

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة فرحات عباس - سطيف 1-  
كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير  
قسم العلوم الاقتصادية  
تخصّص مالية بنوك وتأمينات

الموضوع:

سياسات ترشيد دور صناديق الثروة السيادية في إطار مبادئ سنتياغو

"دراسة حالة الانتقال من صندوق ضبط الموارد إلى صندوق سيادي في الجزائر"

أطروحة مقدّمة لاستكمال متطلبات نيل درجة الدكتوراه في ميدان العلوم الاقتصادية

إشراف:

أ.د عمّار عمّاري  
د مصطفى بودرامّة



إعداد:

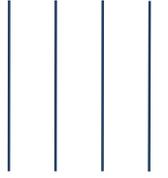
هاجر يحي

لجنة المناقشة:

رئيساً	جامعة سطيف 1	أستاذ التعليم العالي	أ.د حمّودي حاج صحراوي
مُشرفاً ومُقرّراً	جامعة سطيف 1	أستاذ التعليم العالي	أ.د عمّار عمّاري
مُشرفاً مُساعداً	جامعة سطيف 1	أستاذ محاضر قسم -أ-	د. مصطفى بودرامّة
مناقشاً	جامعة سطيف 1	أستاذ التعليم العالي	أ.د صالح صالح
مناقشاً	جامعة قسنطينة 2	أستاذ التعليم العالي	أ.د مبارك بوعشة
مناقشاً	جامعة برج بوعريّيج	أستاذ محاضر قسم -أ-	د. موسى بن منصور

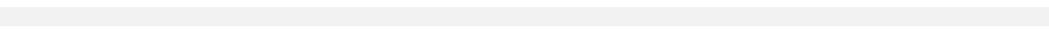
السنة الجامعية: 2016/2017

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



إهداء

إلى أمّمي  
إلى روح أبي ..



# شُكْرٌ وَعِرْفَانٌ

بفضل الله وعونه تم إنجاز هذا العمل، الذي أسأله عزّ وجلّ أن يجعله خالصاً لوجهه الكريم.

وفي هذا الصّدّد، لا يسعني إلّا أن أتقدّم بالشّكر للأستاذ المشرف الدكتور مصطفى بودرامة؛ الذي رافقني بتوجيهاته ونصائحه في كلّ مرحلة من مراحل إنجاز هذا البحث، والأستاذ الدكتور عمّار عمّاري على ملاحظاته القيّمة. بارك الله في إتقائهما ونفع بهما وجزاهما جزاءً وافراً وزادهما من خيره العميم.

كما أتقدّم بالشّكر الجزيل إلى الأستاذ الدكتور محمد بوجلال، الدكتور حميدوش محمد، الدكتور العجال عدّالة، وكلّ من دعمني طوال فترة إنجاز هذا العمل.

وأتقدّم بالشّكر الوفير إلى الأساتذة الأفاضل أعضاء لجنة المناقشة.

## مقدمة

الفصل الأول: مدخل للتعريف بصناديق الثروة السيادية ومبادئ سنياغو

المبحث الأول: مفهوم وأنواع صناديق الثروة السيادية واستراتيجياتها الاستثمارية؛

المبحث الثاني: دور صناديق الثروة السيادية في الاقتصاد العالمي؛

المبحث الثالث: مبادئ سنياغو (المبادئ والممارسات المتعارف عليها).

الفصل الثاني: سياسات ترشيد دور صناديق الثروة السيادية

المبحث الأول: الاستثمار في صناديق التحوط؛

المبحث الثاني: الاستثمار في الأسواق الناشئة؛

المبحث الثالث: الاستثمار في التنمية المحلية.

الفصل الثالث: واقع الاقتصاد الجزائري في ظل هيمنة المحروقات

المبحث الأول: تطوّر الاقتصاد الجزائري وسماته منذ الاستقلال؛

المبحث الثاني: الخصائص الهيكلية للاقتصاد الجزائري؛

المبحث الثالث: أداء قطاع المحروقات في الجزائر.

الفصل الرابع: دراسة حالة الانتقال من صندوق ضبط الموارد إلى صندوق سيادي في الجزائر

المبحث الأول: بعض التجارب لصناديق الثروة السيادية في إطار مبادئ سنياغو؛

المبحث الثاني: أداء صندوق ضبط الموارد في الجزائر؛

المبحث الثالث: سياسات ترشيد دور صندوق ضبط الموارد والانتقال به إلى صندوق سيادي.

## الخاتمة

الملاحق

قائمة المصادر والمراجع

فهرس الجداول

فهرس الأشكال

فهرس المحتويات

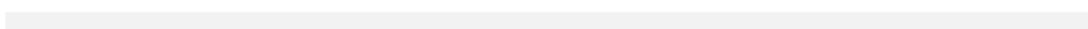
ملخص.



المختصر	دلالتة
APFC	Alaska Permanent Fund Corporation
AIMCo	Alberta Investment Management Corporation
CIC	China Investment Corporation
FGF	Future Generation Fund
GAAP	Generally Accepted Accounting Principles
GAPP	Generally Accepted Principles and Practices
GIPS	Global Investment Performance Standards
GNP	Gross national product
GPDFG	The Government Pension Fund Global
GRF	General Reserve Fund
ICD	Investment Corporation of Dubai
IFRS	International Financial Reporting Standards
IFSWF	International Forum of Sovereign Wealth Funds
KIA	Kuwait Investment Authority
KNB	Khazanah Nasional Berhad
NAV	Net Asset Value
NBIM	Norges Bank Investment Management
NDFI	National Development Fund of Iran
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
QIA	Qatar Investment Authority
RGE	Roubini Global Economics
RPU	Risk Management and Performance Measurement Unit
SCI	The Santiago Compliance Index
SEC	Securities and Exchange Commission
S&P	Standard and Poor's
SWF	Sovereign Wealth Fund
SWFI	Sovereign Wealth Fund Institute
UCITS	Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities



# مقدمة



## مقدمة

يشهد الاقتصاد العالمي اضطراباتٍ واختلالاتٍ جزاءً الأزمات المتوالية التي لحقت بأكبر كيانين اقتصاديين في العالم -الولايات المتحدة الأمريكية والاتحاد الأوروبي-؛ حيث تُعتبر أزمة الرهن العقاري (2008) الأسوأ منذ الكساد الاقتصادي العظيم الذي ساد في ثلاثينات القرن الماضي، وقد أدت إلى اختلال البورصات وأسواق التقد وأسواق الطاقة والمعادن الثمينة، كما أدت إلى تراجع معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي واضطراب وانهيار المؤسسات المالية والتقدية العالمية في الولايات المتحدة الأمريكية، ثم في أوروبا والعديد من دول العالم.

ولا ريب أن أزمة الديون السيادية (2011) التي عاشتها منطقة اليورو لا تقل خطورةً عن أزمة الرهن العقاري؛ حيث كانت لها تداعياتها التي طالقت استقرار الاقتصاد العالمي.

إن مثل هذا الوضع غير المستقر للاقتصاد العالمي، يفرضُ على الدول التفكير الجددي في استغلال الفوائض المالية خاصةً تلك المرتبطة بالعائدات من المحروقات والموارد الأخرى؛ فقد سجلت أسعار النفط ارتفاعاتٍ قياسيةً في الفترة الماضية لتصل إلى أكثر من 100 دولار أمريكي للبرميل الواحد مع بداية سنة (2008)؛ مما أدى إلى تحقيق فوائض مالية كبيرة في الدول المصدرة للنفط، ساهمت إلى حدٍّ ما في تحسين أداء بعض مؤشرات الاقتصاديات، كما سجلت موازين مدفوعاتها وموازناتها العامة فوائض ماليةً معتبرة.

وقد قامت العديد من الدول بإنشاء هيئات تُعرف بـ "صناديق الثروة السيادية"؛ التي يُنظر إليها على أنها صناديق استثمار مُتخصصة تُنشئها الحكومات بُغية ادّخار أو استثمار الفوائض من الميزانيات العامة أو من الصادرات النفطية؛ داخلياً في التنمية المحلية أو خارجياً في الأسواق المالية العالمية أو البنوك والمؤسسات المالية الدولية. وقد ساهمت هذه الصناديق في تمويل العديد من المؤسسات المالية المتعثرة في أعقاب أزمة الرهن العقاري؛ مما وجّه الأنظار إليها.

وعلى غرار باقي الدول، قامت الجزائر بإنشاء "صندوق ضبط الموارد" عام (2000)؛ حيث سجلت فوائض ماليةً معتبرة نتيجة ارتفاع أسعار النفط إلى مستوياتٍ قياسيةً، مقارنةً بالأسعار السائدة في تلك الفترة، بهدف ترشيد استغلال مداخيل الثروة النفطية وتوجيهها لخدمة الاقتصاد الوطني.

لقد أصبحت صناديق الثروة السيادية تُؤدّي دوراً هاماً في النظام المالي العالمي؛ من خلال إدارتها لأصول مالية ضخمة؛ وأدت سياساتها الاستثمارية التي تزداد انفتاحاً إلى إحداث ردود أفعالٍ سياسية في الدول المستقبلية، وتفاعلاً مع ردود الأفعال هذه، قامت مجموعة مكونة من 26 صندوق ثروة سيادية في أكتوبر عام (2008)؛ بالتعهد بالتزام الشفافية والحكمة الرشيدة ومعايير المساءلة، عبر التوقيع على مجموعة مبادئ غير ملزمة بالنسبة إلى صناديق الثروة السيادية التي عُرفت باسم "مبادئ سنتياغو"؛ والتي تعكس بصورة صحيحة الممارسات والأهداف الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية، وقد قام بعض أعضاء المجموعة طواعيةً بالالتزام بها وتنفيذها.

## إشكالية البحث

إنّ تزايد عدد صناديق الثروة السيادية وحجم أصولها في السنوات الأخيرة، وحصول بعض التحوّلات في سياساتها الاستثمارية؛ من الاحتياطات التقديرية الأجنبية والسندات الحكومية وغيرها من الاستثمارات ذات العائد المنخفض والثابت نسبياً، إلى استثمارات ذات عائد مرتفع وأقل ضماناً كالدخول في أسواق المال بطرق مباشرة أو غير مباشرة، ونظراً لبوادر الانهيارات المؤكدة للعديد من اقتصاديات الدول النقطية بسبب أزمة انهيار أسعار النفط الحالية؛ كلّها أسباب منطقية تفرض على صنّاع السياسات الاقتصادية التفكير في إعادة توجيه فوائضها المالية بعيداً عن الاستثمارات الخطرة وذات العوائد غير الأكيدة.

وعليه، لا بُدّ من البحث في سبب الاستغلال الأمثل للفوائض المالية للدول من خلال صناديق الثروة السيادية؛ بحيث تضمن مستقبل الأجيال القادمة، وكذا توجيه هذه الأموال إلى استثمارات ذات عوائد أقل مخاطرة وأعلى مردودية، وذلك من خلال تبني مبادئ الحوكمة والشفافية والإفصاح في إطار مبادئ سنّياغو، فالتجربة الجزائرية في هذا المجال مثلاً تُعتبر غير كاملة وتُعاني العديد من النقص؛ مما يُعرّض صندوق ضبط الموارد وعوائده غير المستقرّة للخطر.

ومنّه يُمكن صياغة إشكالية بحثنا من خلال السؤال الرئيس التالي:

ما هي السياسات اللازمة لترشيح دور صناديق الثروة السيادية في إطار مبادئ سنّياغو؟ وكيف يمكن الانتقال بصندوق ضبط الموارد في الجزائر إلى صندوق سيادي في إطار هذه المبادئ؟

## الأسئلة الفرعية

وستتمّ معالجة هذه الإشكالية من خلال الإجابة على الأسئلة الفرعية التالية:

- ما هو الدور الذي تضطلع به صناديق الثروة السيادية في الاقتصاد العالمي؟
- ما هي أمثل السبب لتوظيف صناديق الثروة السيادية للفوائض المالية؟
- ما هي الأهداف المراد التوصل إليها من خلال وضع مبادئ سنّياغو؟
- هل حقّق صندوق ضبط الموارد في الجزائر الأهداف المنوطة به؟
- كيف يُمكن الانتقال بصندوق ضبط الموارد في الجزائر إلى صندوق سيادي في إطار مبادئ سنّياغو؟

## فرضيات البحث

بهدف الإجابة على الإشكالية، سيتم اختبار صحة الفرضيات التالية:

- **الفرضية الأولى:** تُعتبر صناديق الثروة السيادية عامل استقرار في الاقتصاد العالمي؛ من خلال استثماراتها طويلة الأجل التي تُعطيها القوة للصمود في وجه الأزمات المتكررة؛
- **الفرضية الثانية:** تُعتبر مشاريع التنمية المحلية والأسواق المالية الناشئة وصناديق التحوط أفضل مجالات الاستثمار بالنسبة لصناديق الثروة السيادية؛
- **الفرضية الثالثة:** تُساهم مبادئ سنياغو في توضيح طبيعة وأهداف وهيكل صناديق الثروة السيادية وتدابير الحوكمة التي تتبعها، كما تُشكّل قاعدةً للمحافظة على بيئة استثمارية دولية مفتوحة؛
- **الفرضية الرابعة:** حقّق صندوق ضبط الموارد في الجزائر الأهداف التي أنشئ من أجلها؛
- **الفرضية الخامسة:** يُمكن تحسين أداء صندوق ضبط الموارد في الجزائر، من خلال استراتيجية تتطلّب تعديل أهداف وهيكل الصندوق وزيادة شفافيته، في إطار مبادئ سنياغو.

## أهمية البحث

تكمن أهمية البحث في:

- التعريف بصناديق الثروة السيادية والبحث في سُبل الإدارة الكفؤة للفوائض المالية الضخمة للدول؛
- التعريف بالسياسات المتعددة التي يُمكن من خلالها ترشيد دور صناديق الثروة السيادية؛
- إبراز أهمية مبادئ سنياغو، والتي تُعتبر خطوةً مهمّة في طريق الحوكمة العالمية؛

## أهداف البحث

يهدف البحث إلى:

- التعرف على صناديق الثروة السيادية وأهميتها بالنسبة للاقتصاد العالمي ككل، والإحاطة بمختلف القضايا المتعلقة بها؛
- التعرف عن أسباب الاتهامات المتكررة والتخوف الكبير من صناديق الثروة السيادية والبحث في كيفية ترشيد عملها؛ من خلال تنويع استثماراتها ووضع حد أقصى لنسب مشاركة هذه الصناديق في رأس مال البنوك والشركات الأجنبية ووضع قوانين ولوائح لإدارتها، وكذا المراقبة الدقيقة لهذه الصناديق من قبل هيئات متخصصة، وكل هذا يتجلى من خلال مبادئ سنتياغو؛
- الوقوف على أداء صندوق ضبط الموارد في الجزائر الذي أنشئ على غرار الفوائض المسجلة، نتيجة ارتفاع أسعار النفط إلى مستويات مرتفعة؛
- محاولة وضع خطة تضمن الاستغلال الأمثل للفوائض النفطية للجزائر، من خلال ترشيد عمل صندوق ضبط الموارد والانتقال به إلى صندوق سيادي.

## منهج البحث

نظراً لطبيعة البحث، فقد تم اتباع المنهج الوصفي والتحليلي المستعمل في الدراسات الاقتصادية عموماً، وذلك بهدف تأصيل وتوثيق كل ما كُتب عن صناديق الثروة السيادية ومبادئ سنتياغو، والتشخيص السليم والوصف الدقيق لموضوع الدراسة من مختلف جوانبه؛ وذلك بالعودة إلى المراجع والبحوث التي تطرقت لموضوع البحث سواء كانت مباشرة أو غير مباشرة؛ وكذا من خلال تحليل واستقراء المعطيات والبيانات المرتبطة بموضوع البحث.

## أسباب اختيار الموضوع

### الأسباب الموضوعية

- يُمثّل البحث موضوعاً مهماً على الساحة الاقتصادية العالمية يتطلب الدراسة؛
- يُمثّل موضوعاً من الموضوعات المستحدثة؛ حيث رغم ظهور مصطلح "صناديق الثروة السيادية" لأول مرة في الخمسينات من القرن الماضي، إلا أنه انتشر مؤخراً خاصة بعد أزمة الزهن العقاري (2008)، وارتباطه بالفوائض النفطية؛
- محاولة إزالة الغموض حول شفافية هذه الصناديق والدور المهم الذي تؤديه في الاقتصاد العالمي؛ خاصة بعد تبني العديد من صناديق الثروة السيادية مبادئ سنتياغو غير الملزمة.

## الأسباب الذاتيّة

- الاطلاع الشخصي على الموضوع؛ حيث أثارت القراءات المتكررة حول أسباب ونتائج أزمة الرهن العقاري انتباهنا لموضوع صناديق الثروة السيادية، ومن ثمّ محاولة البحث في سبل ترشيد دور هذه الصناديق خاصّة وأنّ الدور المنوط بها هو توجيه وإدارة أموال حكومات وشعوب وأجيال مستقبلية.

## حدود البحث

### الحدود المكانية

تمّ اختيار ثلاثة من أهمّ صناديق الثروة السيادية في العالم، والتي تمثل بنسبٍ متفاوتة لمبادئ سنتياغو؛ بغرض الاستفادة من تجاربها في معالجة التّقائص التي يُعاني منها صندوق ضبط الموارد -الجزائر-، تمثّلت هذه الصناديق في صندوق الثروة السيادية لكلّ من التّرويج، قطر والكويت.

### الحدود الزّمنية

امتدّت فترة الدّراسة من سنة 2000 إلى غاية سنة 2014، أي منذ سنة إنشاء صندوق ضبط الموارد إلى ما أمكن توافره من معلومات وتقارير سنوية.

