في الأسواق الدولية، وبما أن أصول صندوق ضبط الإيرادات ناتجة عن بيع النفط بالدولار، فإن أي تراجع في قيمة الدولار ستؤثر على القيمة الحقيقية لأصول الصندوق؛

وفي هذا الصدد، يقول الأستاذ " كمال بن موسى " أن الجزائر ضيعت فرصة ذهبية في تفعيل دور صندوق ضبط الإيرادات، واستغلال الأصول المالية الهامة التي كانت في رصيده، لتفادي الآثار السلبية لانخفاض أسعار النفط⁽²⁾، وعلى العموم تكمن أهمية إصلاح أسلوب عمل الصندوق في تحويل أهداف الصندوق السابقة الدفاعية المتمثلة في مواجهة أي تقلبات في أسعار النفط، قد تؤدي إلى عجز على مستوى الميزانية والخزينة الوطنية وعلى تخفيض المديونية العمومية الداخلية والخارجية، والتي أثبتت قصورها الشديد في ظل الاعتماد على مصدر تمويل وحيد للصندوق والمتمثل في الفوائض النفطية، والتحول إلى أسلوب عمل يعتمد على الجانب الهجومي والذي يتضمن الاستثمار المباشر وغير المباشر في الأسواق الدولية مع مراعاة الجدوى الاقتصادية وكيفية تسيير المخاطر، كما يمكن أن يتعدى أسلوب عمل الصندوق من اقتباس ومحاكاة تجارب الصناديق السيادية العالمية الناجحة إلى تأسيس نموذج خاص بالجزائر، من خلال:

1- إستراتيجية الاستثمار: تقوم مديرية الهيئة الاستثمارية بالصندوق بالتنسيق مع مديرية الهيئة الاستشارية وإدارة المخاطر على تكوين الإستراتيجية الاستثمارية المختلطة في الأسواق الخارجية عن طريق الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر أو تحويل صيغة الادخار السابقة لصندوق ضبط الإيرادات إلى استثمارات مبنية على تعظيم العائد وتقليل المخاطر، كما يضمن

(1) Nbm; annual report 2017; p15.

(2) Saoudi Abdelaziz ; Fonds souverain. L'Algérie a-t-elle bien fait d'être prudente?_En ligne :

<http://www.algerieinfos-saoudi.com/2016/02/fonds-souverain-l-algerie-a-t-elle-bien-fait-d-etre-prudente.html>, 9

Février 2016.

مدير الهيئة الاستثمارية التوزيع النسبي للأصول المالية ضمن القواعد الاستثمارية العالمية، بحيث يتم تكوين محفظة استثمارية لصندوق الاستقرار والادخار الوطني مقسمة كالتالي:

1-1 تمويل استثمارات المشاريع الضخمة: وهي الاستثمارات الموجهة لدعم المشاريع ذات الأهمية الإستراتيجية للاقتصاد الوطني، والتي تتطلب دعماً مالياً ضخماً، كالمساهمة في زيادة قدرات مؤسسة سوناطراك، عمليات الإنتاج الصناعي لقطاعات الحديد والصلب، إنجاز استثمارات سياحية ضخمة...، بحيث يعتبر التمويل الدافع الحقيقي لقيام الاستثمارات ونجاحها وعامل مهم في تحسين مناخ الأعمال الداخلي، وهنا يلعب الصندوق دور البنوك التقليدية ويتلقى على إثر تمويله فوائد ثابتة ودورية، وهي كذلك الاستثمارات الموجهة لإنجاز البرامج الاستثمارية الضخمة في القطاع المالي والتأمينات وقطاعات السياحة الفندقية...، بحيث يسمح الغطاء المالي المعتبر للصندوق من توفير عنصر أساسي من عناصر الإنتاج وهو رأس المال، الأمر الذي يسمح برفع القدرات لنشاطات الاستثمار ذات الكثافة العالية لرأس المال مما يعمل على زيادة معدلات خلق الثروة، غير أن ذلك يتطلب دراسة الجدوى الاقتصادية لربحية المشاريع ذات الفرص الأعلى، كما يمكن أن يعمل الصندوق بمبدأ المشاركة مع المستثمرين الأجانب في حصص شركات جديدة أو شركات قائمة، الذين يمنحون الصندوق فرصة أكبر في الولوج إلى التكنولوجيا وتقنيات الإنتاج والتسويق الحديثة.

1-2 استثمارات في الأسواق الخارجية: حيث يقوم الصندوق بالقيام بعمليات مالية مدروسة بشكل دقيق لشراء الأسهم والسندات والعقارات عن طريق قسم الاستثمار الخارجي، الذي يتكفل بوضع الخطط والبرامج اللازمة للاستثمار في الخارج والتي تهدف إلى تحقيق معدلات أداء إيجابية، حيث يتم توزيع المحفظة الاستثمارية الخارجية بشكل نسبي من قطاع لآخر ومن منطقة جغرافية لآخرى لتوزيع المخاطر، والاعتماد في المراحل الأولى على الاستثمارات قصيرة المدى للتعرف على الأسواق، كما يجب التدرج في زيادة المنتجات الاستثمارية وفق معدلات العائد المحصل، ويمكن للصندوق المقترح الاستثمار في الأنواع التالية:

1-2-1 الأسهم: وهذا من خلال شراء حصص محددة في الشركات العالمية، التي تتميز بمعدلات ربح عالية، مثل

شركات الاتصالات، صناعة السيارات، صناعة البرمجيات...، مع التقيد الدائم بالمعايير الأخلاقية للاستثمار التي ذكرناها سابقاً.

1-2-2 السندات: تعتبر السندات من المجالات الاستثمارية ذات المخاطر المنخفضة، إلا أنها تتميز بمعدل فائدة

منخفض مقارنة بالسندات، حيث يختار صندوق الاستقرار والادخار المقترح مجموعة من السندات ذات التصنيفات المرتفعة والتي تصدرها مؤسسات التصنيف العالمية.

1-2-3 العقارات: يعتبر الاستثمار في القطاع العقاري أحد أهم الاتجاهات الاستثمارية للصناديق السيادية، كما يتميز

بمعدلات أمان مرتفعة مقارنة بباقي أنواع الاستثمارات، بحيث يجب شراء العقارات في أوروبا والولايات المتحدة الأمريكية وباقي الدول العربية وآسيا، وهذا لاستخدامها في عمليات الحيازة أو التأجير أو البيع في حال ارتفاع الأسعار.

جدول رقم (36): هيكل المحفظة الاستثمارية المستهدفة للصندوق المقترح

نوع الاستثمار	تركيبية الأصول	التوزيع الجغرافي للاستثمارات	مدة الاستثمار
الاستثمار في المشاريع الضخمة	مشاريع البنية التحتية والمواصلات، دعم المشاريع الوطنية الإستراتيجية	في داخل الجزائر بنسبة 100% من خلال المشاريع المملوكة بالكامل أو بالشراكة مع المؤسسات الوطنية والأجنبية.	استثمارات طويلة المدى من 05 إلى 10 سنوات
الاستثمار الخارجي	أسهم، سندات، عقارات.	في: - الولايات المتحدة الأمريكية - أوروبا - الدول العربية - آسيا	استثمارات قصيرة المدى أقل من 05 سنوات

المصدر: من إعداد الطالب

2- مراحل تنفيذ الاستثمارات: تتم العملية الاستثمارية للصندوق عبر عدة مراحل وهي:

1-2 تحديد الأهداف الاستثمارية: عن طريق وضع إستراتيجية عامة للاستثمار تتضمن دراسة الأصول المالية المتاحة

والأهداف قصيرة وطويلة المدى للصندوق.

2-2 دراسة مؤشرات الأسواق: وهذا من خلال دراسة تطورات الأسواق وظروفها المالية والاقتصادية، ومعرفة حركة المؤشرات المالية وتصنيفات المؤسسات والشركات الاقتصادية عبر مؤسسات التصنيف الدولية.

2-3 تكوين المحفظة المرجعية: وهذا بالاعتماد على الدراسات السابقة، حيث يتم تكوين محفظة نمطية استرشادية تقسم فيها الاستثمارات وفق توجهات قطاعية وجغرافية، كما يتم تحديد معدل المخاطر الأعلى والأدنى ومعدل الفائدة والعائد المستهدف.

2-4 تنفيذ المحفظة الاستثمارية: وهي عملية تطبيق نتائج المراحل السابقة عملياً في الأسواق، بحيث يندرج في هذه المرحلة توزيع المخصصات المالية عبر الفئات الاستثمارية المحددة.

2-5 تقييم ومتابعة العملية الاستثمارية: وهي المرحلة الأخيرة التي يتم فيها مراجعة تطورات المحفظة الاستثمارية، وتقييم النتائج المحققة مع الأهداف المسطرة، وطرح النقائص والهفوات ومحاولة معالجتها في المخططات المستقبلية، كما تعد هذه المرحلة ذات أهمية بالغة كون أن الأسواق تتميز بالتغير والتذبذب، لذلك تستوجب العملية الاستثمارية متابعة وتقييم دوري ومستمر للتغير وفق المتطلبات المستجدة للأسواق.

3-إدارة المخاطر الاستثمارية: المخاطر الاستثمارية هي احتمالية حدوث أزمات مستقبلية متوقعة أو غير متوقعة داخلية أو خارجية، للمؤسسة المالية أو المنشأة الاقتصادية، ذات تأثير سلبي وغير مرغوب على سير ونتائج الاستثمار، بالشكل الذي قد يؤدي إلى عدم تحقيق الأهداف أو التعرض إلى خسائر مالية حادة أو حتى الإفلاس⁽¹⁾، وعليه فإن إدارة المخاطر عملية مهمة جداً في إدارة المحافظ الاستثمارية، حيث تتضمن العمليات التي تهدف إلى تفادي الأزمات والعمل بأسلوب إدارة المخاطر لتجنب الصدمات المالية التي من الممكن أن يتعرض لها الصندوق، حيث تمر عادة عملية إدارة المخاطر الاستثمارية بالمراحل التالية:

3-1 التحديد الدقيق للمخاطر المتوقعة: وهذا من خلال دراسات معمقة في الأسواق الخارجية ومعرفة تطوراتها الحالية والمستقبلية، كما يتضمن هذا الجانب تحديد أسباب المخاطر والتي إما أن تكون:

⁽¹⁾ المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات، مناخ الاستثمار في الدول العربية، مؤشر ضمان لجاذبية الاستثمار 2017، الكويت 2017، ص 99.