### الدّراسات السابقة

حسب اطلاعنا، وفي حدود ما توافر لدينا من معلومات فقد تمّ تناول موضوع صناديق الثروة السيادية من حيث الفعاليّة ودورها في إدارة الفوائض الماليّة، وكذا إسهامها في معالجة أزمة الرهن العقاري؛ من خلال عدّة مقالات، كما تمّ تناول الموضوع من قبل الباحث "نبيل بوفليح" في رسالة دكتوراه، والتي انطلقنا منها محاولين تسليط الضّوء على الجوانب التي لم تركز عليها الرّسالة، أهمّها مسألة توجيه الأصول المدارة للاستغلال الأمثل؛ من خلال قنوات استثماريّة مضمونة العائد، ومسألة الامتثال لمبادئ سنتياغو؛ حيث حاولنا اقتراح بعض السياسات لترشيد دور صناديق الثروة السيادية في إطار هذه المبادئ. وفيما يلي سنحاول الإشارة لبعض الدّراسات التي تطرقت للموضوع:

#### أ. الدّراسات باللّغة العربيّة

1. "دور صناديق الثروة السيادية في معالجة الأزمة الماليّة والاقتصاديّة العالميّة" لنبيل بوفليح (2009)، في مجلة: بحوث اقتصادية عربيّة، ع48-49، مركز دراسات الوحدة العربيّة، بيروت، لبنان.

#### ■ وتوصّل إلى التّائج التّالية:

- ساهمت دول منطقة الشّرق الأوسط بصورة فعّالة في التّصدي للأزمة، وذلك عن طريق تدخّلات صناديق الثروة السيادية في الأسواق الماليّة الأمريكيّة والأوروبيّة للحفاظ على استقرارها وسيولتها؛

- يمكن لدول منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا أن تقوم بدورٍ متميزٍ في معالجة الأزمة الاقتصادية العالمية، بالنظر لامتلاكها 44% من إجمالي صناديق الثروة السيادية في العالم، وذلك عن طريق مساهمتها في تنفيذ وتمويل الخطة العالمية للخروج من الأزمة المتفق عليها في أبريل (2009).

2. "واقع صناديق الثروة السيادية العربية في ظل أزمة الرهن العقاري"، لعبد الله بلوتاس وحاج موسى نسيمه (2009)، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي السادس، كلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة فيلادلفيا، الأردن، 13-14 ماي.

#### ■ توصلًا إلى النتائج التالية:

- تُعتبر أزمة الرهن العقاري أزمة سيولة، لذا كان وما زال الحل الرئيس لها هو ضخّ الكتلة النقدية، وهذا ما حاولت صناديق الثروة السيادية القيام به؛

- اكتسبت صناديق الثروة السيادية أهميةً متزايدة في النظام المالي العالمي، إذ تُعتبر عاملاً مساعداً في معالجة الاختلالات المالية على الصعيد العالمي؛

- تمتلك خمسة دول عربية صناديق ثروة سيادية ضخمة تمثل مجتمعة 1540 مليار دولار، أي أكثر من نصف مجموع حجم عشرين أولى صناديق الثروة السيادية في العالم؛ حيث تُعتبر عائدات التّلفط المصدر الرئيس لهذه الصّناديق، والتي استعملت خلال الأزمة لاقتناء أسهم شركاتٍ ضخمة في العالم مثل: HSBC, Citigroup؛

- تلخصت استراتيجية صناديق الثروة السيادية خلال أزمة الرهن العقاري في الاستثمار في المؤسسات الغربية التي هي بحاجة إلى سيولة ثم كنتيجة لتأثر الأسواق المالية العربية بالأزمة أصبحت هذه الصّناديق تستثمر في الدّاخل، والنتيجة أن استراتيجيتها الأولى لم تكن جد فعالة لملاحظة استمرار تحقيق هذه المؤسسات خسائر ضخمة؛

- نجاح نسبي لصناديق الثروة السيادية في مساعدة المؤسسات المالية الغربية التي هي بحاجة إلى سيولة، والدليل هو حجم الخسائر التي عانت منها خلال سنة (2007-2008)؛

- يلاحظ مؤخراً انخفاض حجم استثمارات صناديق الثروة السيادية، وبصفة خاصة العربية في البنوك الغربية خاصة في نهاية سنة (2008)، ويرجع السبب الرئيس في ذلك إلى الخسائر الضخمة التي تكبدتها، بالإضافة إلى توجيه هذه الفوائض إلى البورصات المحلية التي تحتاج إلى سيولة جراء تأثرها بالأزمة في أكتوبر (2008) مثل الصندوق الكويتي والصندوق القطري؛

- ينظر الغرب إلى صناديق الثروة السيادية العربية وكأنها تهدف إلى غزو الاقتصادات الغربية، ولكن الإحصائيات المنشورة أثبتت أنها واجهت خسائر ضخمة بسبب انخفاض قيمة الدولار؛

- يرجع سبب تحوّل الدول الغربية من هذه الصّناديق إلى غموض استراتيجيتها الاستثمارية، خاصة بعد إنشاء الصندوق السيادي الصيني سنة (2007) بحجم 200 مليار دولار، والذي يُعتبر سادس أكبر صندوق سيادي من حيث الحجم في العالم.

3. "صناديق الثروة السيادية ودورها في إدارة الفوائض النفطية"، لـ ماجد عبد الله المنيف (2009)، في مجلة: بحوث اقتصادية عربية، ع47، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، لبنان.

■ وتوصّل إلى النتائج التالية:

- اشتدّ الاهتمام بصناديق الثروة السيادية للدول النفطية خلال السنوات قبل أزمة الزمن العقاري، خاصةً حجم ومجالات ودوافع تلك الاستثمارات خارج حدود دولها، وخبا هذا الاهتمام بعد استفحال الأزمة وانحيار أسعار البترول وتوقّع استمرارها عند مستويات متدنّية بعد انتهاء الأزمة وتداعياتها؛
- يرتبط إلى حدّ كبير موضوع صناديق الثروة السيادية للدول النفطية بموضوع إدارة المالية العامة في تلك الدول؛
- يُعتبر حجم صناديق الثروة السيادية برمتها، أو صناديق الثروة الناتج من إدارة واستغلال العائدات النفطية ضعيفاً مقارنةً بمؤشرات مالية عالمية عدّة؛ كما أن تقدير أحجامها المستقبلية مبالغٌ فيه، خصوصاً بعد انخفاض أسعار النفط وعدم توقّع تعافيتها في الأمد المنظور؛
- أدّت الأزمة المالية العالمية التي استفحلت في نهاية (2008) إلى خسائر في استثمارات دول مجلس التعاون الخليجي بحوالي 350 مليار دولار، وبأكثر من حجم الفوائض النفطية الموجهة إلى تلك الاستثمارات؛
- اختلفت معايير تقييم صناديق الثروة السيادية لدول المجلس فيما يتعلّق بالبنية والشفافية والمساءلة والحوكمة، وكان أداءها أقل من متوسط أداء الصناديق السيادية مجتمعةً، وأقل بكثير من أداء صندوق التقاعد الحكومي للترويج.

4. "الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة" لعبد المجيد قدي (2009)، في مجلة: اقتصاديات شمال إفريقيا، ع6، مخبر العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة الشلف، الجزائر.

■ توصّل إلى النتائج التالية:

- أثارت الأزمة المالية العالمية (2008) المزيد من الاهتمام بصناديق الثروة السيادية ومكانتها المتنامية في النظام المالي العالمي؛
- رغم أنّ صناديق الثروة السيادية ليست مسؤولةً عن الأزمة إلا أنّ التّخوّف من أدوارها المستقبلية زاد من الأبحاث المتّصلة بوضع إطار لعملها؛ بما يدعم شفافية أدائها وحوكمتها؛
- أشار في الأخير إلى أن صناديق الثروة السيادية لدول العالم الثالث بالرغم من التزاماتها ومسؤولياتها العالمية، فهي مسؤولةٌ بشكلٍ أكبر عن دعم مسيرة التنمية في بلدانها الأصلية؛ كما عليها العمل على توسيع مشاركتها بشراء حصصٍ صغيرة في أكبر عدد من المؤسسات في قطاعاتٍ واسعة، بدل شراء حصص كبيرة في عددٍ قليل من المؤسسات.

5. دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصادات الدول النفطية: الواقع والآفاق مع الإشارة إلى حالة الجزائر، نبيل بوفليح (2010)؛ أطروحة دكتوراه، فرع نقود ومالية، قسم علوم التسيير، كلية العلم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3.

■ وتوصّل إلى النتائج التالية:

- إن التقييم الخاص لصندوق ضبط الموارد يُبين نجاح الصندوق في تحقيق الأهداف المحددة له؛ حيث ساهم بصورة فعّالة ومباشرة في تخفيض حجم المديونية العمومية الداخلية والخارجية في الفترة "2009-2000"، كما أن امتصاص الصندوق لفائض قيمة الإيرادات البترولية ومساهمته المباشرة وغير المباشرة في تمويل عجز الموازنة أدّى إلى استقرار الموازنة العامة، وحمايتها من خطر تعرّضها للصدمات الخارجية الناتجة عن تقلّبات أسعار النفط والداخلية المتمثلة في ارتفاع حجم الإنفاق الحكومي بسبب تنفيذ سياسة الإنعاش الاقتصادي؛
- ساهم صندوق ضبط الموارد في تخفيض معدلات التضخم خلال الفترة "2009-2000"، إذ أنّ امتصاصه لفائض قيمة إيرادات الحماية البترولية أدّى إلى الحدّ من ارتفاع حجم السيولة النقدية المتداولة داخل البلد رغم ارتفاع حجم الإنفاق الحكومي في نفس الفترة؛ ومن ثمّ يُعتبر صندوق ضبط الموارد وسيلةً فعّالة يمكن للحكومة استخدامها في تخفيض معدلات التضخم والحفاظ على استقرار الأسعار؛
- يُبين التقييم العام لصندوق ضبط الموارد؛ عن طريق إجراء مقارنة بين تجربة الجزائر والنرويج أنّه يُعاني من عدّة نقائص تشمل حوكمته ومجال عمله، بالإضافة إلى مصادر التمويل ومستويات الشفافية والإفصاح في الصندوق، وهي نقائص تفرض على الحكومة إخضاع الصندوق لإصلاحات وتعديلات جذرية وشاملة بغرض إزالة النقائص التي تُميز تجربة الجزائر في هذا المجال؛
- إن رفض تطوير وتعديل صندوق ضبط الموارد يُؤدّي إلى تحمّل الجزائر لتكلفة ضياع الفرصة البديلة المتمثلة في إمكانية استثمار أصول الصندوق خارج البلد من أجل تحصيل عوائد إضافية، كما يُعرّض الصندوق لخطر تدهور قيمة أصوله نتيجة ارتفاع معدلات التضخم.

6. "فعالية صناديق الثروة السيادية كأداة لتسيير مداخل النفط في الدول العربية" لنيل بوفليح (2010)؛ في مجلة: الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، 4ع، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر؛ حيث حاول من خلال هذه الدراسة تقييم تجربة الجزائر في المجال بمقارنتها بالدول الرائدة:

- قدم في الأخير اقتراحاتٍ لترقية وتحسين أداء صندوق ضبط الموارد في الجزائر؛ حيث توصل إلى النتائج التالية:
- يُعبّر إنشاء صندوق ضبط الموارد في الجزائر عن رغبة الحكومة في الوصول إلى الاستغلال الأمثل لمداخل الثروة النفطية واستخدامها لخدمة الاقتصاد الوطني؛
- يجب التنبيه على مجموعةٍ من النقائص التي تميّز التجربة الجزائرية في هذا المجال، والتي تشمل على وجه الخصوص أهداف وهيكل ومجال عمل والهيئات المكلفة بتسيير ومراقبة الصندوق.

7. دراسة تحليلية لمدى امتثال صناديق الثروة السيادية لمبادئ سنتياغو، أحمد نصير، سليمان زواري فرحات (2015)، المؤتمر الأول: السياسات الاستخدامية للموارد الطاقوية بين متطلبات التنمية القطرية وتأمين الاحتياجات الدولية.

■ وتوصلاً إلى النتائج التالية:

- تشهد صناديق الثروة السيادية نمواً في كبيراً حجم أصولها، مما يستوجب الامتثال لمبادئ سنتياغو؛ خصوصاً الصناديق المصنفة ضمن المجموعة الأولى والثانية، وذلك بغرض التقليل من مخاوف الدول المتلقية لاستثماراتها، وكذا طمأنة الرأي العام المحلي حول كفاءات إدارة المال العام؛
- هناك تباينٌ في درجة امتثال صناديق الثروة السيادية لمبادئ سنتياغو؛ حيث هناك ستة صناديق فقط من أصل عشرين صندوقاً متوافقة مع المبادئ، حسب مؤشر الامتثال لعام 2013؛
- صناديق الثروة السيادية العربية امتثالها ضعيفٌ لمبادئ سنتياغو، وهي بحاجةٍ للعمل أكثر من أجل تحسين درجة امتثالها؛ ومن ثمّ تحقيق هدفها الرئيس والمتمثل في تنويع مصادر دخل اقتصاداتها.

ب. الدراسات باللغات الأجنبية

9.Sovereign Wealth Funds and the Santiago Principles: Where Do They Stand? (2010); SVEN BEHRENDT; CARENGIE Middle East Centre; Beirut; Lebanon.

■ توصل إلى النتائج التالية:

- أربعة فقط من صناديق الثروة السيادية الـ 26 التي وقّعت على مبادئ سانتياغو أو شكت على التطبيق الكامل للمبادئ كافة. وباعتبارها اتفاقاً طوعياً، فثمة خطر بأن تفشل هذه المبادئ إذا لم تحظ بتأييد واسع؛
- إن مستوى الديمقراطية في بلد ما يتلازم إلى حدٍ كبير مع مدى اعتماد صندوق الثروة السيادية التابع للبلد مبادئ سانتياغو. لكن ما من تلازم قوي بين مستوى التطور الاقتصادي في بلد ما، وبين مشاركته الإجمالية.
- في قمة مجموعة العشرين الاقتصادية المقبلة في تورونتو، على القادة أن يقرّوا بالتقدم المحرز، عليهم أن يحوّلوا صناديق الثروة السيادية على التقيّد بحزم أكبر بمبادئ سانتياغو؛

- ويخلص بمرندت إلى التالي: "ترمي قمة مجموعة العشرين إلى إحراز تقدّم في مجال الإصلاح المالي التنظيمي، ومبادئ سانتياغو هي حالة اختبارية تظهر إلى أيّ حدّ يُعَدّ الالتزام بالإصلاحات في التمويل العالمي شاملاً، كما أنّ على قمة مجموعة العشرين أن تحثّ الموقعين كافة على مبادئ سانتياغو على التقيّد التامّ بها".

10.Zakia AKLI, Nature du Fond de Régulation des Recettes (FRR) et Son Rôle dans le Financement de l'Economie Algérienne sur la Période 2000-2014, Mémoire de Magistère en Sciences Economiques, Département des Sciences Economiques, Université Mouloud Mammeri de Tizi-Ouzou, 2015.

#### ■ توصلت إلى النتائج التالية:

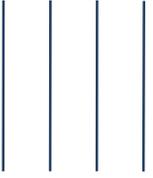
- صعوبة دراسة هذه الكيانات الجديدة والمتمثلة في صناديق الثروة السيادية؛ حيث تختلف استراتيجياتها الاستثمارية من صندوقٍ لآخر. كما أنّه لا يُمكن الإحاطة بشكلٍ كامل بمفهوم هذه الصناديق؛ حيث في كلّ مرّة نسمع عنها، تتبادر إلى أذهاننا العديد من الأشياء، والدليل غياب تعريف علمي موحد وواضح لصناديق الثروة السيادية، هذا ما يجعل من الصّعب التأكيد على أنّ صندوق ضبط الموارد يُصنّف ضمن هذه الفئة من الصناديق؛
- تمّ بإنشاء "صندوق ضبط الموارد (الإيرادات) FRR"، بهدف امتصاص فائض الجباية البترولية الذي يفوق تقديرات قانون المالية الذي يتم إعداده سنوياً، واستغلاله في الحفاظ على استقرار الموازنة العامة للدولة بالنظر للتقلّبات المفاجئة التي تُميّز أسعار النّفط على المدى المتوسّط والبعيد، وقد كان له دورٌ هام في تمويل العجز الموازي وتخفيض المديونية العمومية؛
- لا يتعدّى صندوق ضبط الموارد أن يكون صندوقاً احتياطياً وطنياً يتم توظيف أمواله في بنك الجزائر بمعدّل فائدة ضعيف جداً؛
- من أجل استغلال الطّاقات الموجودة؛ وضمان مستقبل الأجيال القادمة، لا بدّ من تحسين أداء صندوق ضبط الموارد؛ من خلال إدخال تعديلات جذريّة، لا تمس أهداف الصندوق فقط، طريقة عمله وتسييره والرّقابة عليه؛ لكن من خلال تغيير استراتيجيته الاستثمارية التي يجب أن تتبنّى منطق الاستثمار طويل الأجل، بدل الاكتفاء بدور الاحتياطي.

## محتوى البحث

- من أجل الإجابة على الأسئلة المطروحة، تم تقسيم البحث إلى أربعة فصول؛ حيث:
- **خُصَّصَ الفصل الأول** للمفاهيم العامة حول صناديق الثروة السيادية، ومبادئ سنتياغو؛
- حاولنا في **الفصل الثاني** اقتراح ثلاث سياسات استثمارية تهدف لترشيد دور صناديق الثروة السيادية والإدارة المثلى لفوائدها المالية؛
- **تمَّ التطرُّق في الفصل الثالث** إلى واقع الاقتصاد الجزائري في ظلَّ هيمنة المحروقات؛
- **الفصل الرابع** عبارة عن دراسة حالة صندوق ضبط الموارد، في محاولة للكشف عن نقاط ضعف الصندوق، من خلال الاستفادة من تجارب صناديق أخرى رائدة، والوصول في الأخير إلى نموذج من شأنه ترشيد دوره في إطار مبادئ سنتياغو والانتقال به إلى صندوق سيادي في الجزائر.