- **مخاطر مالية:** وتعلق المخاطر المالية بمشاكل الائتمان، مخاطر السيولة، تغيرات سعر الفائدة...⁽¹⁾
- **مخاطر سوقية:** تتعلق بتغيرات ظروف الأسواق الأخرى كاحتدام شدة المنافسة مع الصناديق الاستثمارية العالمية الأخرى، تغيرات أسعار الفائدة، اضطرابات في صرف العملات، تغير نسب الضرائب المفروضة، تغيرات أسعار الأسهم والسندات...⁽²⁾، وفي هذا الصدد يجب على الصندوق المقترح أن يعمل على الاستثمار في السندات المصنفة من قبل الوكالات المعتمدة لذلك، مثل (Fitch ; Moody's ; Standard&Poor's) وفق العلامات المرتفعة، وهذا لضمان معدلات منخفضة من المخاطر، فمثلاً استثمر صندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج سنة 2017 نسبة 41.1% في السندات المصنفة في العلامة (AAA) ونسبة 15.4% لسندات (AA) ونسبة 21.9% لسندات صنف (A) ونسبة 19.1% للسندات المصنفة ضمن الفئة (BBB)⁽³⁾.
- **مخاطر تشغيلية:** تتضمن وقوع بعض الأخطاء المتعمدة أو غير المتعمدة الناشئة عن تصرفات العاملين الفردية أو الجماعية والمصاحبة لعمليات السرقة، الغش، الاحتيال، التزوير...، أو من خلال بعض الأخطاء الأقل درجة الناجمة عن قصور في إدراك القوانين والتنظيمات المعمول بها، أو عدم تحديث المعلومات والاستراتيجيات الحديثة نتيجة غياب التكوين والدورات التدريبية⁽⁴⁾.
- **مخاطر قانونية وسياسية:** وهي التغيرات القانونية والسياسية الممكن حدوثها في البلدان المتخلفة عادة والمستقبلية للاستثمارات الأجنبية، وهذا من خلال إبطال تنظيمات قانونية ملائمة واستبدالها بأخرى تقيد حركة الاستثمارات أو حدوث بعض الاضطرابات السياسية أو الأمنية التي تنتج عن تغير في أنظمة الحكم السياسية غير الديمقراطية، والتي من الممكن أن تؤثر بشكل سيء على الاستثمارات المقامة من قبل الصندوق، والتي ينجم عنها خسائر مالية مباشرة وغير مباشرة.

⁽¹⁾ المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات، مرجع سبق ذكره، ص 99.

⁽²⁾ Laura kodres; de confiance...et beaucoup plus; op.cit; p10.

https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/fire/2008/06/pdf/FD0608_FRE_WEB.pdf; «02/06/2018 à 16^h.50»

⁽³⁾ NBIM; Government Pension Fund Global; Annual Report 2017; p59.

<https://www.nbim.no/contentassets/49715a01ed684b1686ff3c017f1efa12/annual-report-2017---government-pension-fund-global.pdf>; «02/06/2018 à 15^h.49»

⁽⁴⁾ نبيل بوفليح، دور الصناديق السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية الواقع والأفاق مع الإشارة إلى حالة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص 155.

3-2 قياس حجم وآثار الخسائر المتوقعة: وهذا بقياس حدة المخاطر ودرجاتها المرتفعة، المتوسطة والضعيفة، ومعدل التأثير على الأرباح الشهرية والسنوية.

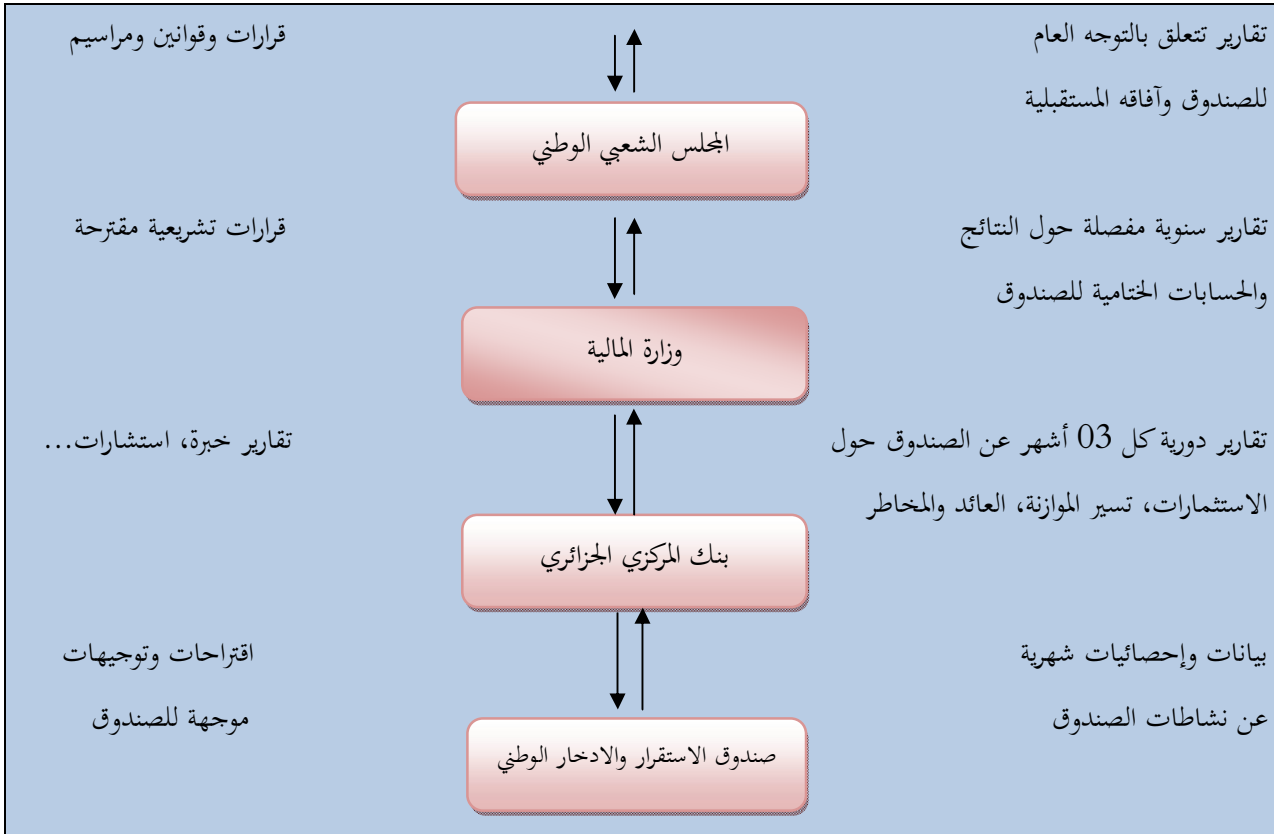
3-3 وضع الخطط اللازمة لتفادي المخاطر: وهذا بالعمل على تنصيب لجان لدراسة الإستراتيجية المضادة للمخاطر لتجنب آثارها وتفادي نتائجها، ولهذا يُعهد إلى اللجنة الاستشارية للاستثمار وإدارة المخاطر عملية الإشراف على استراتيجيات إدارة المخاطر في صندوق الاستقرار والادخار الوطني وهذا لضمان معدلات أرباح مستدامة، حيث يتم إدارة المخاطر المرتبطة بالمحفظة الاستثمارية للصندوق بالشكل الآتي: تجميع المخاطر السائدة في مختلف قطاعات الأسواق، تصنيف المخاطر المتوقعة، وضع السياسات والخطط لكبح هذه المخاطر.

المطلب الخامس: الطابع الرقابي للصندوق المقترح

وهو أهم عنصر في مجال حوكمة تسيير صندوق الاستقرار والادخار الوطني، حيث تتم الرقابة على الصندوق بشكل دوري محدد ضمن دورات عادية تعرض على البنك المركزي الجزائري ووزارة المالية ورقابة استثنائية بطلب من هاتين الهيئتين وهي رقابة داخلية، كما يعرض الصندوق حصيلة أعماله كل سنة على البرلمان، تقدم فيها العمليات التي قام بها الصندوق والتطورات التي مست أرصده، وإظهار حسابات النتائج الدورية في كشوف مالية مدققة من قبل محاسب مستقل وتسمى الرقابة الخارجية.

حيث تعمل الرقابة الدائمة والمستمرة على أنشطة الصندوق المقترح على متابعة سيرورة الإصلاحات المالية للصندوق، ويتم ذلك من خلال عرض تقارير فصلية عن تطور الأصول المالية للصندوق وتطور الأنشطة الاستثمارية المباشرة وغير المباشرة على المستوى الداخلي وفي الأسواق العالمية، وعرض جميع الشركات التي يتم الاستثمار فيها، وكذا حساب ومتابعة معدل العوائد المالية التي يتم تحقيقها دورياً أمام الهيئة البرلمانية التي تشكل بدورها لجان خبرة على مستوى الهيئة التشريعية من كفاءات وزارة المالية والبنك المركزي يقدم إليها التقارير التي يعرضها الصندوق لتقييمها.

شكل رقم (57): هيكل الرقابة على الصندوق السيادي المقترح في الجزائر



المصدر: من إعداد الطالب

تتضمن الرقابة على صندوق الاستقرار والادخار الوطني المقترح، ثلاثة مستويات من الرقابة من خلال البنك المركزي، وزارة المالية، الهيئة التشريعية أو البرلمان، حيث يمكننا تفصيل كل هيئة كالتالي:

1- البنك المركزي: يسهر البنك المركزي أو بنك الجزائر على المتابعة المباشرة والدورية لصندوق الاستقرار والادخار الوطني المقترح، في إطار مهامه المنوطة بالمحافظة على أملاك الدولة والاحتياطات من العملات الأجنبية، وفي إطار مهامه في إعداد التقارير الدورية والسنوية عن الوضعية المالية للبلاد، وعرض الوضعية المالية الجزائرية الخارجية، كما يعمل بنك الجزائر على تقديم التوضيحات والاستشارات التقنية النقدية والمالية⁽¹⁾، ويتعزز هذا الإطار من خلال الاستقلالية والحيادية التي يتمتع بها، والتي تتيح له العمل بكل نزاهة وحيادية في تقييم السياسات المالية والنقدية، حيث يعمل بنك الجزائر على دراسة الإحصائيات والمعطيات الشهرية المتعلقة بالصندوق وتحليلها، وتقديم نتائج عمله إلى وزارة المالية باعتبارها المالك للصندوق،

(1) قانون النقد والقرض، رقم (90-10) المؤرخ في 14 أبريل 1990، الصادر في الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، العدد (16) المؤرخ في 18 أبريل 1990، المادة (55)، ص 527، متوفر على الرابط الإلكتروني: <https://www.joradp.dz/FTP/Jo-Arabe/1990/A1990016.pdf> أطلع عليه يوم 31 ماي 2018 على الساعة 14.00.

في شكل محاضر وتقارير دورية، تتضمن تفصيلات عن كل العمليات التي يقوم بها الصندوق، وعن نشاطاته المالية وتوجهاته الاستثمارية ودرجة العائد ومعدلات المخاطر، وتقييم المحافظ المرجعية للسنة المالية القادمة، كما يمكن أن يقدم مشروع قانون أو نص تنظيمي تعديلي يراه البنك ضروري في نجاح الصندوق، حيث تسمح خبرة البنك المركزي وتوفره على الموارد البشرية والكوادر المؤهلة، من مراقبة عمل الصندوق بشكل أكثر كفاءة، من خلال العديد من المصالح والهيئات الفرعي على غرار: ⁽¹⁾

- المديرية العامة للمفتشية العامة. (direction général de l'inspection générale)

- المديرية العامة للدراسات. (direction général des études)

- المديرية العامة للموارد البشرية. (direction général des ressources humaines)

حيث تعمل المديرية العامة للموارد البشرية إضافة إلى عمليات المراقبة ومتابعة المخاطر التشغيلية التي تواجه الصندوق المقترح، تقوم المديرية بإعداد برامج تكوينية لفائدة موظفي الصندوق والعمل مع قسم الإعلام والاتصال على برمجة دورات تكوين خارجية للتعرف أكثر على التجارب الناجحة للصناديق السيادية.

2- وزارة المالية: تعتبر وزارة المالية في الجزائر ممثل لرئيس الجمهورية ولرئيس الوزراء في الإشراف على الصندوق المقترح،

من خلال استلام التقارير والبيانات من البنك المركزي كل ثلاثة أشهر، وتحليل نتائجها على ضوء الخطط والاستراتيجيات التي

تم الاتفاق عليها، بالاعتماد على المديرية التي تتوفر عليها الوزارة، مثل المفتشية العامة للمالية (inspection générale

des finances) أو خلية تدقيق الاستعلامات المالية (cellule de traitement du renseignement

financier)، بالإضافة إلى باقي المديرية الأخرى المكلفة بالمتابعة والتدقيق⁽²⁾، كما يمكن للوزارة الاستعانة أو استشارة

مجلس المحاسبة في إطار المهام القانونية الموكلة إليه في تحليل البيانات والأرقام، وضبط الميزانية أو مراقبة نوعية التسيير أو تصفية

الحسابات، ومراقبة مدى شفافية التسيير المالي وخلوه من الأخطاء⁽³⁾، بالإضافة إلى وحدات التدقيق المستقلة الوطنية أو

⁽¹⁾ بنك الجزائر، بيانات الهيكل التنظيمي للبنك، متوفر على الرابط الإلكتروني: [http://www.bank-of-](http://www.bank-of-algeria.dz/pdf/organigramme2014.pdf)

[algeria.dz/pdf/organigramme2014.pdf](http://www.bank-of-algeria.dz/pdf/organigramme2014.pdf) أطلع عليه يوم 31 ماي 2018 على الساعة 14.00 س.

⁽²⁾ وزارة المالية الجزائرية، بيانات الهيكل التنظيمي للوزارة، متوفر على الرابط الإلكتروني: http://www.mf.gov.dz/article_pdf/upl-

[ea8f770ade2fbd5e924ed22191405a07.pdf](http://www.mf.gov.dz/article_pdf/upl-) أطلع عليه يوم 02 جوان 2018 على الساعة 15.14 س.

⁽³⁾ مجلس المحاسبة الجزائري، مهام واختصاصات المجلس، متوفر على الرابط الإلكتروني:

http://www.ccomptes.org.dz/ar/missions_ar.html أطلع عليه يوم 02 جوان 2018 على الساعة 15.53 س.

الأجنبية، وهذا من أجل تقديم الملاحظات النهائية والقرارات التصحيحية وعرضها على الهيئة التشريعية للمصادقة عليها، مثل ما هو معمول به في العديد من تجارب الصناديق السيادية، فمثلاً تقوم وزارة المالية النرويجية باقتراح المبادئ التوجيهية للمراقبة والتنفيذ إلى بنك (NBIM) المسير لصندوق المعاشات الحكومية العام⁽¹⁾.

3- المجلس الشعبي الوطني: يقوم نهاية كل سنة مالية باستلام تقارير وزارة المالية المرفقة بجميع الوثائق التوضيحية الخاصة بعمليات الصندوق المالية والاستثمارية والإدارية، حيث يعمل المجلس على ممارسة وظائفه الرقابية على الأموال العمومية، من خلال لجانه المختصة أو أي هيئة أو شخصية يرى المجلس أنها ستساعده في عمليات الرقابة، ويقوم بدراسة تطورات الرصيد المالي للصندوق ومقارنته بالسنوات السابقة، بعدها يعمل على تقديم الملاحظات والتوجيهات ضمن المحاضر المحررة ويرسلها إلى السيد رئيس الجمهورية لاتخاذ القرارات والتوجيهات اللازمة ضمن قوانين ومراسيم وطنية.

⁽¹⁾ NBIM; government pension fund global; annual report/2017; p22.

<https://www.nbim.no/contentassets/49715a01ed684b1686ff3c017f1efa12/annual-report-2017---government-pension-fund-global.pdf> ; «02/06/2018 à 15^h.49»

خلاصة:

تعتبر تجربة صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر أول خطوة تضعها الحكومة في سبيل حماية الاقتصاد الوطني، بشكل فعلي من تقلبات أسعار النفط شديدة التباين في السوق الدولية، وكمحاوله لحماية الموارد العامة للدولة وتفادي الأزمات الاقتصادية، وقد استطاع صندوق ضبط الإيرادات تخفيض المديونية العمومية الخارجية إلى مستويات دنيا، وضمان التمويل المستمر للميزانية العامة للحكومة، التي عرفت عجزاً مستمراً نتيجة تطبيق نموذج اقتصادي يعتمد على الإنفاق المحفز، كما نجح صندوق ضبط الإيرادات في مهامه الموكلة إليه بموجب قانون المالية التكميلي لسنة 2000 والتعديلات القانونية التي جرت في قانون المالية لسنتي (2004،2006)، خاصة على مستوى تخفيض المديونية العمومية الخارجية وتخفيض عجز الخزينة، غير أن صلابته في التمويل تلاشت مع انخفاض أسعار النفط إلى مستويات متدنية.

إن تغيير نمط التسيير التقليدي المتبع في صندوق ضبط الإيرادات أصبح اليوم أكثر من حتمية، من خلال تحويله من مجرد صندوق لتراكم الفوائض النفطية غير المتحكم فيها، إلى صندوق سيادي حقيقي متنوع الإيرادات مثله مثل باقي التجارب السيادية الناجحة في العالم، وهذا ما تم اقتراحه من خلال مقترح صندوق الاستقرار والادخار الوطني، الذي يعتبر كيان مؤسسي خاص يقوم على هيكل إداري فعال ويعتمد على كفاءات وطنية وأجنبية، ذات ميزات تحكم عالية في الإدارة والاستثمار، كما يتمتع بمجال حوكمة ورقابة جد فعالة، تضاهي تلك الموجودة في التجارب المذكورة سابقاً، حيث يتم إعلام الجمهور وهيئات الرقابة الأخرى بشكل دوري، مما يسمح بتحسين وضعية الصندوق بشكل مباشر ضمن مؤشرات الحوكمة للصناديق السيادية ومبادئ سنتياغو، كما قمنا بإدراج مجموعة من الاقتراحات على مبادئ وأساليب الاستثمار خاصة ما يتعلق بتنويع القاعدة الاستثمارية والاعتماد على مبادئ تعظيم العائد وتقليل المخاطر.

الخاتمة

الخاتمة:

تعبر صناديق الثروة السيادية عن أوعية مالية ضخمة، تستخدم في عمليات الاستثمار الوطنية وغير الوطنية، لتحقيق الاستقرار في الميزانيات الحكومية أو للاحتفاظ بجزء من الثروات لصالح الأجيال المستقبلية، وقد نتجت صناديق الثروة السيادية نتيجة تراكم أصول مالية لصادرات الموارد الأولية أو السلعية أو غيرها من الموارد الأخرى، حيث نمت هذه الظاهرة بشكل لافت في السنوات الأخيرة، وتسمح الصناديق السيادية بتفادي الأزمات الاقتصادية وتعمل على إعادة التوازن المالي في المدى القصير والمتوسط، كما تعمل الصناديق السيادية على خلق نوع من الثقة في الاقتصاد المحلي، باعتبارها صمام أمان في حال الهزات الاقتصادية.

وقد ألفت الأزمة المالية العالمية بالضوء على صناديق الثروة السيادية بشكل صريح ومباشر، من خلال انتقالها من أطراف الأسواق العالمية إلى مراكزها، نظراً للعديد من الصفقات التي تمت في كبرى المؤسسات والبنوك العالمية وقد عرفت استثمارات صناديق الثروة السيادية تغيراً عميقاً في توزيعها القطاعي والجغرافي، وشهدت نزوحاً شديداً من الاستثمار في القطاعات المالية الغربية، نتيجة التخوف الذي صاحب الأزمة المالية العالمية، والتي تسببت في خسائر مالية معتبرة للعديد من الصناديق السيادية، حيث أصبحت هذه الصناديق تبحث عن قطاعات متنوعة ذات مردودية أفضل ومعدل أمان أعلى، في إستراتيجية استثمارية تركز على قواعد الحيطنة والحذر، ولم تسلم هذه الاستثمارات من المتاعب، حيث واجه العالم الغربي تلك الاستثمارات بنوع من الريبة والحذر، ومزيد من الغلق والحماية، نتيجة تعامله مع مستثمر لا يعرف عنه الكثير وعن أدواته ونواياه الاستثمارية، الأمر الذي دفع ملاك الصناديق السيادية إلى تبني رؤية مبنية على الحوكمة وزيادة الشفافية والاعتماد على مبدأ التحاور وتبادل الرؤى، وقد بذل صندوق النقد الدولي ومنظمة التنمية والتعاون الاقتصادي أدوراً هامة في توطيد العلاقات الدولية، وتحسين الفهم المتبادل لاستراتيجيات صناديق الثروة السيادية، من خلال مبادئ سنتياغو الطوعية غير الملزمة، التي عملت على تخفيف حدة الحماية المفروضة في الدول الغربية.

ويعد صندوق المعاشات الحكومية العام النرويجي من بين أحسن الصناديق السيادية الموجودة في العالم، ومرجعاً يقتاد به في العديد من تجارب الصناديق السيادية الأخرى، خاصة في مجالات التسيير الاستثماري والتفاعل مع الأسواق، وتفادي المخاطر

بآليات وميكانيزمات دقيقة، معتمداً على نهج مؤسسي ذو كفاءة عالية وكوادر بشرية موثوق فيها، وعلى هيكل مبني على مبادئ الحكم الراشد وعلى الشفافية المطلقة.

كما سمحت دراسة بعض تجارب الصناديق السيادية، وتحليل مجمل التقارير الواردة في شأن إدارة الثروات الطبيعية، من تشكيل صورة دقيقة عن أساسيات نجاح الصناديق السيادية، لا سيما في مجال الحوكمة والشفافية وإظهار البيانات، بالإضافة إلى الاعتماد على قواعد صارمة في مجال الميزانية، وتحديد طرق الإيداع والاقتطاع من الصندوق السيادي، كما تسمح قواعد الاستثمار والمحفظة المرجعية، من رفع معدلات العائد على الاستثمارات وتفادي المخاطر، لا سيما عند تحديد التوزيع الجغرافي والقطاعي للاستثمارات، وأخيراً فإن نجاح الصناديق السيادية يعتمد على وجود هيكل للرقابة على جميع أنشطة الصندوق، يسمح بمتابعة سير الصندوق وتوجهاته على المدى الطويل، وهذا ما يؤكد الفرضية التي قدمتها الدراسة حول الأسس اللازمة لإنشاء وإدارة الصناديق السيادية الناجحة.

بالنسبة للجزائر فقد سمحت الفوائض النفطية المسجلة بداية عام 2000 من تأسيس صندوق ضبط الإيرادات، الذي يعتبر أداة حكومية تسمح بحماية الاقتصاد الوطني، حيث سمح الصندوق من تخفيض المديونية وتمويل العجز المستمر للموازنة، لكنه عجز في الوقت نفسه عن إيجاد موارد مالية جديدة تقيه الإفلاس، مما يشير إلى صحة فرضية الدراسة الخاصة بالقصور في آليات عمل الصندوق، لذلك فإن إصلاح صندوق ضبط الإيرادات أمر ضروري وهام، حيث يجب العمل على تحويله من صندوق استقرار ذو مدخول ريعي إلى صندوق استثماري متنوع المداخل، وهذا من خلال مقترح صندوق الاستقرار والادخار الوطني الذي يعتمد المحاور التالية: هيكل إداري صلب، حوكمة فعالة، قاعدة ميزانية محكمة، سياسة استثمارية ناجعة، رقابة صارمة، مما يسمح بنجاح الصندوق وتحقيقه لأهداف اقتصادية كلية.