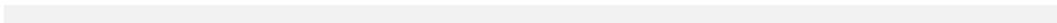
## صعوبات البحث

تمثَّلت الصَّعوبات التي واجهتنا في محدودية المراجع باللغة العربية الخاصة بصناديق التَّحَوُّط والأسواق النَّاشئة في مرحلة متقدمة من البحث، وكذا غياب التَّقارير الخاصة بجهاز قطر للاستثمار والهيئة العامة للاستثمار، ومحدودية المعلومات الخاصة بهما في الموقع الخاص بمعهد صناديق الثروة السيادية؛ مما أدَّى إلى عدم تمكُّننا من توثيق أداء هذه الصَّناديق بالأرقام.



## الفصل الأول

مدخل للتعريف بصناديق الثروة السيادية  
ومبادئ سنتياغو



## تمهيد

تُعد صناديق الثروة السيادية ظاهرةً ليست بالجديدة على الساحة المالية الدولية، إذ تعود إلى عقد الخمسينيات من القرن الماضي؛ حيث تراكمت ثروتها نتيجة ارتفاع أسعار النفط، التي أدت إلى زيادات كبيرة في احتياطي العملات الأجنبية. وأصبحت هذه الصناديق تمثل نمطاً سائداً في استثمار الموارد الحكومية وموجوداتها المالية في الاقتصادات ذات الأسواق الناشئة، وكذلك لدى البلدان التي أصبح تطورها معتمداً على الصادرات من المواد الأولية غير النفطية وتمتع في الوقت نفسه بفائض كبير في موازين مدفوعاتها. وعلى هذا الأساس، فقد أصبح يُنظر إلى صناديق الثروة السيادية على أنها صناديق استثمارٍ مُتخصّصة تُنشئها الحكومات أو تمتلكها بغية الاحتفاظ بالموجودات المالية لأغراض الاستثمار على المدى الطويل، وعادةً ما تكون تلك الصناديق مُؤولة من الاحتياطيات الدولية أو غيرها من مصادر العملة الأجنبية.

وقد اكتسبت صناديق الثروة السيادية أهميةً متزايدة في النظام النقدي والمالي الدولي، لاسيما من خلال الدور الذي أدته أثناء أزمة الرهن العقاري "2008"، بعد ضخها لمبالغ مُعتبرة من السيولة لإنقاذ المؤسسات المتعثرة؛ إذ ساهمت في إنقاذ العديد من المؤسسات المالية التي تكبّدت خسائر فادحة، وبذلك أصبحت موضع اهتمامٍ متزايدٍ من قبل مُحللي أسواق المال وصانعي السياسات والهيئات التشريعية، بسبب الجدل الدائر حولها ووجهت إليها أنظار المجتمع الدولي؛ حيث أصبحت تُساور الدول المتلقية مخاوف بشأن هذه الصناديق في ضوء تزايد أحجامها واتّساع نشاطها وتنوع استراتيجياتها الاستثمارية. كما اهتمت بأن لها أبعاداً سياسية، ما دعا مجموعة العمل الدولي وصندوق النقد الدولي بالإضافة إلى مجموعة من أكبر صناديق الثروة السيادية للاجتماع ووضع مبادئ طوعية، تسعى لإضفاء الشفافية وتنفي التهم عن هذه الصناديق؛ عُرفت بـ"مبادئ سنتياغو".

وسيتّم من خلال هذا الفصل التّطرّق إلى ماهية صناديق الثروة السيادية وأنواعها واستراتيجياتها الاستثمارية وأهميتها في الاقتصاد العالمي، وكذا التعرف على مبادئ سنتياغو وهيكلها والأسباب التي دعت إلى وضعها؛ من خلال المباحث التالية:

- المبحث الأول: مفهوم وأنواع صناديق الثروة السيادية واستراتيجياتها الاستثمارية؛
- المبحث الثاني: دور ومكانة صناديق الثروة السيادية في الاقتصاد العالمي؛
- المبحث الثالث: مبادئ سنتياغو (المبادئ والممارسات المُتعارف عليها).

## المبحث الأول: مفهوم صناديق الثروة السيادية وأنواعها واستراتيجياتها الاستثمارية

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

- المطالب الأول: مفهوم صناديق الثروة السيادية وأهميتها وأهدافها؛
- المطالب الثاني: أنواع صناديق الثروة السيادية؛
- المطالب الثالث: الاستراتيجيات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية.

## المطلب الأول: مفهوم صناديق الثروة السيادية وأهميتها وأهدافها

سيتم التطرق من خلال هذا المطلب إلى نشأة وتطور صناديق الثروة السيادية، التعريف بها وبأهميتها والأهداف المرجوة من إنشائها.

## أولاً: مفهوم صناديق الثروة السيادية

## 1. نشأة وتطور صناديق الثروة السيادية

يُمكن إيجاز المراحل التي مرّت بها صناديق الثروة السيادية في أربع مراحل، كالآتي<sup>1</sup>:

## أ. المرحلة الأولى: "ابتداء من سنة 1953"

بدأت هذه المرحلة منذ سنة 1953، حين تمّ إنشاء هيئة الاستثمار الكويتية "الهيئة العامة للاستثمار KIA"، والتي شكلياً لم تكن عبارة عن صندوق ثروة سيادية حقيقي بل مجرد هيئة، لكن مضموناً كانت كذلك؛ حيث أن هدفها الخاص كان يتمثل في استثمار الفوائض المتأتية من عائدات النفط وكذا تقليص اعتماد الكويت على الاحتياطات الجامدة القابلة للنفاد وغير المتجددة، مما يؤدي إلى تقليل التذبذب في الأسعار، ومن ثمّ تحويل عائدات النفط إلى استثمارات مالية معظمها أوراق مالية ذات عائد ثابت ومخاطر منخفضة. ومنذ ذلك الحين ظهرت صناديق الثروة السيادية ككيانات جديدة في الاقتصاد العالمي، نمت وانتشرت في بلدان متعدّدة.

<sup>1</sup> Massimiliano Castelli, Fabio Scacciavillani, *The New Economics of Sovereign Wealth Funds*, John Wiley & Sons Ltd, United Kingdom, 2012, p:43.

كما تميّزت فترة السبعينات بظهور العديد من صناديق الثروة السيادية في البلدان التي لها فوائض من صادرات النفط (والتي نمت مع الزيادة في أسعار النفط الخام، واستمرت حتى النصف الأول من التسعينات). في هذه الفترة تركّزت دوافع إنشاء معظم صناديق الثروة السيادية على استبدال الثروة ومكافحة التقلبات الدورية.

### ب. المرحلة الثانية: بدأت في أواخر التسعينات، وانتهت في عام "2004"

بالإضافة إلى صناديق الثروة السيادية النفطية، تمّ إنشاء أعدادٍ متزايدة من صناديق الثروة السيادية في البلدان الآسيوية، التي استفادت من الفوائض الهائلة في ميزانها التجاري من الصادرات من السلع المصنّعة؛ من خلال تجميع وإدارة احتياطيّات العملة.

### ج. المرحلة الثالثة: غطت السنوات "2008-2005"

عندما تمّ صياغة مصطلح صناديق الثروة السيادية لأول مرّة وأثار انتباهًا واسعًا لدى الجمهور (وليس المشتغلين بالمالية فقط)، في هذه المرحلة لوحظ أيضًا تغيير في موقف الدول المستقبلية لاستثمارات صناديق الثروة السيادية؛ حيث حدّرت من أن يكون التوجه نحو صناديق الثروة السيادية عدائيًا، فهي تُعتبر بمثابة المقرض الأخير لمساعدتهم على مقاومة الاضطرابات المالية والمصرفية؛

### د. المرحلة الرابعة: ابتداءً من "2008"

فتحت الأزمة المالية العالمية "2008" مرحلةً رابعة، والتي استمرت إلى غاية سنة 2010، في هذه المرحلة كانت صناديق الثروة السيادية تحاول التعامل مع الخسائر في كلّ مكان، مما أدّى إلى تراجع استثماراتها بشكلٍ كبير.

عادت صناديق الثروة السيادية فعليًا إلى السوق في النصف الثاني من سنة 2009، مع أهدافٍ واستراتيجياتٍ معدّلة تتماشى مع التغييرات في الملامح الاقتصادية، وقد أثبتت إلى حدّ كبير أنها أصبحت الآن أحد اللاعبين الرئيسيين في الأسواق المالية الدولية، وأنها على استعدادٍ للتصرف بمسؤوليّة وتعاونية.

ويستند قرار إنشاء صناديق الثروة السيادية إلى أربعة أنواعٍ من الدوافع<sup>1</sup>:

- استبدال الثروة: تحويل الموارد الطبيعية إلى أصولٍ ماليّة؛
- فائض المرونة: فوائض الحساب الجاري الذي لا يمكن تصحيحه على المدى القصير من خلال رفع سعر الصرف؛
- مكافحة التقلبات الدورية: للاستيعاب المؤقت لفوائض الحساب الجاري و/أو أسعار السلع؛

<sup>1</sup> Massimiliano Castelli, Fabio Scacciavillani, *The New Economics of Sovereign Wealth Funds*, op cit; p:44.

- التأمين الذاتي: ويرتبط بتقليل مخاطر تدفقات رأس المال المسائر للدورة الاقتصادية.

## 2. تعريف صناديق الثروة السيادية

إنه من غير الممكن الإحاطة بشكلٍ كامل بمفهوم صناديق الثروة السيادية، نظرًا لغياب تعريفٍ عالميٍ موحدٍ وواضح لهذه الصناديق؛ حيث هناك عدّة تعاريف، نوجز أهمّها فيما يلي:

- **تعريف صندوق النقد الدولي:** يعرّف صندوق النقد الدولي صناديق الثروة السيادية على أنّها صناديق أو

ترتيبات استثمار عامة ذات أغراضٍ محدّدة، مملوكة للحكومة، وتحت سيطرتها، مهمّتها الاحتفاظ بالأصول وإدارتها لأهداف اقتصادية كلية متوسطة وطويلة المدى، ويتم إنشاء تلك الصناديق من عمليات الصّرف الأجنبي أو عوائد عمليات التخصيص، أو فوائض المالية العامة و/أو عائدات صادرات السلع، وتطبّق تلك الصناديق استراتيجيات استثمار تشمل على استثمارات في أصولٍ ماليةٍ أجنبية<sup>1</sup>.

- **تعريف منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية "OECD":** تعرّف منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية صناديق الثروة السيادية على أنّها: "وسائط استثمار مملوكة للحكومة، يتم تمويلها من موجودات الصّرف الأجنبي"<sup>2</sup>.

- **تعريف ديونتر "Dewenter":** صناديق الثروة السيادية هي أدوات استثمارية تُدير محافظًا استثمارية نيابةً عن حكوماتها، ورأس مالها الاستثماري غالبًا ما يتأتى من عائداتها من البترول مثل صناديق دول مجلس التعاون الخليجي، روسيا أو الترويج، أو استمرار تدفق الفوائض من الحسابات الجارية، مثل الصين أو سنغافورة<sup>3</sup>.

- **تعريف زهانق "Zhang":** صناديق الثروة السيادية هي صناديق استثمارية مملوكة للدولة، أنشئت لاستثمار الاحتياطيات الفائضة من النقد الأجنبي. هذه الصناديق هي جزءٌ من مجموعةٍ كبيرة من الأدوات الاستثمارية السيادية، بما في ذلك صناديق التقاعد الحكومية<sup>4</sup>.

- **تعريف هيلينر "Helleiner":** يُعبّر مصطلح صناديق الثروة السيادية عمومًا عن مجمّعاتٍ رأسمالية مملوكة من قبل الدولة، والتي تستثمر بفعالية، على الأقل جزئيًا، خارج البلاد<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> International Monetary Fund, *Sovereign Wealth Funds: A Work Agenda, working paper*, Washington, 2008, p:4.

<sup>2</sup> OECD, *Rapport du Comité de l'Investissement*, 2008, p:3.

<sup>3</sup> Dewenter, K. L., HAN, X., MALATESTA, *Firm Values and Sovereign Wealth Fund Investments*, Journal of Financial Economics, 2010, Volume 98, Issue 2, p: 256–278

<sup>4</sup> Zhang, M., HE, F, *China's Sovereign Wealth Fund: Weakness and Challenges*, Development Economics Working Papers, East Asian Bureau of Economic Research, China, 2009, Volume 17, Issue 1, p: 101 – 116.

<sup>5</sup> Helleiner, E., Lundblad, *The Geopolitics of Sovereign Wealth Funds: An Introduction, Geopolitics*, 2008, Volume 14, Issue 2, p: 300–304.

- تعريف بهجت "Bahgat": صناديق الثروة السيادية هي كيانات استثمارية مملوكة من قبل الحكومة، أنشئت لأغراض اقتصادية متنوعة، وهي تأخذ عادةً شكل استثمارات طويلة الأجل من الموجودات من النقد الأجنبي في الشركات القابضة في الخارج<sup>1</sup>.
  - تعريف ترومان "Truman": يعرفها بأنها: "قنوات من الأصول الدولية وأحياناً أصول محلية مملوكة ومُدارة من قبل الحكومات لتحقيق أهداف اقتصادية ومالية متنوعة"<sup>2</sup>.
  - تعريف معهد ماك كينزي "Mc Kinsy": يعرفها بأنها: "تلك الصناديق الممولة من احتياطات البنوك المركزية، تهدف إلى تعظيم العائدات المالية بمحددات مخاطر معينة"<sup>3</sup>.
- من خلال التعريفات السابقة نخلص إلى أنه لا يوجد تعريف مُحدد لما يُمكن اعتباره صندوقاً سيادياً؛ حيث يطغى على معظمها الطابع العام، وتفتقر إلى الدقة والوضوح؛ وهذا ما يؤدي إلى صعوبة واختلاف في تقدير أصول هذه الصناديق مُجمعةً.
- نلاحظ أنّ صناديق الثروة السيادية يُمكن أن تنشأ بهدف الادّخار وليس لأغراض الاستثمار فقط، كما يُمكن أن تستثمر أصولها في الداخل؛ في حين ركزت معظم التعاريف على كونها صناديق استثمارية تقوم بتوظيف أموالها في الخارج.
- انطلاقاً مما سبق يُمكن تعريف صناديق الثروة السيادية كما يلي:

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

ويُمكن إيجاز أهم خصائص صناديق الثروة السيادية فيما يلي:

- صناديق الثروة السيادية هي صناديق استثمارية أو ادّخارية تملكها الحكومات؛
- تكون صناديق الثروة السيادية مراقبةً وموجهة من قبل الحكومة؛
- تقوم صناديق الثروة السيادية بتسيير الأصول المالية طويلة الأجل؛
- ترمي السياسات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية إلى تحقيق أهدافٍ معينة على صعيد الاقتصاد الكلي.

<sup>1</sup> Bahgat, G., *Sovereign Wealth Funds: An Assessment, Global Policy*, 2010, Volume 1, Issue 2, p: 162–171.

<sup>2</sup> Truman, E, *Sovereign Wealth Funds : The Need For Greater Transparency And Accountability, Policy Brief*, Peter's institute for international economics, Washington, 2007, p: 3.

<sup>3</sup> MC KINSEY, *The World's New Financial Power Broker*, 2007, p:1.

## ثانياً: أهمية صناديق الثروة السيادية

- يُمكن الإشارة إلى أهمية صناديق الثروة السيادية من خلال النقاط التالية<sup>1</sup>:
- تُدير صناديق الثروة السيادية استثماراتٍ عبر الحدود منذ سنواتٍ طويلة، باعتبارها مؤسساتٍ استثماريةٍ مُستقرّة؛
  - ساعدت استثماراتها على تشجيع التنمية الاقتصادية في البلدان المصدّرة والمُتلقيّة لرأس المال؛
  - تعمل صناديق الثروة السيادية في بلدان موطنها كمؤسساتٍ تُعلّق عليها أهميّةٌ محوريّة في المساعدة على تحسين إدارة الأموال العامة وتحقيق الاستقرار الاقتصادي الكلي، وفي دعم النمو عالي الجودة؛
  - تعود صناديق الثروة السيادية بنفعٍ كبير أيضاً على الأسواق العالمية، فالقدرة التي تتمتع بها على تجاوز تقلّبات الدورات الاقتصادية في معظم الظروف تُحقّق للأسواق المالية العالمية قدرًا كبيرًا من التنوع؛
  - تُساهم صناديق الثروة السيادية في التحوّط ضد خسائر تقلبات أسعار الصّرف، وعلى هذا الأساس يُفضل الخبراء أن تمتلك الدول احتياطيّات دولية بعملاتٍ أجنبية مختلفة من بينها العملات الرئيسة المتمثلة في الدولار الأمريكي واليورو والين الياباني والجنيه الإسترليني؛
  - تُساهم في تمويل الاختلالات المحتملة في الحساب الجاري من ميزان المدفوعات مع العالم الخارجي حال حدوثها؛
  - تُساهم في تحقيق أكبر عائدٍ ممكن بالنظر لتنوّع المحافظ الماليّة التي يمكن للحكومة الاستثمار فيها، وتجنّب انخفاض قيمة أصول الصّندوق في حالة الاحتفاظ بها على شكل سيولة نقدية.

## ثالثاً: أهداف صناديق الثروة السيادية

إنّ لجميع صناديق الثروة السيادية هدفاً مشتركاً يتمثّل في نقل الثروة إلى المستقبل، بالإضافة إلى مجموعة من الأهداف الأخرى نوجزها فيما يلي:

- استقرار مستوى الدّخل؛
- جمع مدّخرات للأجيال القادمة؛
- تمويل المعاشات التقاعدية؛
- تحسين الأداء؛

<sup>1</sup> انظر:

- عبد المجيد قدي، *الصناديق السيادية والأزمة العالمية الزاهنة*، مؤتمر حول: الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة الجنان، طرابلس، لبنان، 13-14 آذار 2009، ص: 4، و:

- Caroline Bertin Delacour, *Les fonds souverains : Ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale*, Editions: Les Echos et Eyrolles, 2009, p: 34-38.