أولاً : النتائج المتوصل إليها: لقد سمحت دراستنا هذه بالخروج بجملة من النتائج، من بينها:

- الصناديق السيادية صناديق تنشئها الحكومات العامة لأغراض اقتصادية كلية، مستخدمة في ذلك استراتيجيات استثمارية مختلفة، حيث تمول الصناديق من فوائض الموارد الطبيعية، عمليات النقد الأجنبي الرسمية، عائدات الخوصصة، فوائض المالية العامة والإيرادات الناتجة عن الصادرات السلعية.

- للصناديق السيادية خصائص ومميزات متنوعة، أدت إلى تضارب الآراء حولها وعدم القدرة على وضع تعريف جامع لها، مما لم يسمح بتحديد أصولها بشكل دقيق لدى المؤسسات الدولية المختصة.
- تسعى الصناديق السيادية إلى تحقيق أغراض اقتصادية كلية وتنوع وفق الأهداف الذي أنشأت من أجلها، فمنها صناديق الاستقرار، صناديق الادخار، صناديق الاستثمار، صناديق التنمية وصناديق التقاعد، كما يوجد أنواع أخرى تتفرع بحسب معيار الدراسة، حيث نجد صناديق مستقلة وغير مستقلة، صناديق ذات كيان مؤسسي وأخرى من دونه...
- تنشأ صناديق الثروة السيادية من أجل تفادي المستقبل المجهول لمورد الأصل الناضب والمتمثل بالأساس في النفط والغاز الطبيعي وباقي المعادن كالتحاس مثلاً، كما تهدف الدول من إنشاء صناديق سيادية إلى حماية الميزانية العامة وتفادي الآثار السلبية الارتفاع إيرادات الثروة الناضبة أو ظاهرة العلة الهولندية.
- تعمل الدول على إنشاء صناديق سيادية نتيجة محدودية الطاقة الاستيعابية للاقتصاد الوطني، بمعنى عدم توافر أركان وأسس الإنتاج محلياً، أو من أجل جلب التكنولوجيا الحديثة نتيجة قيامها باستثمار أصول الصندوق السيادي في استثمارات أجنبية مشتركة.
- يعود تطور عدد وحجم الأصول المدارة من قبل صناديق الثروة السيادية للعديد من الأسباب، من أهمها تصاعد وتيرة الحسابات الجارية والأرصدة الاحتياطية الرسمية في آسيا، ارتفاع أسعار النفط مما سمح بتوفير احتياطيات ضخمة لدى الدول المصدرة للنفط وجهت بالأساس لتكوين صناديق سيادية جديدة، تسارع الدول إلى محاكاة التجارب الناجحة لبعض الصناديق السيادية في العالم.
- هناك علاقة واضحة وقوية بين ارتفاع أسعار النفط أو الصدمات النفطية الموجبة وارتفاع عدد وحجم الصناديق السيادية في العالم.
- تدخلت بعض الصناديق السيادية بشكل سريع وبأكثر جرأة أثناء الأزمة المالية العالمية، التي ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية وانتقلت إلى نواحي متفرقة من العالم، غير أن الصناديق السيادية تعرضت لخسائر مالية كبيرة نتيجة هذا التدخل.

- تحمل صناديق الثروة السيادية أهمية بالغة على المستوى الوطني، بحيث نجد أن بعض صناديق الثروة السيادية نجحت في خلق الثروة والمحافظة على الاستقرار، والمساعدة في عمليات التنمية المحلية وخلق الثروة وزيادة ديناميكية القطاعات الاقتصادية.
- ساهمت العديد من صناديق الثروة السيادية في توفير السيولة الضخمة إلى البلدان المتلقية لاستثماراتها، ما مكنها من دفع العجلة الاقتصادية والمحافظة على الوظائف، وزيادة في حركية القطاعات الصناعية، وهو ما يتوافق مع الدراسات السابقة التي تم الإشارة إليها والتي أكدت على أهمية استثمارات الصناديق السيادية في الدول الغربية.
- عملت صناديق الثروة السيادية ولا زالت تعمل على ضمان الاستقرار المالي للنظام المالي العالمي، من خلال توفيره لرؤوس الأموال الضخمة وذات المدى الاستثماري الطويل، حيث تعمل على تمويل الأسواق العالمية بالسيولة اللازمة وتساعد في تجاوز الدورات والأزمات الاقتصادية.
- تغير النهج الاستثماري لصناديق الثروة السيادية، حيث قفزت من هامش الأسواق العالمية إلى مراكزها، وتعددت أنشطتها ووظائفها وشملت العديد من القطاعات الاقتصادية.
- بدأت صناديق الثروة السيادية في الولوج إلى بدائل مستحدثة للاستثمار، مثل توظيف أصولها في المنتجات المالية التي يوفرها النظام الإسلامي، الذي يشهد رواجاً منقطع النظير في السنوات الأخيرة، ليس على مستوى الدول الإسلامية فقط، وإنما لباقي دول العالم الأخرى.
- إن استثمار أصول صناديق الثروة السيادية (خاصة المملوكة من قبل دول مجلس التعاون الخليجي) في البيئة الغربية شديدة التغير، وذات الاحتمالات المرتفعة للتعرض إلى الأزمات الدورية، جعلها تفكر بجديّة في تحويل العديد من استثماراتها إلى وجهات اقتصادية جديدة في الدول الناشئة والنامية وفي إفريقيا.
- واجهت العديد من الدول الغربية استثمارات صناديق الثروة السيادية بكثير من التخوف والحماية، نتيجة غموض نوايا الصناديق السيادية من جهة، وقيامها ببعض الصفقات التي كان لها الأثر البالغ في رد فعل الدول المستقبلية.

- ساهمت مقترحات صندوق النقد الدولي ومنظمة التنمية والتعاون الاقتصادي في كثير من التقارب الذي حدث بين ملاك الصناديق والدول المستقبلية لاستثماراتها، وهذا بعد بدء العمل بمبادئ سننباغو، وبعض صيغ الحوكمة الأخرى، وفي هذا الصدد تتفق نتائج الدراسات السابقة التي تم التعرض لها مع هذا الطرح، لا سيما في بناء حوار ثنائي بين جميع الأطراف.
- لم نجد في دراستنا لمؤشرات حوكمة وشفافية صناديق الثروة السيادية، أي قاعدة نظرية ترابطية بين التدرج في منحنيات الحوكمة والشفافية التي أوجدت لصناديق الثروة السيادية وبين أحجامها أو نضجها.
- تتميز تجربة صندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج بوجود تكامل دقيق بين مختلف التفاصيل الصغيرة والكبيرة، وجميعاً لكافة مراحل العمليات التي تقام على مستوى الصندوق، مما يزيد من الثقة والإعجاب بهذه التجربة الرائدة.
- تعتبر الصناديق السيادية في أبو ظبي وقطر والكويت وعمان تجارب رائدة وطموحة، وتتضمن منهجيات خاصة في الإدارة والتسيير، كما حققت تطورات هامة على مستوى الأصول والعائد، إلا أنها تفتقر إلى تجسيد معايير الحوكمة والشفافية وإظهار البيانات بشكل دوري.
- يتطلب نجاح صندوق الثروة السيادي تفعيل عنصر الحكم الراشد من خلال إنشاء الهيكل المؤسسي المسؤول بصفة مباشرة عن كافة عمليات الصندوق، مما يمكن من تحقيق شرط المساءلة وفرض العقوبات في حال الإخلال بالقواعد، بالإضافة إلى تقوية عناصر الديمقراطية، القانون، المشاركة، المساءلة.
- يجب العمل وفق القواعد الصارمة للإيداع والإنفاق من الصندوق السيادي، ومحاكاة التجارب الناجحة في هذا الإطار للصناديق السيادية العالمية.
- يسمح وضع منهجية استثمارية دقيقة لأصول الصندوق من زيادة عائداته، بشرط العمل وفق المحفظة المرجعية وإنشاء مصالغ خاصة لدراسة الأسواق تتضمن خبراء محليين وأجانب، تستطيع تحديد التوجهات القطاعية والجغرافية المناسبة.
- إن شفافية المعطيات والبيانات ركن أساسي لمتابعة تطورات الصندوق السيادية، للعمل وفق منهجية أكثر احترافية وأكثر مصداقية، بحيث تتطلب إظهار البيانات بشكل دوري، بيانات متاحة للاطلاع العام وتتصف بموضوعية.

- يجب الاعتماد على الرقابة متعددة الأطراف للصندوق السيادية، والتي تتضمن السلطة التشريعية، السلطة القضائية، مدققي الحسابات، وسائل الإعلام...

- وصل صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر إلى الإفلاس نظراً للتراجع الحاد لأسعار النفط في الأسواق الدولية في الفترة الأخيرة، وهذا بسبب اعتماده على أسس ومبادئ هشمة، وكونه مجرد حساب تخصيص خاص مرفق بالميزانية العامة للدولة.

- إن تقييم صندوق ضبط الإيرادات على أساس المعايير والأسس المعمول بها على مستوى الصناديق السيادية الناجحة، يشير إلى وجود قصور واضح في تنفيذ هذه المعايير، وهذا ما تتفق عليه الدراسات السابقة التي ذكرناها والخاصة بتقييم عمل صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر.

- إن تأسيس صندوق الاستقرار والادخار الوطني أصبح اليوم يمثل حتمية وحلاً لا مناص منه، للخروج من الأزمات الدورية التي يعاني منها الاقتصاد الوطني، بحيث يعتمد على أساليب التسيير الحديثة وعلى هيكل مؤسسي واضح، وعلى قواعد للتسيير المالي وقواعد الاستثمار وعلى مبادئ الحوكمة الرشيدة.

ثانياً : التوصيات المقترحة: من البديهي أن يحمل كل عمل اقتصادي وعلمي جاد، خلاصة من التوصيات التي يراها ضرورية، اعتماداً على استبيان صحة الفرضيات التي وضعتها الدراسة وقامت بتحليلها، وفي نهاية بحثنا هذا، يمكننا أن نقدم مجموعة من التوصيات والمقترحات التي نأمل أن يتم العمل وفقها، والتي تتجلى في النقاط التالية:

- سيكون من المفيد للعديد من صناديق الثروة السيادية التي أبدت نوعاً من التكتّم والضبائية في تسيير وإدارة شؤونها، العمل وفق أنظمة الحوكمة والشفافية والمساءلة.

- إعادة النظر في إستراتيجية الاستثمار لصناديق الثروة السيادية وخاصة الخليجية منها، ودراسة سبل تعظيم تلك الاستثمارات في منتجات الاقتصاد الإسلامي، والصيرفة المبنية على الأسس والمعايير الأخلاقية التي يتمتع بها الاقتصاد الإسلامي.

- إصلاح صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر في القريب العاجل وفق النموذج المقترح في الفصل الرابع، لتدارك الأزمة النفطية التي تعصف بالاقتصاد الوطني، حيث يجب العمل وفق منظومة إدارية عالية الكفاءة وذات خبرات واسعة في

ميدان الاستثمار الوطني والأجنبي، كمحاولة لصياغة نهج اقتصادي جديد ومورد مالي مستدام.

- حوكمة صندوق الاستقرار والادخار الوطني المقترح بشكل جدي، والاعتماد على مبدأ الشفافية والإظهار في جميع عملياته، لكي يكون الحفاظ على المال العام أمر تشاركي بين جميع المستويات.
- اقتناص نقاط القوة من التجارب العالمية لصناديق الثروة السيادية، خاصة من صناديق المعاشات الحكومية العام في النرويج، بالشكل الذي يدعم أسلوب عمل صندوق الاستثمار والادخار الوطني، والاعتماد على الكفاءات الوطنية المتاحة أو الأجنبية القادرة على رفع التحديات.
- الاعتماد على مبادئ الميزانية من خلال تعظيم الموارد وتحديد النفقات، بالإضافة إلى العمل وفق استراتيجيات استثمارية مبنية على أسس علمية واضحة، تعتمد على تعظيم العائد وتخفيض المخاطر، والانتشار في الأسواق الدولية وتنوع المحافظ الاستثمارية، وهذا لتنوع مصادر دخل صندوق الاستقرار والادخار الوطني المقترح.
- العمل وفق أنظمة الرقابة الفعالة المتعارف عليها لدى العديد من صناديق الثروة السيادية، وتطبيقها على مستوى صندوق الاستقرار والادخار الوطني، من خلال البنك المركزي، وزارة المالية، البرلمان، بالإضافة إلى الاعتماد على أساليب التدقيق المحاسبي من الهيئات الخاصة والمستقلة.

ثالثاً : آفاق البحث المستقبلية: إن موضوع صناديق الثروة السيادية من المواضيع الهامة على الصعيدين الدولي والإقليمي، ومثار اهتمام أكبر بالنسبة للتجربة الجزائرية من خلال صندوق ضبط الإيرادات، حيث أصبحت الأزمة المالية التي نعيشها اليوم مدعاة لكل الباحثين والطلبة الجامعيين لإثراء البحث والغوص أكثر من رحاب هذا الموضوع، وإعطاء بعض الدلائل الأخرى التي غفلت عنها دراستنا ولم تذكرها، حيث يمكن أن يكون بحثنا هذا انطلاقة جديدة لمواضيع أخرى ذات أهمية بالغة على المستوى الاقتصادي الوطني، خاصة في ما يتعلق بـ:

- واقع وآفاق صناديق الثروة السيادية في ظل المتغيرات الاقتصادية العالمية.
- مستقبل الصناديق السيادية النفطية في ظل الأزمات البترولية المتكررة.
- قراءة في أسلوب إدارة وتسيير صندوق المعاشات الحكومية العام النرويجي.
- أهمية استثمارات صناديق الثروة السيادية في مجال الصيرفة الإسلامية.
- واقع وآفاق صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر.
- أهمية تجربة صندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج وإسقاطاتها على صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر.

قائمة المراجع والمصادر

❖ قائمة المراجع والمصادر:

➤ المراجع باللغة العربية:

❖ الكتب بالعربية:

- 1- أودايرداس وآخرون: اقتصاديات صناديق الثروة السيادية قضايا لصناع السياسات، ط01، صندوق النقد الدولي، نيويورك 2010.
- 2- سمير التنير: التطورات النفطية في الوطن العربي ماضياً وحاضراً، دار المنهل العربي، ط01، بيروت 2007.
- 3- عبد العزيز وطبان، الاقتصاد الجزائري ماضيه وحاضره (1830-1985)، منظمة العمل العربية، ط 01، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 1992.
- 4- عبد القادر تومي، الأسس الفلسفية للعمولة الاقتصادية، مؤسسة كنوز الحكمة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الجزائر 2011.
- 5- علي زغدود: المالية العامة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 2008.
- 6- محمد لخضر بن حسين: الأزمات الاقتصادية فعلها ووظائفها في البلدان المتطورة والبلدان النامية (ترجمة أحمد شفير)، منظمة العمل العربية، المعهد العربي للثقافة العمالية وبحوث العمل بالجزائر، مطبعة النخلة، الجزائر فيفري 1995.
- 7- محمود عبد الفضيل: النفط والوحدة العربية- تأثير النفط العربي على مستقبل الوحدة العربية والعلاقات الاقتصادية العربية، مركز دراسات الوحدة العربية، الطبعة الخامسة، بيروت أبريل 1985.
- 8- الهادي خالدي، المرأة العاكسة لصندوق النقد الدولي مع الإشارة لعلاقته بالجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر أبريل 1996.
- 9- بلس شاوش بشير: المالية العامة المبادئ العامة وتطبيقاتها في القانون الجزائري، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 2008.

❖ أطروحات الدكتوراه:

- 10- نبيل بوفليح: دور الصناديق السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية الواقع والأفاق مع الإشارة إلى حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع نقود ومالية، جامعة الجزائر (03)، الجزائر السنة الجامعية (2010-2011).

❖ المجالات:

- 11- ايريك لو بورينو وإبراهيم الجمالي: صندوق سيادي للبنان: توصيات أولية، جريدة السادسة، العدد 05، بيروت 2014.
- 12- بوعتروس عبد الحق: الاستراتيجيات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية (دراسة تحليلية)، مجلة العلوم الإدارية والقانونية، العدد التاسع والعاشر، جامعة عدن، ديسمبر 2012.
- 13- جريدة عالم الطاقة: الحكمة الاقتصادية النرويج أمودجاً، نافذة على قطاع الطاقة، العدد (04)، أبو ظبي يناير 2014.
- 14- زايري بلقاسم: كفاية الاحتياطات الدولية في الاقتصاد الجزائري، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا - العدد السابع، السداسي الثاني، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، الجزائر 2009.

- 15- عبد المجيد قدي: الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، مخبر العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد السادس، السداسي الأول، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف الجزائر 2009.
- 16- فرحات عباس وسعود وسيلة: حوكمة الصناديق السيادية، دراسة لتجربة كل من النرويج والجزائر، مجلة الباحث الاقتصادي العدد (04)، الجزائر ديسمبر 2015.
- 17- كمال العقريب: تقييم واقع ودور صناديق الثروة السيادية في تحقيق الاستقرار في الاقتصاد العالمي، مجلة الاقتصاد الجديد، العدد 10، المجلد 01، جامعة خميس مليانة، الجزائر 2014.
- 18- نبيل بوفليخ: فعالية صناديق الثروة السيادية كأداة لتسيير مداخل النفط في الدول العربية، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف، العدد رقم (04)، الجزائر 2010.
- 19- يسري مهدي حسن، رافع أحمد حسن: الصناديق السيادية ومتطلبات إنشاء صندوق سيادي للعراق، مجلة الكوت للعلوم الاقتصادية، الإصدار السابع، العراق 2012.
- ❖ التقارير والبحوث:
- 20- بري نور الدين: محاضرات في قانون الضبط الاقتصادي، جامعة عبد الرحمان ميرة، بجاية، الجزائر السنة الجامعية (2015-2016).
- 21- بوابة الوزير الأول: البرنامج التكميلي لدعم النمو، الجزائر (2005-2009).
- 22- بيان اجتماع مجلس الوزراء: برنامج التنمية الخماسي (2010-2014)، الجزائر 24 ماي 2010.
- 23- جون فرانسيسك سزيك: صناديق الثروة السيادية في منطقة الخليج، مركز الدراسات الدولية والإقليمية، الاقتصاد السياسي لمنطقة الخليج، تقرير موجز رقم (03)، كلية الشؤون الدولية بجامعة جورج تاون، قطر 2012.
- 24- حمد السويدي وهايما كاروانا: المبادئ والممارسات المتعارف عليها، المدة والغرض الخاص، صندوق النقد الدولي، نيويورك أكتوبر 2008.
- 25- سفين بيرينت: أين صناديق الثروة السيادية من مبادئ سنتياغو؟ أوراق كارنيغي، مركز كارنيغي للشرق الأوسط، العدد رقم (22)، بيروت لبنان أيار/ مايو 2010.
- 26- سفين بيرينت: حين يتكلم المال: صناديق الثروة السيادية العربية في خطاب العولمة، أوراق كارنيغي، مركز كارنيغي للشرق الأوسط، العدد (12)، بيروت لبنان أكتوبر تشرين الأول 2008.
- 27- سفين بيرينت: صناديق الثروة السيادية الخليجية (إدارة الثروة في زمن الاضطراب)، استشرافات في السياسة، مؤسسة كارنيغي للسلام الدولي، بيروت لبنان فيفري شباط 2009.
- 28- صندوق الاحتياطي العام للدولة: التقرير السنوي 2014-2016، عمان.
- 29- صندوق النقد الدولي: ليسكي يصرح: مبادئ صناديق الثروة السيادية تدعم الاستثمار عبر الحدود، نشرة الصندوق، مبادئ سنتياغو (imfsurvey@imf.org)، نيويورك 2008.
- 30- صندوق النقد الدولي: ميثاق الممارسات السليمة في مجال شفافية المالية العامة، نيويورك 2007.

- 31- صندوق النقد الدولي، المعيار الخاص لنشر البيانات (مرشد للمستخدمين والمستخدمين)، واشنطن 2007.
- 32- صندوق النقد العربي: التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2017، أبو ظبي 2017.
- 33- مجلس التجارة والتنمية للأمم المتحدة: قطاع الموارد الطبيعية، استعراض وتحديد فرص التجارة والتنمية القائمتين على السلع الأساسية، جنيف (09-10) نيسان أبريل 2014، (TOL/B/C-I/MEM.2/26).
- 34- المجلس الوطني الاقتصادي والاجتماعي: تقرير الوضعية الاقتصادية والاجتماعية للجزائر، السداسي (2)، الجزائر 2001.
- 35- مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية: صناديق الثروة السيادية: المبادئ والممارسات المتعارف عليها (الهدف والغرض الخاص)، واشنطن 15 سبتمبر 2008.
- 36- مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية: مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية تتوصل إلى اتفاق مبدئي حول مسودة لمجموعة المبادئ والممارسات المتعارف عليها، مبادئ سنتياغو، بيان صحفي رقم (08/04)، واشنطن بتاريخ 02 سبتمبر 2008 (media@iwg-swf.org).
- 37- محمود محي الدين: وجهة نظر الاستثمار الجدير بالجيران، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد رقم 45، العدد رقم 04، نيويورك ديسمبر 2008.
- 38- مظهر محمد صالح: صناديق الثروة السيادية: تقييم أولي لتجربة صندوق تنمية العراق، البنك المركزي العراقي، أيار 2008.
- 39- منظمة الأقطار العربية المصدرة للبترو أوابك: التقرير الإحصائي السنوي 2017، الكويت 2017.
- 40- مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية: اجتماع المائدة المستديرة بشأن صناديق الثروة السيادية، بحث إمكانات استثمار صناديق الثروة السيادية في التنمية المستدامة الدورة الثالثة عشرة، الدوحة قطر (22/21) نيسان/أفريل 2012.
- 41- المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات: مناخ الاستثمار في الدول العربية، مؤشر ضمان لجاذبية الاستثمار 2017، الكويت 2017.
- ❖ **الملتقيات والمؤتمرات والمنتديات** 📖:
- 42- زايري بلقاسم: دور صناديق الثروة السيادية في تطوير التمويل الإسلامي في ظل تطورات الاقتصاد السياسي الخليجي، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، حكومة أبو ظبي، منتدى فقه الاقتصاد الإسلامي، أبو ظبي 2015.
- 43- زغيب شهرزاد وولياء عماني: الأزمة المالية: من المتسبب ومن المتضرر؟ مؤتمر الأزمة المالية الدولية: تباطؤ الاقتصاد العالمي وآثاره على الاقتصاديات الأوروبية، جامعة بجاية، الجزائر يومي 11 و12 أكتوبر 2009.
- 44- شعبان فرج ومريم دباغي: صناديق الثروة السيادية ومساهمتها في رسم المشهد المالي العالمي، الملتقى الدولي الثالث حول موقع صناديق الثروة السيادية ضمن النظام المالي العالمي ودورها في تحقيق الاستقرار، جامعة خميس مليانة، الجزائر يومي (30/29) أفريل 2015.
- 45- عبد الله بلوناس، حاج موسى نسيمه: واقع صناديق الثروة السيادية العربية في ظل أزمة الرهن العقاري، المؤتمر العلمي السادس حول التحديات التي تواجه منظمات الأعمال المعاصرة الأزمة المالية العالمية والأفاق المستقبلية، جامعة فيلادلفيا كلية العلوم الإدارية والمالية، الأردن 13-14/05/2009.