- تنويع الاقتصاد.

غالبًا ما تتداخل هذه الأهداف وتتكامل، تجتمع أو تختلف مع الوقت؛ ومن ثمّ أنشئت في البداية صناديق لغرض تحقيق الاستقرار قد تتطوّر إلى صناديق ادّخار أو صناديق معاشات.

## 1. استقرار مستوى الدّخل

إن الهدف الأساسي من صناديق الاستقرار هو مكافحة تقلب أسعار السلع الأساسية؛ ومن ثمّ تحقيق استقرار الدّخل من صادراتها. وتتسم سوق السلع الأساسية عمومًا، والنّفط خصوصًا بالتقلبات المفاجئة والكبيرة في الأسعار، وتحملّ الدّول التي يعتمد اقتصادها على تصدير هذه المواد نتائج هذه التّغيرات؛ وهو ما يجعل ميزانيات هذه الدّول غير متوازنة بين نفقات ثابتة على مدى عدّة سنوات وبين دخول غير منتظمة (تتحكّم فيها ظروفٌ خارجية).

وتُستخدم صناديق الاستقرار لحماية اقتصاد وماليّة الدّول المالكة من هذه التّغيرات، وتكون مسؤولةً وتحلّ محلّ عائدات مستقرّة ومتكررة لتفادي التقلبات في أسعار الموارد الطبيعيّة. تنمو هذه الإيرادات عندما تكون الأسعار مرتفعة وتوظّف في استثمارات بمختلف أشكالها وينتج عنها عوائد؛ بحيث يكون لهذه الصّناديق القدرة على استيعاب ما انخفض في سعر برميل النّفط وتغطية الاحتياجات التمويليّة للدّولة في أوقات انخفاضها.

ينطبق الهدف من استقرار مستوى الدّخل أيضًا على الدّول الآسيويّة كثيرة الاعتماد على التّجارة الخارجيّة؛ حيث تحمي صناديق الاستقرار من هبوط الصّادات أو من التّغيرات في شروط المبادلة، وهذا يضمن سلامة عائدات الميزانيّة والضرائب للدّول المعنيّة من خلال عزلها عن دورات الاقتصاد.

## 2. جمع مدّخرات للأجيال القادمة

يتم إنشاء صناديق المدّخرات (صناديق الادّخار) للحفاظ على العائدات من الموارد الطبيعيّة غير المتجدّدة؛ ومن ثمّ تكوين مدّخرات لأجيال المستقبل. ففي واقع الأمر المواد الخام وكذا الموارد ذات الصّلة بها (موارد تتميز بالتضوّب)، والتي تعتمد عليها بعض الدّول في اقتصاداتها، جعلت هذه الأخيرة تُوجّهها في سبيل تحقيق العدالة والمناصفة بين الأجيال لتلبية احتياجات أجيال المستقبل، وذلك عندما تُستنفد هذه الموارد الناضبة. تُستخدم صناديق المدّخرات والمعروفة أيضًا بصناديق الأجيال لتخصيص إيرادات الموارد مناصفًا عبر الأجيال، بتحويل أصول غير قابلة للتجديد إلى أصول ماليّة دائمة. وهذا هدفٌ آخر من أهداف جهاز أبو ظبي للاستثمار، وصناديق كل من الكويت وليبيا وقطر والنرويج<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Caroline Bertin Delacour, op cit, p :35.

وينطوي هذا الهدف على تحويل أصل حقيقي (النَّفط) إلى أصلٍ مالي، أو تحويل ثروة في باطن الأرض إلى ثروة على الأرض، وذلك من خلال إنشاء صناديق ثروة سيادية في البلدان التي اتخذت هذا الهدف بمسميات وقواعد مختلفة كصندوق احتياطي الأجيال القادمة في الكويت أو صندوق الاحتياط الحكومي في عمان، وجهاز أبو ظبي للاستثمار. وتهدف هذه الصناديق إلى ادّخار جزءٍ من الإيرادات للمستقبل، خلاف صناديق استقرار العائدات المشار إليها في الجزء السابق؛ حيث تتواجه الدول التي يعتمد اقتصادها على المواد الأولية القابلة للنضوب مع الحاجة إلى تلبية احتياجات الأجيال المستقبلية عند استنفاد المورد الأولي الذي كان سبباً في ثراء الدولة.

وتسمح صناديق الادّخار بتقسيم عائدات الموارد الطبيعية بشكلٍ متوازن بين الأجيال؛ حيث تقوم بتحويل الأصول غير المتجددة إلى أصولٍ مُستدامة، فهي تتمثل في عملية ادّخارٍ مفروض لتنمية الثروة اليوم والاستعداد للتحديات التي يجلبها الغد.

### 3. تمويل المعاشات التقاعدية

تهدف بعض صناديق الثروة السيادية إلى تمويل التزامات المعاشات التقاعدية، وقد أنشئت هذه الصناديق من أجل مواجهة العجز في المستقبل في دفع المعاشات التقاعدية لشيخوخة الأشخاص؛ نتيجةً لتزايد النمو الديمغرافي والقدرة على تغطية مُتطلبات التمويل المتعلقة بها في المستقبل. فعند تراكم الاحتياطيات المالية في ظل بيئة ديمغرافية مواتية، يُمكن استغلال هذه الظروف واستثمار هذه الفوائض للاستفادة منها عندما تكون هناك احتياجات متزايدة؛ نتيجةً لتأثير الشيخوخة. كما يُمكن أن يُستخدم لضمان التوازن المالي لأنظمة معاشات التقاعد من مدة الاشتراك ومعدلات الاشتراك ومعدلات الإحلال وتوزيع أفضل للموارد بين الأجيال لضمان الاستدامة المالية. ومن بين هذه الصناديق: صندوق الثروة الوطنية الروسي، صندوق المستقيل الأسترالي، صندوق التقاعد الجديد لنيوزيلندا، الصندوق الوطني للمعاشات الأيرلندي، صندوق تقاعد الاحتياطيات العامة لشيلي وصندوق احتياطي المعاشات الفرنسي.

خلافًا لصناديق المعاشات التقاعدية، صناديق الثروة السيادية ليس لديها التزامات معاشات تقاعدية واضحة، ولا تُموّل من مساهمات الموظفين أو الشركات؛ حيث تهدف قواعد تمويلها لتمكينها من تغطية الاحتياجات المستقبلية في الظروف الاستثنائية، وتمنع عمليات السحب إلا بإذنٍ من السلطات العليا في الدولة<sup>1</sup>.

### 4. تحسين الأداء

تهدف بعض صناديق الثروة السيادية لتعظيم عائدات الاحتياطيات الأجنبية، كما هو الحال في الشركات الاستثمارية للاحتياطيات. ووفقًا لتعريف صندوق النقد الدولي؛ يتم إنشاؤها لتحسين أداء الاحتياطيات الأجنبية.

<sup>1</sup> Caroline Bertin Delacour, op cit, p : 35-36.

وتشتمل احتياطات النقد الأجنبي على جزءٍ ضروريٍّ من السياسة النقدية وإدارة أسعار الصرف، وتتم إدارتها بعنايةٍ فائقة على المدى القصير لتحقيق الهدف المزدوج المتمثل في السلامة والسيولة. وينبغي أن تُعطي عادةً ما لا يقلّ عن ثلاثة أشهر من واردات أو مقدار الديون الخارجية قصيرة الأجل للبلاد. أما الجزء المتبقي من احتياطات النقد الأجنبي، فيمكن أن تُدار برشادةٍ أكبر من الإطار الكلاسيكي المتمثل في الاحتياطات الرسمية. وتحقيقاً لهذه الغاية يتم وضعها في صناديق الثروة السيادية لاستثمارها في أصول ذات مخاطر عالية ومتنوعة. وهذا هو الغرض من صندوق شركة الاستثمار الصينية، وصندوق شركة الاستثمار الحكومية لسنغافورة وصندوق شركة الاستثمار الكورية<sup>1</sup>.

## 5. تنوع الاقتصاد

تعتمد اقتصادات البلدان النفطية اعتماداً كبيراً على إنتاج وتصدير النفط، وهو ما يُمثل هاجساً لمخططي التنمية فيها؛ ما جعلهم يُخطّطون لعصر ما بعد النضوب (سواءً نضوباً طبيعياً أو انحسار دوره بسبب التطور التقني للمصادر البديلة)، لذلك كان هدف التنوع الاقتصادي، أي تنوع مصادر الدخل الوطني أو تنوع مصادر الدخل الحكومي؛ بتطوير القطاعات والإيرادات غير النفطية، هدفاً مُعلنًا لمعظم البلدان النفطية وخصوصاً في الخليج العربي، الذي يُشكّل قطاع النفط في بلدانه ما يتراوح بين 40 و60% من الناتج المحلي الإجمالي، وإيراداته بين 80 و90% من الإنفاق الحكومي والصادرات السلعية. وعلى الرغم من مراحل الطفرات والركود التي مرّت بها اقتصادات بلدان الخليج، ما يزال النفط وإيراداته يستحوذ على النصيب الأكبر من الناتج المحلي الإجمالي والمالية العامة وميزان المدفوعات لدى معظمها. هذا ما جعل البلدان النفطية تتّبع مسارين متلازمين في بعض الأوقات، ومُستقلين في أوقاتٍ أخرى؛ حيث يتمثل المسار الأول في استخدام جزءٍ من العائدات النفطية لتطوير البنية الأساسية اللازمة لتنمية القطاعات الإنتاجية والخدمية الملائمة لظروفها، وذلك الجزء المستخدم للتنمية المحلية يختلف باختلاف البلدان واختلاف الظرف الزمني أيضاً. أمّا المسار الثاني، فيتمثل في ادّخار جزءٍ من الإيرادات النفطية الآتية، وتنميتها بالاستثمار الداخلي و/أو الخارجي، لتشكّل دخلاً بديلاً للنفط عند نضوبه في الأجل الطويل<sup>2</sup>.

هناك صناديق ثروة سيادية أخرى تهدف لأن يكون لديها مشاركةٌ استراتيجية؛ وهذا هو الغرض من صناديق التنمية التي عرّفها صندوق النقد الدولي بأنها "صناديق لتمويل المشاريع الاجتماعية والاقتصادية أو تعزيز السياسات الصناعية لتحفيز نمو الناتج المحتمل بالبلد". ويمكن أن تتخذ شكل حيازات لأسهم عقارات مملوكة للدولة الأصلية التي تُعزّز سيطرتها، وتُعتبر هذه الحيازات ذراعاً قوياً لها داخلياً. ويمكن لهذه الصناديق تمويل البنية التحتية والشركات الاستثمارية والاستثمار في القطاعات الاستراتيجية لتنمية بلدها. وعلى سبيل المثال ينطبق هذا

<sup>1</sup> Caroline Bertin Delacour, op cit, p : 37-38.

<sup>2</sup> ماجد عبد الله منيف وآخرون، صناديق الثروة السيادية ودورها في إدارة الفوائض النفطية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، ع 47، 2009، ص:

الهدف على صندوق "تيماسك" "Temasek" في سنغافورة، وصندوق خزانة ماليزيا "KNB" وصندوق الاستثمارات العامة في السعودية، وشركة مبادلة للتنمية في أبو ظبي، ومؤسسة دبي للاستثمار "ICD" وجهاز قطر للاستثمار "QIA".<sup>1</sup>

على صعيد الدول العربية، ولخلق هذا التنوع الاقتصادي، يتطلب الاضطراب المالي والاقتصادي في العالم العربي إعادة النظر جذرياً في التوجه الاستراتيجي لاستثماراته، بهدف جعل الاقتصادات العربية أكثر تكيّفًا في مواجهة تيارات الاقتصاد العالمي. وينبغي أن تستنبط الدول العربية وسيلةً لتنوع استثماراتها على نحو أكثر دقة جغرافياً وعبر مختلف القطاعات الصناعية، كما ينبغي لها أن تُعزّز التفكير في الاستراتيجيات الاستثمارية التي تمنح الأولوية للمصالح الاقتصادية للمنطقة العربية أولاً وتُشجّع التنمية الاقتصادية فيها. كما تحتاج إلى النظر في الكيفية التي يختار بها العالم العربي تنظيم الأدوات التي تُحقّق من خلالها هذه الاستثمارات في المستقبل.

### المطلب الثاني: أنواع صناديق الثروة السيادية

يمكن تصنيف صناديق الثروة السيادية وفقاً لمجموعة من المعايير؛ وفقاً لمصدر دخلها، وفقاً للغرض من نشأتها، وفقاً لمجال عمل الصندوق ووفقاً لدرجة الاستقلالية، وإلى عدّة أنواع نذكرها فيما يلي؛ كما تُوضّح بيانات الشكل رقم (1-1).

#### أولاً: أنواع صناديق الثروة السيادية وفقاً لمصدر دخلها

يتم تصنيف صناديق الثروة السيادية وفقاً لمصادر دخلها إلى أربعة أنواع كالاتي<sup>2</sup>:

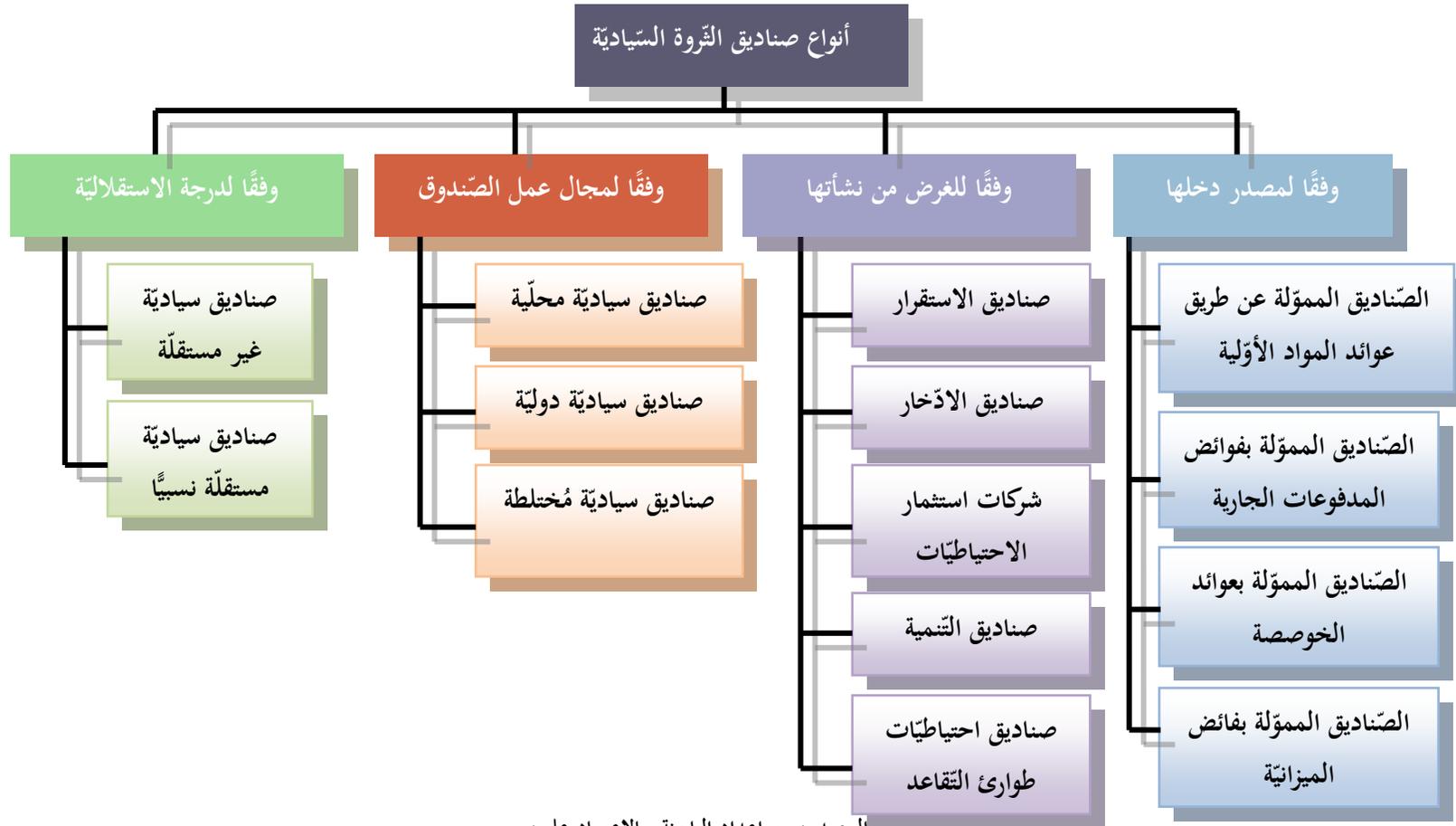
#### 1. الصناديق الممولة عن طريق عوائد المواد الأولية (صناديق سيادية نفطية)

هي صناديق تُكوّنها الدول المصدرة للمواد الأولية وخصوصاً النفطية، أي أنّ مواردها تتأتى أساساً من صادراتها النفطية؛ وذلك لأنه تُطرح أمام هذه الدول إشكالية وتيرة استغلال هذه الموارد التي يتّسم معظمها بقابلية النضوب، وما إذا كان من الواجب إبقاء جزء منها في مكانها كحقوق للأجيال القادمة. وقد وجدت هذه الدول فكرة الصناديق حلاً للمحافظة على نصيب الأجيال في هذه الثروات؛ بحيث يتم إحلال الموارد الطبيعية بشكل آخر من الأصول. ومن بين هذه الصناديق صندوق هيئة الاستثمار الكويتية "QIA"، والصندوق الترويجي "GPFG".