46- عبد المجيد قدي: الاقتصاد الجزائري والنفط (فرص أم تحديات)، المؤتمر العلمي حول التنمية المستدامة والكفاءة الاستخدامية للموارد المتاحة، جامعة سطيف، الجزائر يومي (08/07) أبريل 2008.

47- ماجد عبد الله المنيف: صناديق الثروة السيادية ودورها في إدارة الفوائض النفطية، ملتقى الطاقة العربي، بيروت لبنان سبتمبر 2009.

❖ الجرائد الرسمية ودساتير وقوانين:

48- قانون 17/84 المؤرخ في 08 شوال 1404 هـ الموافق ل 07 جويلية 1984 المتعلق بقانون المالية المعدل والمتمم، الصادر في الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، العدد (28)، المؤرخ في 10 جويلية 1984.

49- قانون النقد والقرض، رقم 90-10 المؤرخ في 19 رمضان 1410 هـ الموافق ل 14 أبريل 1990 المتعلق بالنقد والقرض، الصادر في الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، العدد (16)، المؤرخ في 18 أبريل 1990، المادة 55.

50- قانون رقم (03-22) المؤرخ في 04 ذي القعدة 1424 هـ الموافق ل 28 ديسمبر 2003، الصادر في الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، العدد (83)، المؤرخ في 29 ديسمبر 2003، المتضمن قانون المالية لسنة 2004.

51- قانون رقم 14/16 المؤرخ في 28 ربيع الأول 1438 هـ الموافق ل 28 ديسمبر 2016، المتضمن قانون المالية لسنة 2017، الصادر في الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، العدد (77)، المؤرخ في 29 ديسمبر 2016.

52- قانون رقم: (02/2000) المؤرخ في 24 ربيع الأول 1421 هـ الموافق ل 27 جوان 2000 المتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2000، الصادر في الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، العدد (37)، المؤرخ في 28 جوان 2000.

53- قرار مؤرخ في 02 ذي القعدة 1426 هـ الموافق ل 04 ديسمبر 2005، الصادر في الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، العدد (23)، المؤرخ في 12 أبريل 2006.

54- المرسوم التنفيذي رقم (232/04) المؤرخ في 17 جمادى الثانية 1425 هـ الموافق ل 04 أوت 2004، الصادر في الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، العدد (49)، المؤرخ في 08 أوت 2004.

55- المرسوم التنفيذي رقم 397/06 المؤرخ في 20 شوال 1427 هـ الموافق ل 12 نوفمبر 2006، الصادر في الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، العدد (72)، المؤرخ في 15 نوفمبر 2006.

56- المرسوم التنفيذي رقم: (67/02) المؤرخ في 23 ذي القعدة 1422 هـ الموافق ل 06 فيفري 2002، الصادر في الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، العدد (11)، المؤرخ في 13 فيفري 2002.

❖ La Bibliographie:

❖ Les ouvrages:

57- Brahim lakhlef: la bonne gouvernance ; dar el khaldounia ; Alger 2006.

58- Caroline Bertin delacour: les fonds souverains (ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale); les échos éditions ; groupe eyralles; Paris 2009.

59- Hocine benissad: Algérie : restructuration et réformes économiques (1979-1993); OPU; Alger 1993.

❖ **Les articles** 📖:

- 60- A. Blundell- wignall, yu-wei hu juan yermo: sovereign wealth and pension fund issues; OCED working papers on insurance and private pensions N°:14; 2008; OCED publishing; France january2008.
- 61- Alain demarolle: fonds souverains quelle stratégie pour la France? Revue d'économie financière. Hors-série, 2009. Les fonds souverains : numéro hors-série 2009; France2009.
- 62- Alain demarolle: rapport sur les fonds souverains; la documentation français ; ministère de l'économie des finances et de l'emploi; Paris France 2008.
- 63- Amid fal jaoui: la menace des fonds souverains ; tendances accoutancey ; tax 2008/1.
- 64- Andreas Schwab: les fonds souverains ; discours lors du petit déjeuner européen « l'Europe financière et bancaire » centre des études européennes de l'ENA ; Strasbourg ; France 22octobre 2008.
- 65- Andrew Bauer: fonds de ressources naturelles, la gestion des fonds de ressources naturelles : comment assurer des retombées pour tous; Natural ressource gouvernance Institute (NRGI)- Columbia centre on sustainable investment (CCSI); New York, USA 2014.
- 66- Andrew Bauer: Subnational Oil, Gas and Mineral Revenue Management; natural resource governance institute; Briefing July 2013.
- 67- Andrew Rozanov: fonds souverains, définir les engagements; revue d'économie financière. Hors-série, 2009 ; Les fonds souverains: numéro hors-série ; France 2009.
- 68- Andrew Rozanov: who holds the wealth of nations? State global advisors SSGA; London august2005.
- 69- Anne- Céline cambier : fonds souverains: l'immobilier français cible d'investissement; institut de l'épargne immobilière et foncière ; Paris - France septembre2012.
- 70- Ashby H. B. Monk and Caroline Nowacki: sovereign investors: understanding the giants of the financial world; Global Projects Center, Stanford University; May 2017; <https://www.researchgate.net/publication/324774196>
- 71- Ashby H.B Monk: is Calpers a sovereign wealth fund? ; centre for retirement research at Boston college; number 8-21; USA December 2008.
- 72- Benjamin J. Richardson: Sovereign Wealth Funds and the Quest for Sustainability: Insights from Norway and New Zealand; Nordic Journal of Commercial Law; issue 2011.
- 73- Bernardo Bortolotti: annual report 2016; hunting unicorns; Sovereign Wealth Fund; universita bocconi; baffi carefin center; sil sovereign investment lab; Milan 2017.
- 74- Bernardo Bortolotti: The Sky Did Not Fall Sovereign Wealth Fund annual report 2015;; università luigi bocconi; Milan2015.

- 75- Bernardo Bortolotti: Towards A New Normal Highlights Of The SWF Annual Report 2014; Università Commercial Luigi Bocconi; Sovereign Investments Workshop; Ispi Palazzoclerici; Milan 29 June 2015.
- 76- Bernstein, shai, josh lerner, and antoinette schoar. "the investment strategies of sovereign wealth funds." journal of economic perspectives 27, no. 2 (february 2013); american economic association.
- 77- Bertrand Blancheton et Yves Jegourel: "Les fonds souverains : un nouveau mode de régulation du capitalisme financier ?" Working Papers of GREThA, n° 2009-04 France 2009.
- 78- Brad setser and Rachel ziemba: working paper GCC sovereign funds: reversal of fortune; council foreign relations; centre for geoeconomic studies; Council on Foreign Relations, Washington D.C; USA January 2009.
- 79- Catherine Mathieu, Henri Sterdyniak « Faut-il des règles de politique budgétaire ? », Revue de l'OFCE 2012/7 (N° 126), france2012. DOI 10.3917/reof.126.0299.
- 80- Christopher balding: qui a peur des fonds souverains? revue d'économie financière. Hors-série, 2009. Les fonds souverains : numéro hors-série ; France 2009.
- 81- Danyel Reiche: Sovereign Wealth Funds as a New Instrument of Climate Protection Policy? Study of Norway as a Pioneer of Ethical Guidelines for Investment Policy; Wuppertal Institute; No. 173e·Dezember 2008.
- 82- David Chambers and others; the Norway model; the journal of portfolio management; volume 38 number 02; Norway winter2012.
- 83- Edwin m Truman: projet de meilleurs pratique pour les fonds souverains, revue d'économie financière ; association d'économie financière ; numéro hors série; France 2009.
- 84- Edwin M Truman: sovereign wealth fund acquisitions and other foreign government investments in the United States: assessing the economic and national security implications; Peterson institute for international economics; Washington USA November 14, 2007.
- 85- Edwin M. Truman and Sarah E. Stone: Uneven Progress on Sovereign Wealth Fund Transparency and Accountability; Peterson Institute for International Economics; USA October 2016.
- 86- Evan Bayh; time for sovereign wealth rules; wall street journal; February 13, 2008. <https://www.wsj.com/articles/SB120286960358864245>
- 87- Gawdat Bahgat: Sovereign Wealth Funds in the Gulf: An Assessment; Research Paper, Kuwait Programme on Development, Governance and Globalisation in the Gulf States; LSE global governance; number 16; Kuwait July 2011.

- 88- Gokhan Afyonoglu And Others: the brave new world of sovereign wealth funds, Wharton leadership center university of Pennsylvania, USA 2010.
- 89- Hamid Talebi; A Survey of Sovereign Wealth Funds (SWFs) in the Gulf Cooperation Council (GCC) Countries; Master of Science in Banking and Finance; Eastern Mediterranean University; January 2014; Gazimağusa, North Cyprus 2014.
- 90- Hélène Raymond: les fonds souverains; revue de l'économie mondiale 2010; publications du CEPPII, la découverte paris France2009.
- 91- Hélène Raymond: Sovereign Wealth Funds as domestic investors of last resort during crises; Document de Travail; Working Paper 2010-12; economix; Paris mai 2010.
- 92- Helmut Reisen: comment reconvertir ressources et revenus : du bon usage des fonds souverains; centre de développement de l'OCDE; cahier de politique économique n° 38 ; France 2008.
- 93- Helmut Reisen: fonds souverains et économie du développement ; la vie économique ; revue de politique économique 07/08/2008 ; France2008.
https://www.researchgate.net/publication/46555021_The_Volatility_of_Sovereign_Wealth_Funds
- 94- Ivan odonat: les conditions d'une contribution positive des fonds souverains à l'économie mondiale ; trésor- éco ; n°28 ; France janvier 2008.
- 95- Javier Santiso and others; Sovereign wealth funds; report developed by ICEX Spain Trade & Investment initiative; Spain 2013.
- 96- Javier santiso: les fonds souverains : des acteurs clés dans la nouvelle géographie des richesses ; revue d'économie financière. Hors-série, 2009. Les fonds souverains: numéro hors-série ; France 2009.
- 97- jean marc puel; les fonds souverains dans l'agriculture : un investissement politique? éditions de l'EHESS ; France 2012.
- 98- jean marie chevalier : les fonds souverains pétroliers ; revue d'économie financière. Hors-série, 2009. Les fonds souverains : numéro hors-série ; France 2009.
- 99- Jean-François Adrian : Norvège : quel avenir pour le première fonds souverain mondial? Institut de la gestion publique et du développement économique - bureau de la recherche ; gestion publique ; note réactive ; n°74- juin 2015.
- 100- Jean-Paul betbeze; fonds souverains : solution à la crise ? Revue d'économie financière ; Hors-série, 2009. Les fonds souverains: numéro hors-série 2009; France2009.
- 101- Laura kodres; de confiance...et beaucoup plus; finances & développement ; fonds monétaire international ; volume 45 ; numéro 02; New York USA juin 2008.

- 102- Laurent bibaut: singularités de l'arbitrage CIRDI ; face a l'arbitrage conventionnel, souveraineté des etates et fonds souverains d'investissement ; mémoire de recherche ; master en droit économique ; centre de droit économique. université Paul Cézanne aric Marseille 3. France (2009-2010).
- 103- Lee Hudson Teslik; Sovereign Wealth Funds; Council on Foreign Relations. January 28, 2009; <https://www.cfr.org/backgroundunder/sovereign-wealth-funds>.
- 104- Lorenzi Jean-Hervé et Trainar Philippe : « Les nouveaux acteurs de la finance » Regards croisés sur l'économie, France 2008/1n° 3. DOI : 10.3917/rce.003.0020.
- 105- M jean Arthuis: Rapport d'information au nom de la commission des Finances, du contrôle budgétaire et des comptes économiques de la Nation sur le rôle des fonds souverains; sénat n°336; session ordinaire du 2007,2008 annexe au procès –verbal de la séance du 15 mai 2008; France 2008.
- 106- Marie-Claire Aoun et Quentin boulanger : les nouveaux défis des fonds souverains pétroliers; note de IFRI ; instituts français des relations internationales et OCP (Policy center) ; février 2015.
- 107- Matouk Jean; De la souveraineté financière ; In: Revue d'économie financière ; Hors-série, 2009 ; Les fonds souverains : numéro hors-série 2009. pp. 61-72 France 2009.
- 108- Mehmet caner et Thomas Grennes: le fonds souverains norvégien ; revue d'économie financière. Hors-série, 2009. Les fonds souverains : numéro hors-série ; France 2009.
- 109- Mehmet Caner and Thomas Grennes: Sovereign Wealth Funds: The Norwegian Experience; the World Economy USA. 2010; doi: 10.1111/j.1467-9701.2009.01235.x .
- 110- Michael schamid et Fred burki : l'importance des fonds souverains pour la suisse; la vie économique 7/8/2008-81emeannée.
- 111- Patrick Artus : vers la fin des fonds souverains ; revue d'économie financière ; Hors-série, France 2009 ; Les fonds souverains : numéro hors-série ; France 2009.
- 112- Paul wachtel; l'évolution du rôle de la fédéral réserve; revue trimestrielle de l'association d'économie financière, n° 105 mars 2012; Paris ; France 2012.
- 113- Pierre Christian Atangana ; L'émergence Des Fonds Souverains Et Leur Impact Sur Les Investissements Transfrontaliers ; Mémoire Présenté Comme Exigence Partielle De La Maîtrise En Droit ; Université Du Québec À Montréal ; Canada Février 2013.
- 114- Richard Pomfret, Sovereign Wealth Funds in resource-rich countries; October 2008.
- 115- Robert kimmitt: in praise of foreign investment best practices for sovereign wealth funds; international economy; Washington USA spring 2008.

- 116- Robert Kimmitt: sovereign wealth funds and the world economy; foreign affairs; vol87 n° 1; Washington D.C; USA 2008.
- 117- Romuald Yonga: guide des fonds souverains africains ; african markets; www.african-markets.com; last update ; septembre 2014.
- 118- Samia Buisine et Benoit Jourjon et Benoît Malapert : Les fonds souverains, Paris : Presses des Mines, collection Libres opinions, Paris 2012.
- 119- Saoudi Abdelaziz ; Fonds souverain. L'Algérie a-t-elle bien fait d'être prudente?_En ligne : <http://www.algerieinfos-saoudi.com/2016/02/fonds-souverain-l-algerie-a-t-elle-bien-fait-d-etre-prudente.html>, 9 Février 2016
- 120- Simon Johnson: la montée en puissance des fonds souverains; revue de finances et développement; FMI ; Washington USA septembre 2007.
- 121- Steffen Kern: swfs and foreign investment policies- an update; deutsche Bank research; Germany October 22, 2008.
- 122- Steffen Kern: Fonds souverains: nouvelles réalités économiques et réponses politiques; Revue d'économie financière; Hors-série, 2009; Les fonds souverains : numéro hors-série France2009.
- 123- Steven coissard et autres: l'émergence des fonds souverains réalité et enjeux; revue d'économie financière. Hors-série, France 2009.
- 124- Steven Jen: how big could sovereign wealth funds Be by 2015? Morgan Stanley Research May 3; 2007.
- 125- Steven jen: quelle taille pour les fonds souverains en 2015? revue d'économie financière ; association française d'économie financière, n° hors série ; France 2009.
- 126- Steven mufson: zoellick wants wealth funds to invest 1% in Africa; Washington post staff writer; Thursday, Washington USA april3; 2008.
- 127- Tamara gomes: les effets des fonds souverains sur le système financière international; rapport banque de canada ; revue du système financière ; Canada décembre 2008.
- 128- Thomas J. Grennes: the volatility of sovereign wealth funds; global economy journal; volume 9, issue 3 2009 article 7; January 2009; p01.
- 129- Valeria Miceli and Others: Opportunities of Threats the Current and Future Role of SWF in Financial Markets; Deutsche Asset& Wealth Management; Germany Mars 2015.
- 130- Victoria Barbary and Bernardo Bortolotti: Sovereign Wealth Funds and Political Risk: New Challenges in the Regulation of Foreign Investment; Regulations of Foreign Investment;10-05-2012<http://www.bernardobortolotti.com/wp-content/uploads/2013/03/2012115123994SWFPolRisk.pdf>

- 131- Viviant de beaufort: fonds souverains et gouvernance d'entreprise; conférence débat du club recherche IFA ; France jeudi 05 décembre 2013.
- ❖ **Les rapports** 📖:
- 132- Abu Dhabi Investment Authority: ADIA deferent review (2010-2017); Abu Dhabi.
- 133- Banque de France: bilan et respectives des fonds souverains; focus n°01 ; 28 novembre2008 ; France2008.
- 134- Banque mondiale: data source 2016 ; api.worldbank.org.
- 135- BP: statistical review of world energy 2018; Crude oil prices, US Energy Information Administration; 67th edition; June 2018
<https://www.bp.com/content/dam/bp/en/corporate/pdf/energy-economics/statistical-review/bp-stats-review-2018-full-report.pdf> .
- 136- chambre de commerce Luxembourg : Les fonds souverains : une solution d'avenir pour le Luxembourg? Actualité & tendances ; Bulletin économique de la Chambre de Commerce ; n°4 mars 2008.
- 137- commission des communautés européennes : communication de la commission au parlement européen, au conseil, au comité économique et social européen et au comité des régions, approche européen commune en matière de fonds souverains ; Bruxelles ; le 27 fevrier2008.
- 138- economic and social stabilization fund; ANNUAL REPORT2016; Sovereign Wealth Funds; Ministry of Finance; Santiago, Chile2016.
- 139- FMI: Guide du FMI sur la transparence des recettes des ressources naturelles: Washington, D.C. USA (2007).
- 140- FMI: Sovereign wealth funds: A work agenda; working paper; Washington DC; USA February 29, 2008.
- 141- FMI; Le FMI va définir des pratiques optimales avec les fonds souverains ; bulletin de FMI ; Washington USA avril 2008.
- 142- Geoeconomica: Santiago compliance index2014; Switzerland octobre 2014.
- 143- Government Pension Fund of Norway, Legislative Council Secretariat; FSC50/13-14; Research Office.
- 144- Le figaro; Norvège: le fonds souverain bannit 10 groupes; le figari.fr économie ; France «07/03/2017»
- 145- Le monde: le fonds souverain de la Norvège ; plus gros du monde a gagné 50 milliards d'euro en 2016 ; France «28/02/2017»

- 146- Ministry Of Finance chili: annual report sovereign wealth funds 2016; Santiago, Chile2016.
- 147- Natural Resource Funds and Columbia centre on sustainable Investment: Kuwait, Kuwait's Future Generations Fund; September 2013.
- 148- Natural Resource Governance Institute: Indice de Gouvernance des Ressources Naturelles 2017.
- 149- Nhim: Annual Report Norway 2007;2009;2015;2016.2017.
- 150- Norges-bank: exchange rates; at <http://www.norges-bank.no/en/>.
- 151- Norwegian ministry of finance: Norway budget 2015; 2017.
- 152- OCDE and NEPAD : les fonds publics et souverains et l'investissement dans les infrastructures africains : défis et perspectives ; table ronde d'experts ; l'investissement dans les infrastructures de transport ; initiative NEPAD-OCDE pour l'investissement en Afrique.
- 153- OCDE: Études économiques de l'OCDE Norvège; Janvier 2016 synthèse.
- 154- OCDE: fonds souverains et politiques des pays d'accueil; rapport du comité de l'investissement; OCDE 4 avril 2008.
- 155- ONS : l'Algérie en quelques chiffres; résultats (2011 - 2013); édition N°44; Alger2014.
- 156- OPEC: annual statistical bulletin 2016.
- 157- PNUD : Rapport sur le développement humain 2016; Le développement humain pour tous ; New York ; USA 2016.
- 158- Reuters: Putin-No Sovereign Wealth Fund in Russia Yet; June 30; Available June 30, 2008; https://www.reuters.com/article/russia-us-fund/putin-no-sovereign-wealth-fund-in-russia-yet-idUSL3028241920080630_28/07/2018
- 159- Sommet de Londres : déclaration des chefs d'état et de gouvernement; 2 avril 2009; p02. <http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009communiqu0402-fr.pdf>
- 160- The sovereign wealth fund initiative: profile government pension fund global; Norway July 2012.
- 161- The wall street journal ; sovereign –wealth funds threatened by government spending kazakhstan's experience shows how fast these funds can dwindle ; <https://www.wsj.com/articles/sovereign-wealth-funds-threatened-by-government-spending-1482580802> ; by simon clark and selina williams dec 24,2016.
- 162- The wall street journal: Sovereign-Wealth Funds Threatened by Government Spending Kazakhstan's experience shows how fast these funds can dwindle;

[https://www.wsj.com/articles/sovereign-wealth-funds-threatened-by-government-](https://www.wsj.com/articles/sovereign-wealth-funds-threatened-by-government-spending-1482580802)

[spending-1482580802](https://www.wsj.com/articles/sovereign-wealth-funds-threatened-by-government-spending-1482580802) By Simon Clark and Selina Williams Dec. 24, 2016 7:00 a.m

- 163- The wall street journal; Goldman, China's Sovereign-Wealth Fund Plan Up to \$5 Billion in U.S. Investments China Investment Corp. teaming up with top Wall Street bank on multibillion-dollar investment fund; <https://www.wsj.com/articles/goldman-chinas-sovereign-wealth-fundplan-up-to-5-billion-in-u-s-investments-1509963344>.
- 164- Traité de Rome: instituant la communauté européenne; signé le 25 mars 1957 par (la république fédérale d'Allemagne. Italie. Belgique. pays –bas et Luxembourg).
- 165- Transparency international: corruption perceptions index2017; Berlin february2018.
- 166- UNCTAD: world investment report2017; United Nations; newyork 2017.

➤ قائمة المواقع الالكترونية:

- www. Banque d'algerie.dz.....	بنك الجزائر.....
- www. Dgt-mf.gov.dz.....	وزارة المالية الجزائرية- المديرية العامة للخزينة.....
- www. world bank.org.....	البنك العالمي.....
- www. adia.ae.....	جهاز أبو ظبي للاستثمار.....
- www. ccomptes.org. dz	مجلس المحاسبة الجزائري.....
- www. dgpp-mf.gov.dz.....	وزارة المالية الجزائرية- المديرية العامة للبرمجة والتخطيط.....
- www. imf.org.....	صندوق النقد الدولي.....
- www. iwf.swf.org.....	مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية.....
- www. kia.gov.kw.....	الهيئة العامة للاستثمار في الكويت.....
- www. mubadala.com	صندوق مبادلة للاستثمار.....
- www. nbim.no	صندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج.....
- www. oapecorg.org.....	منظمة الدول العربية المصدرة للنفط.....
- www. ons.dz	الديوان الوطني للإحصائيات.....
- www. opec.org.....	منظمة الدول المصدرة للنفط.....
- www. qia.qa	جهاز قطر للاستثمار.....
- www. sgrf.gov.om	صندوق الاحتياطي العام للدولة في عمان.....
- www. statsbudsjettet.no.....	وزارة المالية في النرويج.....
- www. swfinstitute.org.....	معهد صناديق الثروة السيادية.....
- www. wikipedia.org.....	وكيبيديا.....