<sup>1</sup> Caroline Bertin Delacour, op cit, p: 38.

<sup>2</sup> عبد المجيد قدي، مرجع سابق، ص: 1-2.

شكل رقم (1-1): أنواع صناديق الثروة السيادية



المصدر: من إعداد الباحثة، بالاعتماد على:

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

## 2. الصناديق الممولة بفوائض المدفوعات الجارية

تتمثل مواردها أساساً في فائض الميزان التجاري واحتياطيات الصّرف، مع العلم أن هذا النوع من الصناديق موجودٌ في الدّول غير النّفطية، على غرار سنغافورة والصّين. ذلك أن الحجم الإجمالي العالمي من احتياطيات العملات الأجنبية للبنوك المركزية سرعان ما تعاضم؛ بحيث تجاوز 7 تريليون دولار في سنة 2008. وقد تزايد حجمها في سنة 2007 بـ: 1 تريليون دولار. وتملك الدّول النامية 5/4 هذا المبلغ. ولقد استطاعت الكثير من الدّول غير النّفطية تحقيق فوائض مالية هامة، خاصةً في أمريكا اللاتينية، بفضل تنافسيتها التصديرية على مستوى الأسواق العالمية بما يفيض عن احتياجات الاستثمار المحلي، مما دفعها إلى تحويل جزءٍ من هذه الفوائض إلى صناديق ثروة سيادية، بعد أن وازنت بين الاحتفاظ بالمال كاحتياطيات نقدية أو استثماره بما يُحقق لها عوائد معتبرة<sup>1</sup>.

## 3. الصناديق الممولة بعوائد الخوصصة

دخلت كثيرٌ من الدّول برامج واسعة لخصوصية القطاع العمومي؛ مما أدّى إلى حصولها على عوائد مالية ضخمة. وتباينت استعمالات الدّول لهذه العوائد؛ فمنها من وجّها مباشرةً لتمويل الميزانية العمومية، ومنها من وجّها لتمويل برامج إعادة هيكلة الاقتصاد وسداد الديون. ونظرًا لضخامة هذه العوائد، وتحوّلها من أن تقود إلى توسّع كبير في الإنفاق العمومي يكون أكبر من الطّاقة الاستيعابية للاقتصاد، والذي يمكن أن يؤدي إلى حالة من التضخم غير المقدر على التّحكم فيه، وانطلاقاً من كون المؤسسات المخصوصة ملكاً عامّاً لجميع الأجيال؛ تمّ تحويل كل أو جزءٍ من عوائد الخوصصة إلى صناديق ثروة سيادية.

## 4. الصناديق الممولة بفائض الميزانية

تلجأ بعض الحكومات مباشرةً عندما تُحقق فائضاً في الميزانية العامة للدّولة إلى تحويل هذا الفائض لاستثماره في الأصول المالية قصد تحقيق عوائد من جهة، ولتوجيه المعطيات الاقتصادية من جهة ثانية. ولما يلاحظ توالي تحقيق هذه الفوائض وارتفاع مستواها، يتم اللّجوء إلى تكوين صناديق ثروة سيادية قصد استثمارها وتنميتها بشكل أفضل، مثل الصندوق النرويجي "GPF".

<sup>1</sup> نيل بوفليخ، دور صناديق الثروة السيادية في معالجة الأزمة المالية والاقتصادية العالمية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العددان: 48-49، حريف 2009-شتاء 2010، ص: 99.

## ثانيًا: أنواع صناديق الثروة السيادية وفقًا للغرض من نشأتها

يصنّف صندوق النقد الدولي صناديق الثروة السيادية حسب الغرض من النشأة إلى خمسة أنواع<sup>1</sup>:

### 1. صناديق الاستقرار

يتمثل هدف هذه الصناديق في حماية الموازنة العامة للدولة والاقتصاد ككل، وتحقيق استقرار سعر صرف عملاتها مقابل تقلبات ميزان المدفوعات الناشئة عن تقلبات أسعار السلع وخاصة النفط؛

### 2. صناديق احتياطي الأجيال القادمة (صناديق الادّخار)

وتهدف إلى تحويل الأصول غير المتجددة إلى محفظة أصول أكثر تنوعًا؛

### 3. شركات استثمار الاحتياطيات

وهي التي لا تزال أصولها تُدرج في الغالب ضمن فئة الأصول الاحتياطية المحتفظ بها لدى البنك المركزي، وتتميّز برغبتها المتزايدة في تحمّل المزيد من المخاطر في سبيل تحقيق عوائد أعلى، ومن ثمّ الحدّ من تكاليف الفرصة البديلة لحيازة الاحتياطيات الدولية؛ وهذا تحسبًا لنضوب الموارد الطبيعية والحاجة إلى بناء أصول أخرى تُدرّ دخلًا للأجيال القادمة؛ وهو ما يُصطلح عليه بـ (العدالة بين الأجيال)؛

### 4. صناديق التنمية

وهي التي تساعد في العادة على تمويل المشاريع ذات الشّقين الاجتماعي والاقتصادي، والتي يمكن أن تُعزّز نمو الناتج المحتمل في الاقتصاد المعني؛

### 5. صناديق احتياطيات طوارئ التقاعد

وتغطي هذه الصناديق التزامات التقاعد الطارئة غير المحددة في الموازنة العامة للدولة (من مصادر أخرى بخلاف اشتراكات الأفراد في معاشات التقاعد).

<sup>1</sup> Driss Agardi et Alain Alcouffe, *Fonds Souverains et Gouvernement d'Entreprise, Un Etat des Lieux*, LIREE CNRS /UTI, 2008, p :2.

## ثالثاً: أنواع صناديق الثروة السيادية وفقاً لمجال عمل الصندوق

تُصنّف صناديق الثروة السيادية وفقاً لمجال عملها إلى<sup>1</sup>:

1. صناديق سيادية محلية: يتركز نشاطها الاستثماري والادخاري داخل البلد؛
2. صناديق سيادية دولية: يتركز نشاطها الاستثماري والادخاري خارج البلد؛
3. صناديق سيادية مختلطة: يتركز نشاطها الاستثماري والادخاري داخل وخارج البلد في الوقت نفسه.

## رابعاً: أنواع صناديق الثروة السيادية وفقاً للدرجة الاستقلالية

تُصنّف صناديق الثروة السيادية وفقاً لدرجة استقلاليتها إلى<sup>2</sup>:

1. صناديق سيادية غير مستقلة: هي صناديق مُدارة بصفة مباشرة من قبل الحكومة، ولا تتمتع باستقلالية القرار. تتميز معظم هذه الصناديق بعدم خضوعها للرقابة المستقلة والمساءلة والإفصاح؛
2. صناديق سيادية مستقلة نسبياً: هي صناديق مُدارة بصفة غير مباشرة من قبل الحكومة؛ حيث يتم إشراك جهات أخرى على غرار البنك المركزي والهيئات المستقلة في إدارتها. أهم ما يُميّزها أنّها تتمتع بالاستقلالية النسبية في اتخاذ القرار، كما أنّها تخضع للرقابة المستقلة والمساءلة والإفصاح.

## المطلب الثالث: الاستراتيجيات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية

نستعرض فيما يلي معالم الاستراتيجيات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية في العشريّة الأولى من القرن الواحد والعشرين.

## أولاً: الاستراتيجيات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية

## 1. قبل أزمة الرهن العقاري

عملت صناديق الثروة السيادية في ظلّ مناخٍ داخليٍّ ملائمٍ ومساندٍ لها إلى حدٍّ بعيدٍ، بالنظر إلى الاستقرار الداخلي المدعّم بالتراكم المستمر للاحتياطيات الدولية لاقتصاداتها، مما انعكس على سلوكها الاستثماري؛ حيث اتّجهت صناديق الثروة السيادية ذات الأصل الآسيوي إلى الاستثمار المحليّ أو في مناطق جغرافية قريبة منها، في حين فضّلت صناديق الثروة السيادية للشرق الأوسط الاستثمار في الولايات المتحدة الأمريكية أو في المملكة المتحدة في أدوات استثمارية عمومية (سندات الخزينة)، لغياب مرتكزات وفرص الاستثمار في أسواقها المحليّة<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> جعفر هنيّ محمّد، دور صناديق الثروة السيادية من منظور إسلامي، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، الشلف، ع 13، 2015، ص: 100.

<sup>2</sup> المصدر نفسه.

<sup>3</sup> عبد المجيد قدي، مرجع سابق، ص: 3.

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

إنّ القاعدة التقليدية للاستثمار الدولي، هي انتقال رؤوس الأموال من الدول الغنيّة وذات معدلات النمو المنخفضة إلى الدول النامية ذات معدلات نموّ أعلى، إلا أن استثمارات صناديق الثروة السيادية للدول النقطية بالأساس تُخالف تلك القاعدة؛ حيث ارتفعت التدفّقات الرأسمالية من الدول النامية إلى الدول الصناعيّة، من حوالي 100 مليار دولار سنة 2001، إلى أزيد من 700 مليار دولار سنة 2007<sup>1</sup>. وتتوزّع استثمارات دول مجلس التعاون الخليجي على سبيل المثال، بين السندات الحكومية وأسواق المال العالميّة؛ فضلاً عن الاستثمارات العقاريّة، وتختلف نسب ذلك تبعاً لاستراتيجية كلّ دولة، والهدف من إنشاء صندوقها السيادي. كذلك الحال بالنسبة للصين التي استثمرت بين 70% و80% من أرصدها في سندات الخزينة الأمريكيّة<sup>2</sup>؛ حيث تراكمت هذه السندات نتيجة لاتّفاق بين الولايات المتّحدة الأمريكيّة والصين، بهدف السّماح لهذه الأخيرة بتصدير سلعها للولايات المتّحدة الأمريكيّة، مقابل إلزام الصين بتمويل عجز ميزانيّة الفيدرالية من خلال شراء سندات دين أمريكيّة.

## 2. خلال أزمة الرهن العقاري

لقد ساهمت صناديق الثروة السيادية في إعادة رسملة المؤسّسات المالية المتعثّرة، ففي ظرف ستّة أشهر استثمرت هذه الصّناديق ما قيمته 76,83 مليار دولار في تدعيم رأس مال المؤسّسات المالية الغربيّة<sup>3</sup>. والجدول الموالي يوضّح ذلك:

<sup>1</sup> عبد المجيد فدّي، المرجع السابق، ص: 67.

<sup>2</sup> المصدر نفسه.

<sup>3</sup> عبد الحق بوعتروس، الاستراتيجيات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية (دراسة تحليليّة)، مجلّة العلوم الإدارية والاقتصاديّة، قسنطينة، ع 10/9، ديسمبر 2012، ص: 13.

جدول رقم (1-1): نسبة مساهمة صناديق الثروة السيادية في رسملة المؤسسات المالية المتعثرة خلال الفترة "2008-2007"

الوحدة: %

المبلغ	التاريخ	صندوق الثروة السيادية	البنك
2,05	2007/07/25	تيماسك السنغافوري	باركليز البريطاني
3,02	2007/07/25	بنك التنمية الصيني	باركليز البريطاني
6,94	2008/10/31	هيئة الاستثمار القطرية	باركليز البريطاني
4,84	2008/10/31	هيئة الاستثمار القطرية	باركليز البريطاني
7,5	2007/11/26	جهاز أبو ظبي للاستثمار	سي تي غروب الأمريكي
6,9	2008/01/15	شركة الاستثمار الحكومية السنغافورية	سي تي غروب الأمريكي
5,6	2008/01/15	هيئة الاستثمار الكويتية	سي تي غروب الأمريكي
8,71	2008/10/16	هيئة الاستثمار القطرية وآخرون	القرض السويسري
4,4	2007/12/24	تيماسك السنغافوري	ميريل لينش الأمريكي
6,6	2008/01/15	شركة الاستثمار الكورية وهيئة الاستثمار الكويتية	ميريل لينش الأمريكي
0,6	2008/02/24	تيماسك السنغافوري	ميريل لينش الأمريكي
0,9	2008/07/28	تيماسك السنغافوري	ميريل لينش الأمريكي
5,58	2007/12/19	شركة الاستثمار الصينية	مورغان ستانلي الأمريكي
9,75	2007/12/10	شركة الاستثمار الحكومية السنغافورية	يو بي أس السويسري
1,77	2007/12/10	صناديق شرق أوسطية	يو بي أس السويسري
1,61	2008/10/17	مؤسسات مالية ليبية	يوني كريدي الإيطالي
76,83	/	/	المجموع

Source: Banque de France, bilan et perspective des fonds souverains, focus, 28 nov 2008, p: 13.

لقد ساهمت صناديق الثروة السيادية في تمويل العديد من المؤسسات المتعثرة؛ على الرغم من تعرضها إلى خسائر هامة جزاء الأزمة المالية "2008"؛ حيث مُنيت صناديق الثروة السيادية الخليجية مثلاً بخسارة قدرها 400 مليار دولار<sup>1</sup>، وهو ما يدل على أهمية وزن تلك الصناديق في المؤسسات المالية الغربية والأمريكية بالأساس. والجدول الموالي يُوضّح ذلك:

<sup>1</sup>عبد المجيد قدي، مرجع سابق، ص: 8.

## جدول رقم (1-2): خسائر صناديق الثروة السيادية لدول الخليج سنة 2008

الوحدة: %

الصندوق	أبو ظبي للاستثمار	هيئة الاستثمار الكويتية	هيئة الاستثمار القطرية	مؤسسة النقد السعودية	إجمالي دول مجلس التعاون	التقاعد الحكومي الترويجي
الخسائر	183	94	27	46	350	111
معدّل الخسارة	40	36	41	12	27	30

المصدر: عبد الحق بوعتروس، الاستراتيجيات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية (دراسة تحليلية)، مجلة العلوم الإدارية والاقتصادية، قسنطينة، ع 10/9، ديسمبر 2012، ص: 15.

في ظلّ الأزمة، لم تستغل صناديق الثروة السيادية فرصة تدهور قيمة الأصول في البلدان المتقدمة، بل ظلّت تستثمر في مجالاتٍ أقلّ مخاطرة أو العودة إلى الاستثمار المحلي؛ حيث لجأت إلى دعم أسواقها المحلية مثل: قطر، الكويت وروسيا<sup>1</sup>، الأمر الذي دفع بالمسؤولين رفيعي المستوى في الدول الصناعية إلى الإسراع في الدعوة إلى الترحيب بصناديق الثروة السيادية للاستثمار في بلدانهم. كما قدّرت الاستثمارات المباشرة لصناديق الثروة السيادية بـ 39 مليار دولار حسب لجنة الأمم المتحدة للتجارة والتنمية في نهاية 2007، مثّلت الدول الصناعية 3/2 من مجموعها<sup>2</sup>.

لقد كانت صناديق الثروة السيادية محطّ اهتمام الدوائر الغربية خلال الأزمة "2007-2008"، وتمّ تسليط الأضواء عليها؛ الأمر الذي دفع بصندوق النقد الدولي إلى تشكيل ما يُسمّى بـ "مجموعة العمل الدولية حول صناديق الثروة السيادية"، بغية إيجاد أطر عمل تطوّعية لصناديق الثروة السيادية تُراعي مصالح الدول الراعية لها والمبتليّة لاستثماراتها، وتمحور تلك الأطر حول قضايا الشفافية، الحكم الرشيد والمساءلة بالأساس؛ علماً أنّه انبثقت عن هذه المجموعة لائحة تضمّنت 24 معياراً، عُرفت بمبادئ سنتياغو لصناديق الثروة السيادية وتهدف إلى إرساء هيكل شفّاف للحكومة يكفل سلامة إدارة المخاطر، تأكيد المساءلة وضمان الالتزام بكلّ مُتطلّبات التنظيم والإفصاح المرعية في الدول المستقبلة لاستثماراتها، وسيتم التطرق بالتفصيل لمختلف الجوانب الخاصة بمبادئ سنتياغو في المبحث الثالث من هذا الفصل.

بشكلٍ عام، مرّت صناديق الثروة السيادية بمرحلة تغييرٍ كبير في النصف الأول من سنة 2009، بعدما أصبحت عائدات الاستثمار سالبةً بشكلٍ حادّ، وتركّز الاهتمام على إدارة المخاطر أكثر من أيّ وقتٍ مضى، وبرزت بعض ضغوط السيولة وتأجّلت قراراتٍ استراتيجية إلى حين توافر قدرٍ أكبر من الوضوح بشأن النظام العالمي واتّجاهه المستقبلي<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Christophe Portman, The Economic Significance of Sovereign Wealth Funds, Economic Outlook, 2008, Vol 32 Issue 1, p: 35.

<sup>2</sup> عبد المجيد قدي، مرجع سابق، ص: 8.

<sup>3</sup> محمد العريان، صناديق الثروة السيادية وفق المعتاد الجديد، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، ع: 44، واشنطن، يونيو 2010، ص: 45.

### 3. بعد أزمة الرهن العقاري

إنَّ صنَّاع السياسة في الدَّول الكبرى يُراقبون بحذرٍ كبيرٍ تحرُّكٍ وتطوُّرٍ صناديق الثَّروة السيادية، فعلى الرِّغم من الدَّور المميِّز الذي أدَّته في تحقيق الاستقرار المالي خلال الأزمة والاستقرار الاقتصادي للدَّول المالكة ذاتها، ظلَّت التَّزعة الحِمائية هي الغالبة في الدَّول المتلقية لاستثمارها، انطلاقاً من النظرة الغربية لها كفاعلة جيوسياسية وأنها تُخفي أهدافاً غير تجارية، كل ذلك بهدف توجيه الاستراتيجية المستقبلية لاستثمارات صناديق الثَّروة السيادية بما يخدم مصالحها الاقتصادية والسياسية؛ رغم ذلك عزَّزت الصَّناديق مركزها بوصفها فاعلاً في الأسواق المالية الدولية فور تجاوزها محنة الأزمة مباشرةً؛ حيث بلغت أصولها نهاية 2009 ما قيمته 24 تريليون دولار؛ حسب المنتدى الدولي لصناديق الثَّروة السيادية، كما اتَّجهت استثماراتها إلى فئات الأصول خارج سندات الدَّين.

لقد ركَّزت مؤسَّسة الصَّين للاستثمار مثلاً؛ على الأصول السِّلعية، واشترت صناديقاً عربية حصصاً مُعتبرة من الموجودات الصَّناعية الأوروبية، كما ساهمت بعض صناديق الثَّروة السيادية الغربية في الكثير من القطاعات، ولم تعد مقتصرَةً على سندات الدَّين أو المساهمة في رسملة المؤسَّسات المالية. ونذكر على سبيل المثال:

استثمارات صندوق الأجيال القادمة	استثمارات مركز أبو ظبي للاستثمارات
23,8% سكتوريا السوسرية	16% أسترنأوروبيان البريطانية
06% سيتي غروب الأمريكية	8,3% هرمس المصرية
7,2% ديجار الألمانية	7,6% السويس للإسمنت المصرية
4,8% بنك ميريل لانش الأمريكي	4,9% سيش غروب الأمريكية
9,3% فوسفات الأردنية	09% أبولو ماناجمنت الأمريكية
1,7% بريتيش بتروليوم البريطانية	03% فيفالدي الفرنسية
	02% ميدسات الإيطالية
	03% سوسن اليابانية

المصدر: عبد الحق بوعتروس، الاستراتيجيات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية (دراسة تحليلية)، مجلَّة العلوم الإدارية والاقتصادية، فسنطينة، ع 10/9، ديسمبر 2012، ص: 15.

بوجهٍ عام فقد قوّضت الأزمة المالية العالمية مكانة ومصداقية النموذج الاقتصادي الأنغلو ساسكوني؛ القائم على التحرير ورفع القيود التنظيمية والترابط والأسواق المتحررة بلا حدود. وقد كان هذا النموذج عنصر جذبٍ مهمٍّ للتقارب العالمي، إلا أن تداعيات الأزمة فرضت ضرورة إيجاد عنصر جذبٍ بديل، شكَّل تغيير عمليات مؤسَّسات الاستثمار بما في ذلك استثمارات صناديق الثَّروة السيادية التي تُعتبر أحد معالمه الأساسية، والمُرجَّح أن تتضمن التغيرات خلال الفترة المقبلة؛ التحوُّل الحاد في التركيز من أنشطة السوق غير المقيّدة إلى مشاركة حكومية أكبر، مع التحوُّل بمرور الوقت من الدفاع إلى الهجوم<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> محمد العريان، مرجع سابق، ص: 46.

## ثانياً: تحليل الاستراتيجيات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية

تقتضي السياسة الاقتصادية الرشيدة استثمار الأموال العامة بصورة مُنتجة؛ مُدرةً لفائض قيمة، تأخذ بعين الاعتبار قواعد الاستثمار المبني على المردودية المالية والاقتصادية معاً، كما تُراعي البدائل الاستثمارية المتاحة محلياً ودولياً؛ مع توقع المتغيرات الاقتصادية الكلية وآثارها المحتملة على تلك العوائد، بهدف الحفاظ على قيمة الفوائض المالية المُتحققة، وللاحتياط ضد مخاطر تقلب إيرادات الدول بما يخدم نفقاتها.

إنّ صناديق الثروة السيادية تُعتبر إحدى الأدوات التي يُمكن استخدامها في دول المنشأ لتنفيذ سياساتها الاقتصادية والاستراتيجية؛ والتي تختلف من دولة إلى أخرى بالنظر إلى حجم صندوقها؛ وثقل الدول المعنية اقتصادياً وسياسياً على المستوى العالمي، هذه القضايا ليست على نفس القدر من الأهمية بالنسبة لكثير من الدول؛ عدا القليل منها أمثال الصين وروسيا.

إنّ موجودات كلٍّ من صندوق النرويج، روسيا والصين تُشكل ما نسبته 70%، 29%، 21% على الترتيب من الناتج الداخلي الخام لتلك الدول، في حين تُعادل موجودات صناديق الثروة السيادية لكلٍّ من السعودية، الكويت والإمارات ما نسبته 106%، 261%، 590% من الناتج الداخلي الخام على التوالي<sup>1</sup>؛ وهو ما يُبين أنّه كلما ارتفعت النسبة زادت أهمية الصناديق في تمويل الإنفاق العام لدول المنشأ؛ كما يُمكن اعتباره مؤشراً لمدى تواجد أهدافٍ خفيةٍ استراتيجيةٍ لمثل هذه الصناديق.

فالصين مثلاً دولةٌ صناعيةٌ ناشئة لها ترسانةٌ عسكريةٌ لا يُستهان بها دولياً؛ تُمثّل قوّة اقتصاديةٍ تُضاهي الدول الكبرى؛ حيث تُقدّر صادراتها السلعية بـ 969 مليار دولار وهو ما يُمثّل 8% من الصادرات العالمية؛ وهي بذلك تحتلّ المرتبة الثالثة عالمياً بعد كلٍّ من ألمانيا والولايات المتحدة الأمريكية. الأمر نفسه ينطبق على روسيا التي كانت تُمثّل المعسكر الشرقي؛ فوضعهما الاقتصادي والسياسي والعسكري يجعلهما في تنافسٍ دائمٍ مع البلدان الغربية، ومنه تنبع مخاوف هذه الأخيرة. بينما الغالبية العظمى من صناديق الثروة السيادية ومنها العربية، لا حول لها ولا قوّة من جميع الجوانب، فالأجدر بها أن تعمل على الحفاظ على أرصدها المتراكمة من أصول غير مُتجددة. إنّ أهمية تلك الصناديق تنبع من طبيعة المادة التي تُصدرها، وهذا ينعكس على صياغة استراتيجيتها الاستثمارية؛ بما يخدم مصالحها الاقتصادية لا غير؛ فضلاً عن ضيق طاقتها الاستيعابية المحلية ممّا يدفعها للتوجّه نحو الاستثمار الخارجي. إلا أنّ الأمر الذي أقلق الدول المتلقية لاستثماراتها هو ضعف الشفافية المحيطة بمثل هذه الصناديق<sup>2</sup>.

بناءً على ما سبق، يُمكن تحليل الاستراتيجية الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية؛ من خلال تناول المرتكزات التالي بيّاناً:

<sup>1</sup> عبد الحق بوعتروس، مرجع سابق، ص: 18.

<sup>2</sup> المصدر نفسه.

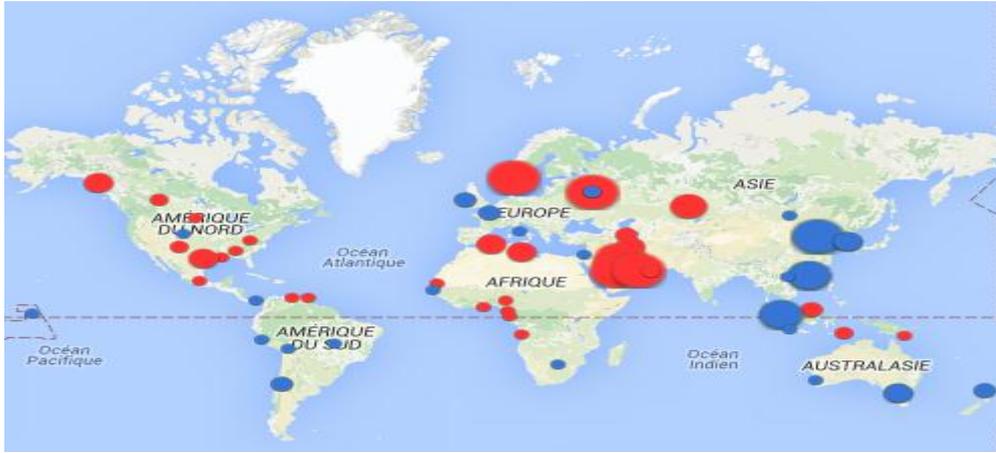
## 1. التوزيع الجغرافي لصناديق الثروة السيادية

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

شكل رقم (1-2): التوجّهات الجغرافية لصناديق الثروة السيادية

● صناديق الثروة السيادية النفطية

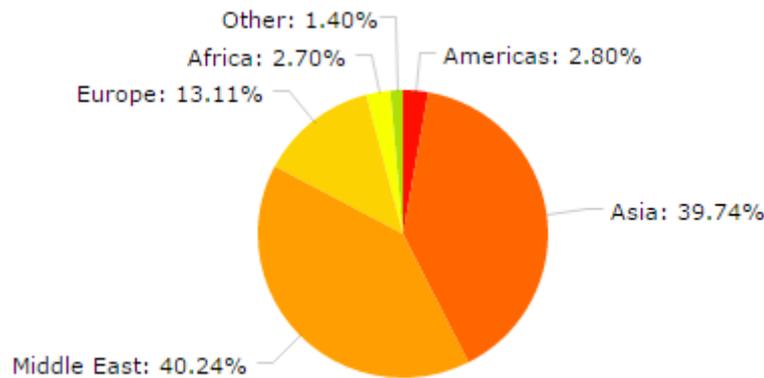
● صناديق الثروة السيادية غير النفطية



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

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

شكل رقم (1-3): التوجّهات الجغرافية لصناديق الثروة السيادية



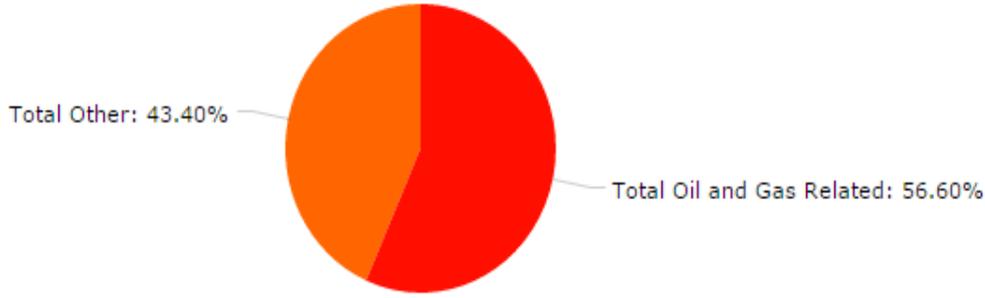
Source : Sovereign Wealth Funds Institute, available in the website:  
<http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/> (22/03/2016).

تُلاحظ من خلال الشّكلين أنّ آسيا والشرق الأوسط هي أكثر المناطق البارزة من حيث عدد من صناديق الثروة السيادية؛ حيث تستحوذ هاتان المنطقتان معاً على أكثر من نصف صناديق الثروة السيادية؛ بنسبة 79,98%. تأتي أوروبا في المرتبة الثانية بنسبة 13,11% من حيث التوزيع الجغرافي لصناديق الثروة السيادية، أمريكا وإفريقيا بنسبتين متقاربتين هما على التوالي 2,80% و2,70% تأتيان في المرتبة الثالثة. وتتوزع باقي صناديق الثروة السيادية على مناطق مختلفة من العالم.

## 2. التوجّهات القطاعية لصناديق الثروة السيادية

لقد نشأت معظم صناديق الثروة السيادية بسبب الطّفرات النّفطيّة؛ حيث يُمثّل النّفط قطاعاً استراتيجياً بالنسبة لكلّ المستثمرين، والشّكل الموالى يُحدّد التوجّهات القطاعية لصناديق الثروة السيادية في العالم:

شكل رقم (1-4): التوجّهات القطاعية لصناديق الثروة السيادية



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

تُلاحظ من خلال الشّكل أنّ صناديق الثروة السيادية الممولة من عوائد النّفط ومشتقاته (الطّاقة) تأتي في المرتبة الأولى بنسبة 56,60%، بينما تأتي صناديق الثروة السيادية الممولة من مصادر أخرى في المرتبة الثانية بنسبة 43,40%.

## ثالثاً: تصنيف الاستراتيجيات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية

بناءً على التّحليل السّابق بيّانه، وانطلاقاً من بعض الدّراسات ذات العلاقة بالموضوع؛ نجد أنّ هناك من صنّف استراتيجيات صناديق الثروة السيادية إلى هجومية وأخرى إلى دفاعية؛ رغم ما تضمّنته كلّ منهما من عناصر هجينة في الصّندوق الواحد، وقد تختلف تلك العناصر باختلاف الدّولة المالكة وتبعاً لخصوصية كلّ صندوق.

إنّ الاستراتيجية الهجومية هي تلك الاستراتيجية المتّبعة من قبل الدّول المنشئة لصناديق الثروة السيادية، فالصّندوق الرّوسى مثلاً يمتلك 128 مليار يورو، وبقي غير معروفٍ ولا يُمكن تقييم قوّته الحقيقيّة لانتسامة بالضّبابية

التامة؛ حيث تم استثمار احتياطات صرف روسيا تحت رعاية وزارة المالية في مشاريع استراتيجية (الطاقة، الدفاع، التكنولوجيا، الفضاء)، وتعتبر هذه الأصول سائلة بطبيعتها، فهي تُعطي قوةً تفاوضيةً في المحافل الدولية وتُمارس تأثيرات سياسية واقتصادية لا يُستهان بها، وهنا تكمن النزعة الهجومية<sup>1</sup>.

أما جهاز أبو ظبي للاستثمار، فينتهج النمط التقليدي في الاستثمار بشكل غير مُعلن وحذر، يتّصف بانعدام الشفافية والإفصاح عن المعطيات الحقيقية فيما يتعلق باستثماراته في الأسواق الخارجية، وكذلك الحال بالنسبة لهيئة الاستثمار الكويتية، فنتيجة التحوّف منها بسبب عدم شفائيتها ونظرة الغرب إليها بمنظرٍ عدائيّ يقتضي الدفاع؛ الأمر الذي دفع بريطانيا إلى إجبار هذه الأخيرة على تخفيض مساهمتها المقدّرة بـ: 22% في العملاق البترولي بريتيش بتروليوم "British Petroleum" باسم السيادة الوطنية.

بينما نجد أنّ الصندوق السنغافوري؛ رغم اتّسامه بالانفتاح وتمتعه بالشفافية المطلوبة<sup>2</sup>، إلا أنّ سياسته تتّصف بالهجومية ذات الأمد الطويل؛ حيث قال أحد المحلّلين الكبار بشأن صناديق الثروة السيادية أنّ المردودية المالية ليست الهدف الوحيد للقرار الاستثماري، ولكنّ الرّهان الاستراتيجي أصبح الأساس.

بشكلٍ عام شكّلت الاستراتيجية الهجومية سلوك معظم صناديق الثروة السيادية، وإن اختلفت حدّتها من صندوقٍ إلى آخر؛ من وجهة نظر الدول المبتلّية. بينما شكّلت الاستراتيجية الدفاعية محور اهتمام الدول المستقبلية لاستثمارات صناديق الثروة السيادية، ومن خلالها حاولت تأطير استثمارات هذه الأخيرة باسم السيادة الوطنية وطالبتها بالمزيد من الشفافية بشأن أهدافها الاستثمارية.

وسيتّم التطرّق إلى مميّزات الاستراتيجيات المتّبعة من قبل صناديق الثروة السيادية، وانعكاسات هذه الأخيرة على الدول المالكة والدول المبتلّية وكذا الموقف الدولي من هذه الصناديق في المبحث الموالي.

<sup>1</sup> عبد الحق بوعتروس، مرجع سابق، ص: 24.

<sup>2</sup> Anouar Achour, H elaine C, Samuel D et autre, Les Fonds Souverains Conquête de La Politique par la Finance, Ecole de Guère Economique, Paris, Decembre 2007, p; 6.

## المبحث الثاني: دور ومكانة صناديق الثروة السيادية في الاقتصاد العالمي

أصبحت صناديق الثروة السيادية لاعبًا مهيمًا في النظام المالي العالمي والشؤون الدولية؛ حيث تتحكم بأصول مالية ضخمة، ولا يزال سلوكها الاستثماري يتردد صدها في الاقتصاد العالمي، كما أدت سياستها الاستثمارية التي تزداد انفتاحًا إلى إحداث ردود أفعالٍ سياسيةٍ في الاقتصادات التاضحة؛ وسيتم من خلال هذا المبحث تسليط الضوء على أهمية صناديق الثروة السيادية ودورها في الاقتصاد العالمي من خلال التطرق إلى المطالب التالية:

- **المطلب الأول:** انعكاسات صناديق الثروة السيادية على الدول المالكة والدول المتلقية؛
- **المطلب الثاني:** مكانة صناديق الثروة السيادية في الاقتصاد العالمي؛
- **المطلب الثالث:** الموقف الدولي من تحركات صناديق الثروة السيادية.

## المطلب الأول: انعكاسات صناديق الثروة السيادية على الدول المالكة والدول المتلقية

تُمارس صناديق الثروة السيادية أنشطتها في سياق اجتماعي وسياسي معقد محليًا ودوليًا؛ مما يُؤثر على الدول المالكة لتلك الصناديق والدول المتلقية لاستثماراتها على حدٍ سواء، وقبل التطرق لهذه التأثيرات تُبين مميزات الاستثمارات الاستراتيجية لصناديق الثروة السيادية فيما يلي:

- تُعدُّ استثمارات صناديق الثروة السيادية استثماراتٍ على المدى الطويل؛ حيث تُعتبر هذه الصناديق رائدةً في هذا المجال، لما تُوقره من استقرارٍ تساهميٍّ بالنسبة للمؤسسات التي تُمولها، كما أنّ لها دورًا استقراريًا في الأسواق المالية الدولية، فهي تُكيّف بشكلٍ تقليدي الاستراتيجيات المسماة "Buy and Hold" المعتمدة على شراء الأسهم منخفضة القيمة وتحتفظ بها إلى غاية تحسّن مؤشرات السوق المالي لكي تبيعها بفائضٍ ماليٍّ، حينما تقترب أسعار الأسهم من قيمتها الحقيقية.