الملحق

❖ الملحق: مبادئ سنتياغو

المبدأ (01): يكون الإطار القانوني الذي يستند إليه صندوق الثروة السيادية سليماً وداعماً، لفعالية تشغيله وتحقيق أهدافه المعلنة.

المبدأ الفرعي (1-1): يضمن الإطار القانوني سلامة الوضع القانوني لصندوق الثروة السيادية، والمعاملات التي يجريها.

المبدأ الفرعي (1-2): يتم الإفصاح العلني عن أهم المواصفات الأساس، والهيكلة القانونيين لصندوق الثروة السيادية، وكذلك العلاقة بين كل صندوق وغيره من كيانات الدولة.

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 محلية مباشرة كبيرة، يتم تنسيق هذه الأنشطة تنسيقاً كاملاً مع السلطات 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 لصندوق الثروة السيادية، حيال عمليات التمويل والسحب والإنفاق.

المبدأ الفرعي (1-4): يتم الإفصاح علناً عن مصدر تمويل صندوق الثروة السيادية.

المبدأ الفرعي (2-4): يتم الإفصاح علناً عن المنهج العام لسحب الأرصدة من صندوق الثروة السيادية والإنفاق منه بالنيابة عن الحكومة.

المبدأ (05): يتم إبلاغ الجهة المالكة على أساس يومي بالبيانات الإحصائية ذات الصلة بصندوق 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 للحكومة يحدد تقسيماً واضحاً وفعالاً للأدوار والمسؤوليات، بما يسهل المساءلة والاستقلالية التشغيلية في إدارة الصندوق سعياً لتحقيق أهدافه.

المبدأ (07): تحدد الجهة المالكة أهداف صندوق الثروة السيادية وتتولى تعيين أعضائه وجهازه 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 الكافيان لأداء وظائفه.

المبدأ (9): يتولى فريق الإدارة التشغيلية لصندوق الثروة السيادية تنفيذ إستراتيجيته بصورة مستقلة وفي إطار مسؤوليات واضحة التحديد.

المبدأ (10): يتحدد بوضوح إطار المساءلة عن عمليات صندوق الثروة السيادية بالنص عليه في التشريع أو الميثاق المعين 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 القومية المعمول بها، مع مراعاة متطلبات الاتساق.

المبدأ (12): تخضع عمليات صندوق لثروة السيادية وكشوفه المالية للتدقيق السنوي، طبقاً للمعايير المحاسبية الدولية أو القومية 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 التي يتم مراعاتها 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 تحملها لها، وإستراتيجيته الاستثمارية حسبما حددتها الجهة المالكة أو الحاكمة، كما يركز على مبادئ سليمة لإدارة الحافظة.

المبدأ الفرعي (1-18): يسترشد صندوق الثروة السيادية بسياسيته الاستثمارية في تقنين مدى انكشافه للمخاطر المالية وإمكانية استخدامه للرفع المالي.

المبدأ الفرعي (18-2): تعالج السياسة الاستثمارية مدى إمكانية الاستعانة بمديرين داخليين أو خارجيين للاستثمار، وأنواع أنشطتهم وطبيعة السلطة المخولة لهم، والعملية المتبعة في اختيارهم ومراقبة أدائهم.

المبدأ الفرعي (18-3): يتم الإفصاح علناً عن توصيف لسياسة الاستثمار المعتمدة لدى صندوق الثروة السيادية.

المبدأ (19): تهدف القرارات الاستثمارية التي يتخذها صندوق الثروة السيادية إلى تعظيم العائد المالي المعدل حسب المخاطر، بما يتوافق مع سياسته الاستثمارية واستناداً على أسس اقتصادية ومالية.

المبدأ الفرعي (19-1): إذا كانت قرارات الاستثمار تخضع لاعتبارات أخرى بخلاف الاعتبارات الاقتصادية والمالية، يتم النص بوضوح على هذه الاعتبارات ضمن سياسة الاستثمار ويتم الإفصاح عنها علناً .

المبدأ الفرعي (19-2): تدار أصول صندوق الثروة السيادية وفقاً للطريقة السليمة والمقبولة عموماً في مجال إدارة الأصول.

المبدأ (20): لا يجوز لصندوق الثروة السيادية السعي لمعرفة معلومات سرية أو اكتساب نفوذ من خلال الحوكمة 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 عنصراً أساسياً في قيمة استثمارات أصوله، وإذا اختار أن يمارس حقوق ملكيته فعليه القيام بذلك على نحو يتسق مع سياسته الاستثمارية ويحمي القيمة المالية لاستثماراته، ويفصح صندوق الثروة السيادية 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 ويديرها.

المبدأ الفرعي (22-1): يتضمن إطار إدارة المخاطر معلومات موثوقة ونظماً لإبلاغ البيانات في الوقت المقرر، مما يتيح مراقبة المخاطر ذات الصلة وإدارتها في ظل معلمات ومستويات مقبولة، وآليات للرقابة والحوافز ومدونات لقواعد السلوك وتخطيط لاستمرارية العمل ووظيفة تدقيقية مستقلة.

المبدأ الفرعي (22-2): يتم الإفصاح علناً عن المنهج العام المعتمد لإطار إدارة المخاطر.

المبدأ (23): تقاس أصول صندوق الثروة السيادية وأداؤه الاستثماري (سواء على أساس مطلق أو مقارن بمعايير قياسية إن وجدت) وترفع تقارير بشأنها لمالكها طبقاً لمبادئ ومعايير واضحة التحديد.

المبدأ (24): يجري صندوق الثروة السيادية بشكل مباشر أو من خلال طرف ينوب عنه، مراجعة منتظمة لتطبيق المبادئ والممارسات المتعارف عليها.

«Les fonds souverains et les exigences pour la création d'un fonds souverain en Algérie»

Résumé: Cette étude a abordé la question des fonds souverains et les exigences pour la création d'un fond souverain en Algérie, à travers l'étude et l'analyse du cadre général de ces fonds, leurs types et leurs méthodes de fonctionnement, ainsi que la stratégie d'investissement et la gouvernance adoptée par un groupe sélectionné des fonds souverains réussis dans le monde. Ajoutant à cela, l'étude analytique du Fonds de régulation des recettes en Algérie, son développement et l'évaluation des méthodes de son fonctionnement, et les objectifs qui lui sont consentis, à travers la couverture du déficit budgétaire et la réduction de la dette publique. L'étude a conclu que les fonds souverains sont des assiettes financières issues des excédents financiers des recettes rentières du pétrole, de l'exportation des matières premières, des revenus de privatisation et même des excédents de la balance des paiements. L'objectif de ces fonds c'est d'atteindre des finalités macroéconomiques, où on peut trouver des fonds de stabilisation, de développement, d'épargne, et de retraite. Ces fonds souverains ont une importance locale et mondiale, notamment grâce à leurs contributions efficaces pour soutenir les entreprises défailtantes durant la précédente crise financière mondiale. L'étude a illustré le succès de certains fonds souverains réussis dans le monde, tel que le fonds de pension du gouvernement norvégien qui adopte une stratégie d'investissement scrupuleuses et un mode de gouvernance efficient. Cependant, le fonds de régularisation des recettes en Algérie et couronné par l'échec suite à sa mauvaise restructuration et son mode de fonctionnement classique qui requiert une révision et une réforme radicale. À cet effet, cette étude propose un autre fonds de stabilisation et d'épargne national pour substituer au précédant fonds.

Mots clés : Fonds souverains, Crise financière, Fonds du Golfe, Gouvernance, Fonds de régulation des recettes.

«Sovereign wealth funds and the requirements of establishing a sovereign fund for Algeria»

Abstract : This study is related to sovereign wealth funds (SWFs) and the requirements of establishing a sovereign fund for Algeria by studying and analyzing the general framework of these funds, their types and ways of managing them, the different investment strategies and governance adopted by a selected selection of successful sovereign funds (SWFs) in the world. Besides, An analytical study of the Algerian Revenue Control Fund and its development, evaluation of its work methods and the assigned objectives to cover the budget deficit and reducing the national debt. The study concluded that (SWFs) were made up of financial instruments resulting from financial surpluses arising from oil or commodity exports, privatization proceeds or through balance of payments surpluses. Since e these funds seek to achieve economic purposes. These sovereign wealth funds (SWFs) include the stabilization funds, development funds, and savings and retirement funds. These funds are of great importance domestically and internationally, especially with their effective contribution to the rescue lot of troubled institutions during the global financial crisis, The study also showed the existence of some successful sovereign funds such as the general government pension fund in Norway which was based on precise investment strategies and effective governance. The failure of Algeria's income-control fund has been a reflection of its structure and working methods. However, The failure of Algeria's income-control fund are due to its weak structure and its unclear working methods. As matter of fact, we do agree for the necessity to be revised and reformed radically through the National Stability and Savings Fund proposed by this study.

Key words: Sovereign Funds, Financial Crisis, Gulf Funds, Governance, Income Control Fund.

"الصناديق السيادية ومتطلبات إنشاء صندوق سيادي للجزائر"

الملخص: قامت هذه الدراسة بالتطرق إلى موضوع الصناديق السيادية ومتطلبات إنشاء صندوق سيادي للجزائر، وذلك من خلال دراسة وتحليل الإطار العام لهذه الصناديق وأنواعها وطرق تسييرها، وإستراتيجيات الإستثمار والحوكمة التي تتبناها مجموعة مختارة من الصناديق السيادية الناجحة في العالم، بالإضافة إلى دراسة تحليلية لصندوق ضبط الإيرادات في الجزائر، وتطوره وتقييم طرق عمله والأهداف التي أوكلت له، من خلال تغطية عجز الميزانية وتخفيض الدين العمومي، وقد خلصت الدراسة إلى أن الصناديق السيادية أوعية مالية ناتجة عن الفوائض المالية المترتبة عن الصادرات النفطية أو السلعية، أو عائدات الخوصصة أو من خلال فوائض ميزان المدفوعات، حيث تسعى هذه الصناديق أهمية بالغة الصناديق إلى تحقيق أغراض اقتصادية كلية، ويوجد منها صناديق الاستقرار، التنمية، الادخار، التقاعد، وتحمل هذه محلياً وعالمياً، خاصة مع مساهمتها الفعالة في إنقاذ المؤسسات المتعثرة خلال الأزمة المالية العالمية، كما أظهرت الدراسة وجود بعض الصناديق السيادية الناجحة على غرار صندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج، الذي يعتمد على استراتيجيات استثمارية دقيقة وأسلوب حوكمة فعال، كما أن فشل صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر راجع إلى هيكلته وطرق عمله لذلك يستوجب مراجعته وإصلاحه بشكل جذري من خلال صندوق الاستقرار والادخار الوطني الذي اقترحت هذه الدراسة.

كلمات مفتاحية: الصناديق السيادية، الأزمة المالية، الصناديق الخليجية، الحوكمة، صندوق ضبط الإيرادات.