إنّ غياب الالتزامات التعاقدية القصيرة ومتوسطة المدى، يدفع بصناديق الثروة السيادية إلى الاتجاه صوب الاستثمار طويل المدى؛ ومن ثمّ فالطبيعة المتأبّية لمجمعاتها الكبيرة من رأس المال والطبيعة طويلة الأجل لأهدافها، تُمثّلان سميتها المميزة عن الهيئات الاستثمارية العالمية<sup>1</sup>؛

- تنتهج صناديق الثروة السيادية نمط الاستراتيجيات الحذرة؛ حيث لا تستثمر أموالها في منتجاتٍ خطيرة ومُعقدة، كما هو الحال بالنسبة للمشتقات المالية؛ فعلى الرغم من عدم توافر بياناتٍ دقيقة عن مكونات محافظها المالية، يُمكن التكهّن في الوقت الراهن باستثمار مواردها المالية في الأسهم، سندات الدين والسندات القابلة للتحويل، و تختلف استراتيجيات صناديق الثروة السيادية باختلاف أهدافها؛ ففي تحقيقٍ مُعدّ من قبل

<sup>1</sup> محمد العريان، مرجع سابق، ص: 47.

فريق العمل الدولي حول صناديق الثروة السيادية، المقدر عددها بواحدٍ وعشرين صندوقاً، تمّ تسجيل عددٍ لا يُستهان به من الصناديق التي لا تتمتع بالحريّة في الاستثمار في بعض الأنواع من الأصول الخطرة، أو عدم تمكّنها من استخدام تقنيات المجازفة المفضّلة تقليدياً من قبل المستثمرين المؤسّساتيين الخواص "صناديق التحوّط"، على سبيل المثال. ونجد أنّ 60% من الصناديق محلّ المساءلة لا ترغب في الاستثمار لدى المؤسّسات غير المدرجة في البورصة، في حين أنّ الأغلبية الساحقة منها لا يُسمح لها بالافتراض أو استعمال أثر الرّفح المالي، وكذا اللّجوء إلى مُنتجاتٍ مُشتقةٍ لغاياتٍ عدا تغطية المخاطر<sup>1</sup>؛

- لصناديق الثروة السيادية أهدافٌ ماليّةٌ قريبة من المردوديّة الاقتصادية لرأس المال؛ حيث أنّ الدور الاستقراري لصناديق الثروة السيادية في الأسواق الماليّة لا يُبنى على الأجل الطويلة فقط، بل يتضمّن في جوهره الاستراتيجيةّ التسييريّة لها؛ بالأخذ في عين الاعتبار تضمين الأهداف الماليّة القريبة من المردوديّة الاقتصادية لرأس المال. ففي دراسة لصندوق النقد الدولي خلُصت إلى أنّ 29% من صناديق الثروة السيادية محلّ المساءلة ليس لها أهدافٌ ماليّةٌ أخرى عدا تحقيق أرباحٍ على المدى الطويل<sup>2</sup>؛

- إنّ لصناديق الثروة السيادية وجهةً استثماريّةً تعتمد المنطق اللبرالي المحض، من خلال استهدافها المردوديّة الماليّة البحتة؛ خاصّةً في الآونة الأخيرة، فبعض الصناديق؛ على غرار الصندوق السنغافوري وصندوق الإمارات العربيّة باشراً أعمالهما باستراتيجيّاتٍ ماليّةٍ أكثر هجوميّة إن صحّ التعبير؛ حيث توجد علاقة ارتباطٍ بين الأهداف الماليّة للصندوق وميله للخطر، وكذا الحال بالنسبة لمجمّع دبي وفروعه، فهو يستهدف القطاعات الاستراتيجيةّ في استثماراته بهدف تأمين تنوّع الاقتصاد للدول المالكة<sup>3</sup>، وهو الحال بالنسبة للصندوق السيادي الكندي والصندوق الترويجي وصندوق ألاسكا، الذين يتبعون استراتيجيةً استثماريّةً واضحة ويتمتعون بالشفافيّة المطلوبة؛ على عكس الصندوق الماليزي مثلاً الذي يُفضّل الاستثمار المحليّ، بينما الصندوق الكوري يوصف بأنه صيّاد للربح<sup>4</sup>، وهذا دليلٌ على المنطق المالي المحض للاستراتيجيةّ الاستثماريّة.

ويمكن إبراز مدى تأثير صناديق الثروة السيادية على النّظام المالي العالمي، من خلال إبراز أهم الانعكاسات إيجاباً وسلباً على كلّ من الدول المالكة والمتلقية، كما يلي:

<sup>1</sup> Bertrand B et Yves Jegourel, Les Fonds Souverains : Un nouveau mode de régulation du capitalisme financier, Révue de la Régulation, Maison des sciences de l'Homme, Paris, 2009, p: 6.

<sup>2</sup> Ibid.

<sup>3</sup> Bertrand B et Yves Jegourel, op cit, p :7.

<sup>4</sup> Anouar Achour, op cit, p: 5.

## أولاً: الأثر الإيجابي لصناديق الثروة السيادية بالنسبة للدول المالكة والدول المتلقية

نحاول فيما يلي تبيان الأثر الإيجابي لصناديق الثروة السيادية بالنسبة للدول المالكة والدول المتلقية؛ حيث تقوم هذه الصناديق بما يلي:

1. تحقيق هدف وسيط يتمثل في الادّخار بالنسبة للدول المالكة لصناديق الثروة السيادية، من خلال تحويل جزء من عوائد المواد الأولية الناضبة إلى الأجيال القادمة؛ ومن ثمّ تحقيق الهدف النهائي المتمثل في العدالة بين الأجيال؛
2. امتصاص الصدمات الناتجة عن انخفاض أسعار المواد الأولية على المدى القصير، وتحقيق استقرار في تمويل الموازنة العامة وتخفيف درجة الارتباط بين الإنفاق العمومي ومدخيل المواد الأولية<sup>1</sup>؛
3. تمثّل صناديق الثروة السيادية فرصةً جدّ ثمينة إذا تمّ استغلالها خاصةً في فترة انتعاش أسعار النفط المتواصلة بتنوع مصادر الإنتاج المحلي الإجمالي؛ عن طريق استثمار أموال هذه الصناديق في أنشطة جديدة على المستوى المحلي وتوسيع الطاقة الاستيعابية للاقتصاد الوطني. ومن أهم الأمثلة على ذلك صندوق دبي الذي ساهم بشكل واضح في تطوير قطاع السياحة، وبعض الأنشطة الخدمية كحلبات السباق للسيارات وملاعب الغولف والتنس، والتي تُساهم في نقل الاقتصاد الريعي إلى اقتصاد إنتاجي يُدرّ دخولاً منتظمة ودائمة<sup>2</sup>؛
4. تتعدّد إيجابيات صناديق الثروة السيادية في الدول المتلقية؛ إذ تؤثر مباشرةً على الاقتصاد المتلقّي بإنعاشه وحلّ بعض المشكلات الاقتصادية والاجتماعية كالبطالة، مثل حالة صندوق مبادلة الإماراتي الذي أدّت مساهمته بنسبة 8,1% في شركة أمريكية إلى توفير 1400 فرصة عمل مرتبطة بقطاع الإلكترونيك في هذه الشركة، بالإضافة إلى توفير 5000 فرصة شغل أخرى مرتبطة بالأنشطة ذات العلاقة غير المباشرة مع هذا القطاع التابع للشركة؛ ومن ثمّ يتّضح جلياً دور صناديق الثروة السيادية في المحافظة على الوظائف التي توفرها الشركات من خلال الدّعم المادّي لها، ما يعني الإسهام في التّكامل الإيجابي للاقتصاد العالمي، بالإضافة إلى الآثار الإيجابية خاصةً بالنسبة لاستثمارات هذه الصناديق لدى الدول الإفريقية، وكذا الإسهام في بناء قواعدها الهيكلية؛ وهذا ما دفع رئيس البنك العالمي إلى اقتراح استثمار نسبة 1% من أصول صناديق الثروة السيادية في المؤسسات الإفريقية بالتعاون مع البنك<sup>3</sup>؛
5. يُشير خبراء صندوق التّقد الدولي إلى أنّه من منظور الأسواق المالية الدولية، يمكن لصناديق الثروة السيادية أن تساعد على رفع الكفاءة التوزيعية للإيرادات المتحقّقة من فوائض الموازين التجارية السلعية في الدول المرتبطة مع العالم الخارجي وأن تعزّز سيولة أسواق المال بصفة عامة، خاصةً خلال فترات الضغوط المالية العالمية بما

<sup>1</sup> بريزة عبد السلام، دور صناديق الثروة السيادية في إدارة الفوائض البترولية "دراسة مقارنة بين صندوق ضبط الموارد وصندوق التقاعد الحكومي الترويجي"، رسالة ماجستير، غ منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 1، 2013، ص: 157.

<sup>2</sup> حاتم مهرا، التضخم في دول مجلس التعاون الخليجي ودور صناديق النفط في الاستقرار الاقتصادي، سلسلة أوراق عمل، رقم التسلسل API/WPS 0702، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2007، ص: 2.

<sup>3</sup> المصدر نفسه.

أن طابع استثمارات صناديق الثروة السيادية طويل الأجل، بالإضافة إلى نُدرة اللّجوء إلى السّحب من الموارد المستثمرة؛ بما يسمح لها بالصّمود أمام ضغوط السّوق خلال فترات وقوع الأزمات وكذلك التخفيف من حدّة التّقلّب، وقد ركّز منتدى دافوس "Davos"\* (2008) على ذلك، إذ أشار إلى إخفاقات النّظام المالي الأمريكي والأموال التي تمّ ضخّها من قبل صناديق الثروة السيادية من قبيل الإنقاذ لاستعادة توازن واستقرار الأسواق الماليّة على إثر الخسائر التي مُنيت بها جرّاء أزمة الرّهن العقاري، فأصبح لديها القدرة على منح مساعداتٍ طارئة إلى أغنى دول العالم؛ حيث تركّزت عليها أنظار دول التّحاد الأوروبي وأمريكا للمساهمة في إنقاذ اقتصادها من التّركود<sup>1</sup>.

### ثانياً: الأثر السلبي لصناديق الثروة السيادية بالنسبة للدول المالكة والدول المُتلقية

فيما يلي إشارةٌ للأثر السلبي لصناديق الثروة السيادية بالنسبة للدول المالكة والدول المُتلقية؛ حيث يتمثّل الأثر السلبي لهذه الصّناديق فيما يلي:

1. فُرص التّوظيف الضّائعة، والتي يمكن خلقها لأجل الشّباب من مواطني الدّول المالكة لهذه الصّناديق، وذلك لو تم استثمار هذه الأموال في أصولٍ حقيقيّة في الدّاخل؛ بدلاً من استثمارها في الخارج فتوفّر فرصاً للعمال الأوروبيين والأمريكيين؛ بينما لا يستفيد شباب الدّول المالكة لها خاصّة العربية منها من الوظائف التي تخلقها مثل هذه الاستثمارات؛ ومن ثم فهذه الصّناديق تُساهم في حلّ مشكلة البطالة في الخارج، بينما تتعمّق تلك المشكلة في الدّول المالكة بمرور الوقت؛
2. النّاتج المحليّ الضّائع: أي الفرصة الضّائعة في صورة النّاتج المحليّ الضّائع خاصّة النّاتج غير البترولي، والذي يمكن توليده لو تمّ استثمار أصول هذه الصّناديق محلياً في أصولٍ إنتاجيّة حقيقيّة في الدّاخل، بالإضافة إلى انخفاض معدّلات النّمو الاقتصادي المحقّقة مقارنةً بمعدّلات النّمو الكامن؛ أي الذي يمكن تحقيقه لو تمّ استثمار هذه الأصول محلياً؛
3. مخاطر تدنيّ العوائد المحقّقة جرّاء هذه الاستثمارات التي تقتصر على نسبةٍ محدّدة من الفائدة، وذلك إذا تم الاستثمار في أصولٍ ماليّة، أو نسبة توزيعات محدّدة للأرباح إذا تم الاستثمار في أصولٍ حقيقيّة. وهذه العوائد لا تتناسب مع تكلفة الفرصة البديلة لتلك الاستثمارات بالنّظر إلى العوائد الضّخمة التي يمكن أن تعود على الدّول المالكة، إذا تم استثمار هذه الأصول بكفاءة محلياً، أو بالنّظر إلى الأرباح الضّخمة التي تُحقّقها الدّول المستضيفّة نتيجة استثمار هذه الأصول لديها في الخارج<sup>2</sup>؛

\* يعد منتدى دافوس منظمة غير حكومية وغير ربحية، أسّسها أستاذ في علم الاقتصاد "كلّوس شواب" وهو أستاذ جامعي سويسري متخصص في إدارة الأعمال، في مدينة دافوس بسويسرا في يناير 1971. ويعد المنتدى فرصة سنوية لتلاقي نحو ألف شخص من النخبة إلى جانب رؤساء الحكومات والوزراء، ممثلي الشركات متعددة الجنسيات الكبرى، والقادة السياسيين والاقتصاديين بهدف التّقاش في المشكلات الاقتصادية والسياسيّة التي تواجه العالم وكيفية حلها.

<sup>1</sup> حاتم مهران، مرجع سابق، ص: 2.

<sup>2</sup> المرجع السابق، ص: 3.

4. المخاطر المرتبطة بالتضخم في الدول المضيغة؛ حيث تتناقص القوة الشرائية لتلك الاستثمارات مع مرور الزمن خاصةً الاستثمارات المالية، وذلك في الدول التي ترتفع فيها تكاليف المعيشة؛ ومن ثمّ المستوى العام للأسعار، هذا بالإضافة إلى الخسائر الناتجة عن تقلبات أسعار العملات أو مخاطر الصرف الأجنبي والمتمثل في ميل عملات الدول المستقبلة لهذه الاستثمارات نحو الانخفاض، ومن ثمّ تدهور القوة الشرائية لتلك الأصول، على سبيل المثال الأصول الاستثمارية المقومة بالدولار الأمريكي؛
5. مخاطر تداخل رؤوس الأموال؛ حيث تنتهج صناديق الثروة السيادية سياسة التّعيم وعدم الإفصاح عن حجم أصولها والتزاماتها واستراتيجيتها الاستثمارية، وهذا يمثّل أهم الانتقادات الموجهة إليها، بالرغم من أن هناك اعتقاداً سائداً أنّها تستحوذ على أصول مالية طويلة الأجل، وهذا يساهم في استقرار النظام المالي العالمي، لكن هناك البعض منها قامت بتوظيف استثمارٍ في صناديق أخرى لها تأثير قوي مثل صناديق التحوط العالمية، وهذا ما ينشأ عنه في المستقبل نوعٌ من تداخل رؤوس الأموال والتي تنتشر عدواها عندما تتعرض بعض صناديق التحوط لأزمات مالية<sup>1</sup>؛
6. اشتداد القيود على حركة رؤوس الأموال الدولية، فهناك خطر يتمثل في أن صناديق الثروة السيادية وأشكالاً أخرى من وسائل الاستثمار التي تُساندها الحكومة، قد تدفع الدول المستضيفة لهذه الاستثمارات إلى فرض قيودٍ على معاملات الحساب المالي والرأسمالي من موازين مدفوعاتها مع العالم الخارجي، الأمر الذي يعني مزيداً من القيود على حركة رؤوس الأموال الدولية؛ حيث تحتفظ الدول بحقها في اختيار من الذي يُمكنه الاستثمار لديها وفي أي قطاعاتٍ اقتصاديةٍ يمكنه ذلك<sup>2</sup>.

### المطلب الثاني: مكانة صناديق الثروة السيادية في الاقتصاد العالمي

تُدير صناديق الثروة السيادية استثمارٍ عبر الحدود منذ سنواتٍ طويلة، باعتبارها مؤسساتٍ استثماريةٍ يُمكن وصفها بالمستقرة. وقد ساعدت استثماراتها على تشجيع النمو والازدهار والتنمية الاقتصادية في البلدان المصدرة والمتلقية لرأس المال. وتعمل صناديق الثروة السيادية في بلدان موطنها كمؤسساتٍ تُعلّق عليها أهميةٌ محوريةٌ في المساعدة على تحسين إدارة الأموال العامة وتحقيق الاستقرار الاقتصادي الكلي، وفي دعم النمو عالي الجودة. وتعود صناديق الثروة السيادية بنفعٍ كبيرٍ أيضاً على الأسواق العالمية. فالقدرة التي تتمتع بها على تجاوز تقلبات الدورات الاقتصادية في معظم الظروف تُحقّق للأسواق المالية العالمية قدرًا كبيرًا من التنوع، وهو ما يمكن أن يكون بالغ الفائدة، لاسيما خلال فترات الاضطرابات المالية أو الضغوط الاقتصادية الكلية.

<sup>1</sup> جاسم المناعي، ظاهرة الثروة السيادية مرّة أخرى، صندوق النقد الدولي، مارس 2008، ص: 13.

<sup>2</sup> Simone Mezzacopo, the So-called "Sovereign Wealth Funds", Regulatory Issues, Financial Stability and Prudential Supervision European Commission, Economic Papers n378, Brussels, 2009, p:22.

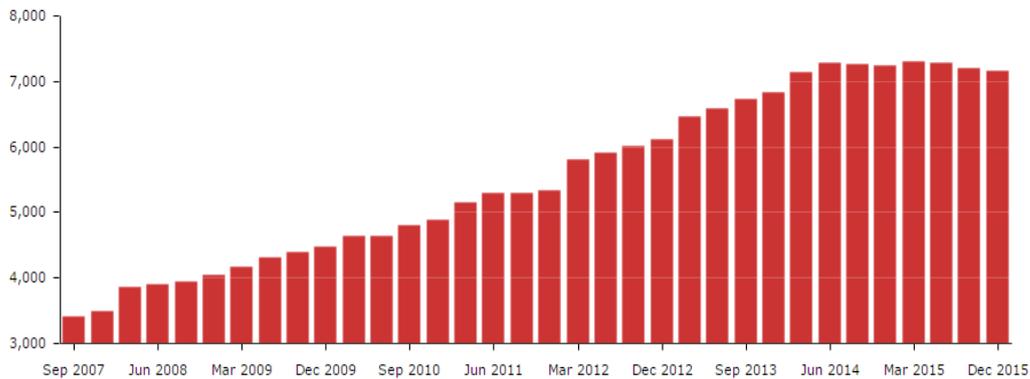
وقد أدت سرعة تراكم الأصول الأجنبية في بعض البلدان مؤخرًا إلى تزايد عدد صناديق الثروة السيادية وتنامي أحجامها. وتؤكد مختلف التوقعات أنّ تواجد هذه الصناديق سوف يزداد في أسواق رأس المال الدولية. ونتيجةً للارتفاع المستمر في مستوى أصول صناديق الثروة السيادية المستثمرة في حيازات ملكية عامة وخاصة، فهي تمارس تأثيرًا متزايدًا على ممارسات حوكمة الشركات<sup>1</sup>.

لقد اكتسبت صناديق الثروة السيادية أهميةً متزايدة في النظام النقدي والمالي الدولي، لاسيما بعد نجاحها في ضجّ رؤوس أموالٍ تجاوزت 80 مليار دولار عام 2007 في البنوك الأوروبية والأمريكية التي تكبّدت خسائر فادحة نتيجةً لوقوع أزمة الرهن العقاري الأمريكية، وبذلك أصبحت موضع اهتمامٍ متزايدٍ من صانعي السياسات والهيئات التشريعية بسبب الجدل الدائر حولها؛ حيث تُساور الدول المتلقية مخاوف بشأنها في ضوء تزايد أحجامها واتساع نشاطها وتنوع استراتيجياتها الاستثمارية.

### 1. حجم صناديق الثروة السيادية

ارتفعت الأصول المدارة من قبل صناديق الثروة السيادية، سواء التغطية أو غير التغطية بشكلٍ كبير في بداية هذه الألفية، ممّا ساهم في تحفيز النمو الاقتصادي في الصين والهند وغيرهما من دول الاقتصادات الناشئة، كما أنّ الزيادة الهائلة والمفاجئة في أسعار النفط والغاز الطبيعي، وفرت للدول التغطية إيراداتٍ كبيرة<sup>2</sup>؛ حيث تُعتبر هذه الزيادات المصدر الرئيس لتمويل صناديق الثروة السيادية التغطية. وقد تزايد عدد الصناديق منذ سنة 1953، ليلعب 24 صندوقًا نهاية عقد التسعينات من القرن المنصرم، وبلغ عددها حاليًا 78 صندوقًا، وهذا وفقًا لبيانات "معهد صناديق الثروة السيادية" لسنة 2016.

شكل رقم (5-1): تطوّر حجم صناديق الثروة السيادية في الفترة "2007-2015"



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

<sup>1</sup> حمد السويدي، هايمكاكاروان، المبادئ والممارسات المتعارف عليها، الهدف والغرض الخاص، صندوق النقد الدولي، أكتوبر 2008، ص 2.

<sup>2</sup> Sovereign Wealth Funds Institute, available in the website: <http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/> (22/03/2016).

نلاحظ من خلال الشكل تزايد حجم الأصول المدارة من قبل صناديق الثروة السيادية في السوق العالمي من 3,4 مليار دولار في سبتمبر 2007 إلى 4,149 مليار دولار في ديسمبر 2008، ثم بدأ في التراجع كنتيجة لتداعيات أزمة الرهن العقاري ليصل إلى 3,758 مليار دولار في مارس 2009، ثم عاود الارتفاع تدريجيًا ليلعب حده الأقصى في جوان 2015 بـ: 7,207 مليار دولار.

## 2. أهم صناديق الثروة السيادية في العالم

يعرض الجدول الموالي أكبر صناديق الثروة السيادية؛ مواردها، بلد المنشأ، تاريخ الإنشاء وحجم الأصول المدارة: جدول رقم (1-3): أكبر صناديق الثروة السيادية حسب حجم الأصول المدارة

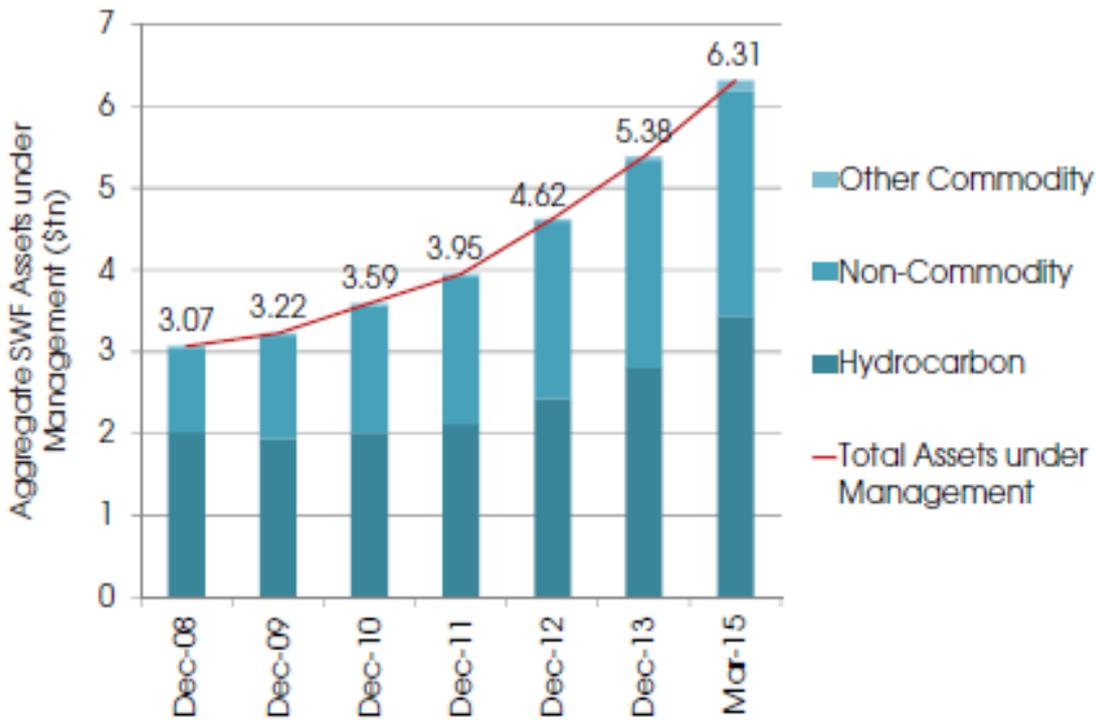
الترتيب	اسم الصندوق	مورد الصندوق	البلد	تاريخ الإنشاء	إجمالي الأصول "مليون دولار"
1	صندوق معاشات التقاعد الحكومي العالمي	النفط	الترويج	2006	817,957
2	جهاز أبو ظبي للاستثمار	النفط	الإمارات العربية المتحدة	1976	773,000
3	شركة الصين للاستثمار	غير سلعي	الصين	2007	650,000
4	شركة سيف للاستثمار	غير سلعي	الصين	1997	567,900
5	هيئة الاستثمار الكويتية	النفط	الكويت	1982	548,000
6	مؤسسة النقد لهونغ كونغ	غير سلعي	هونغ كونغ	1993	414,661
7	مؤسسة الاستثمار الحكومي	غير سلعي	سنغافورة	1981	320,000
8	جهاز قطر للاستثمار	النفط	قطر	2005	304,000
9	الصندوق الوطني للضمان الاجتماعي	غير سلعي	الصين	2000	247,866
10	تيماسك القابضة	غير سلعي	سنغافورة	1974	160,674
11	مجلس أبو ظبي للاستثمار	النفط	الإمارات العربية المتحدة	2007	90,000
12	مؤسسة الاستثمار الكورية	غير سلعي	كوريا الجنوبية	2005	85,000
13	صندوق المستقبل	غير سلعي	أستراليا	2006	83,071
14	صندوق كازاخستان الوطني	النفط	كازاخستان	2008	78,000
15	صندوق ضبط الموارد	النفط	الجزائر	2000	77,200

Source: 2015 Preqin Sovereign Wealth Fund Review, p: 11.

Available in the website: <https://www.preqin.com/docs/reports/2015-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Exclusive-Extract-June-2015.pdf> (12/02/2016)

نُلاحظ من خلال الجدول تباين موارد صناديق الثروة السيادية بين العائدات النفطية والموارد غير السلعية، ويحتل صندوق الثروة السيادية الترويجي الذي أنشئ سنة 2006 المرتبة الأولى عالمياً؛ من حيث حجم الأصول المدارة بـ: 817,957 مليون دولار، يأتي جهاز أبو ظبي للاستثمار في المرتبة الثانية بـ: 77,200 مليون دولار، كما نلاحظ أنّ صندوق ضبط الموارد يحتل المرتبة 15 ضمن أكبر صناديق الثروة السيادية؛ من حيث الأصول المدارة بحجم 77,2 مليون دولار، حسب إحصائيات وتقارير 2015. والشكل الموالي يعرض إجمالي الأصول المدارة من قبل صناديق الثروة السيادية في الفترة "2008-2015":

شكل رقم (6-1): إجمالي الأصول المدارة من قبل صناديق الثروة السيادية في الفترة "2008-2015"



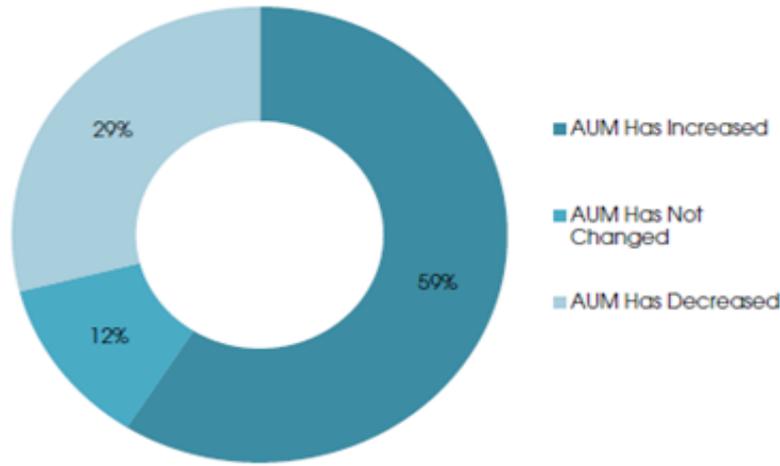
Source: 2015 Preqin Sovereign Wealth Fund Review, p: 1.

Available in the website: <https://www.preqin.com/docs/reports/2015-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Exclusive-Extract-June-2015.pdf> (12/02/2016)

على الرغم من كون صناديق الثروة السيادية صغيرةً من حيث العدد، فهي تستمرّ في جذب الانتباه نتيجة تأثيرها على الأسواق العالمية؛ من خلال أصولها المتنامية. ويُشير الشكل إلى أنّ إجمالي أصول صناديق الثروة السيادية بلغ 6,31 تريليون دولار في شهر مارس من سنة 2015، أي ما يُعادل ضعف أصول هذه الصناديق سنة 2008 الذي كان يُقدّر بـ 3,07 تريليون دولار.

على الرغم من انخفاض أسعار النفط، فقد واصلت أصول صناديق الثروة السيادية الارتفاع خلال 2014. الشكل الموالي يوضح نسبة صناديق الثروة السيادية التي شهدت تغييراً في أصولها المدارة في الفترة "2013-2015".

شكل رقم (7-1): نسبة صناديق الثروة السيادية التي شهدت تغييرًا في إجمالي الأصول المدارة في الفترة "2013-2015"

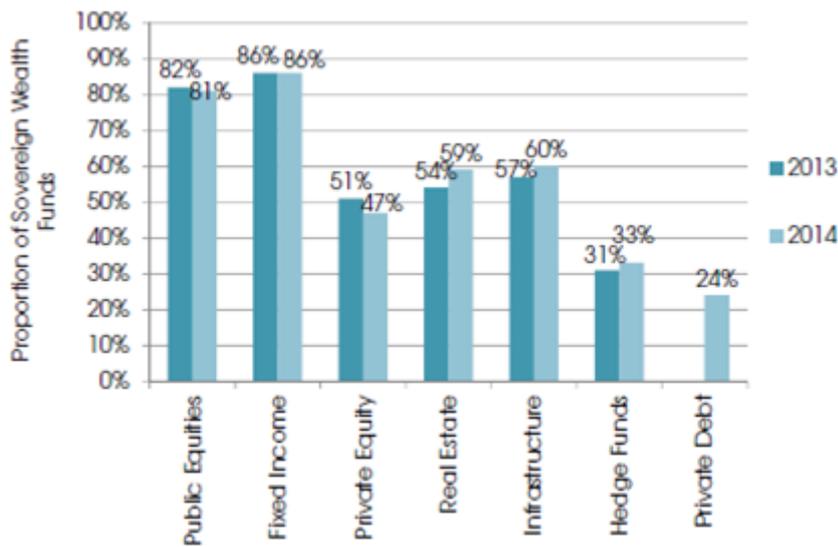


Source: 2015 Preqin Sovereign Wealth Fund Review, p: 1.

Available in the website: <https://www.preqin.com/docs/reports/2015-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Exclusive-Extract-June-2015.pdf> (12/02/2016)

نلاحظ من خلال الشكل أنّ نسبة صناديق الثروة السيادية التي شهدت زيادةً في حجم أصولها تُقدّر بـ: 59%، بينما 12% من مجموع صناديق الثروة السيادية شهدت استقرارًا في حجم أصولها، وانخفض حجم أصول الـ: 29% الباقية من مجموع صناديق الثروة السيادية. أمّا بالنسبة لفئات الأصول التي تستثمر فيها صناديق الثروة السيادية فتتنوع بين السندات والأسهم الخاصة والبنى التحتية والعقارات وصناديق التحوط وبعض الفئات الأخرى؛ كما هو موضّح في الشكل أدناه:

شكل رقم (8-1): نسبة استثمار صناديق الثروة السيادية في كل فئة في الفترة "2013-2014"



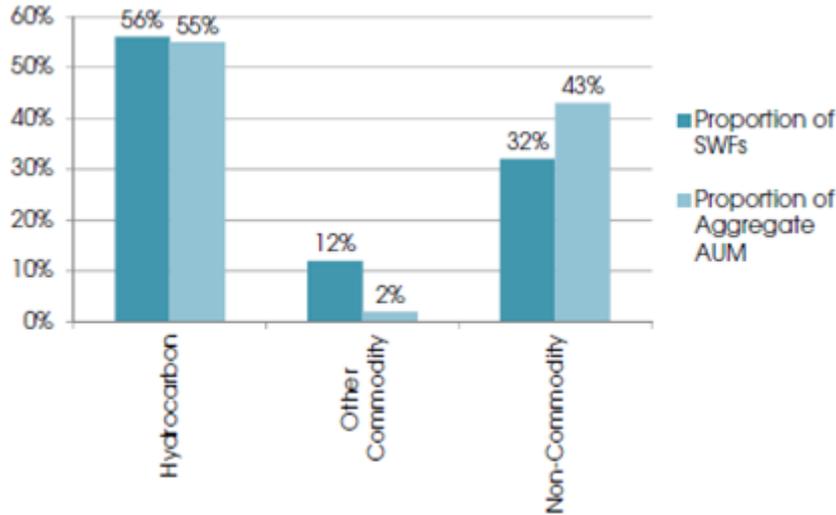
Source: 2015 Preqin Sovereign Wealth Fund Review, p: 2.

Available in the website: <https://www.preqin.com/docs/reports/2015-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Exclusive-Extract-June-2015.pdf> (12/02/2016)

نلاحظ من خلال الشكل أنّ أعلى النسب سُجّلت في استثمارات الدّخل الثّابت بـ: 86%، تأتي في المرتبة الثّانية العقارات والبُنى التّحتيّة بنسبة 50 و60% على التّوالي أما أقل نسبة فتعود للدين الخاص بـ: 24%.

تختلف مصادر تمويل صناديق الثروة السيادية بين عائدات النّفط والمصادر السّلعية وغير السّلعية، ويُعتبر النّفط المصدر الأساسي لمعظم أصولها، والشّكل الموالي يُوضّح ذلك:

شكل رقم (9-1): نسبة صناديق الثروة السيادية حسب مصدر التمويل



Source: 2015 Preqin Sovereign Wealth Fund Review, p: 2.

Available in the website: <https://www.preqin.com/docs/reports/2015-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Exclusive-Extract-June-2015.pdf> (12/02/2016)

نلاحظ من خلال الشكل أنّ المصدر الرّئيس لتمويل معظم صناديق الثروة السيادية هي عائدات النّفط، التي تُقدّر بحوالي 56% من مجموع صناديق الثروة السيادية عامّةً وتُدير 55% من إجمالي الأصول. يأتي في المرتبة الثّانية المصادر غير السّلعية والتي تُموّل حوالي 32% من مجموع الصّناديق وتُدير 43% من إجمالي الأصول.

لقد شهدت الفترة الأخيرة نقاشًا حادًا حول أهمية صناديق الثروة السيادية في النّظام الاقتصادي العالمي ودورها في الأسواق الماليّة، وقد أكّدت شركة "غلوبال إنسايت" للأبحاث أن صناديق الثروة السيادية شهدت نسبة نموّ سنويّة بلغت 24% خلال السّنوات الخمس الممتدة من "2010-2005". وتوقّع مصرف "مورغن ستانلي" للاستثمار أن يرتفع إجمالي قيمة هذه الصّناديق من 3 تريليون إلى 12 تريليون دولار أميركي بحلول العام 2015<sup>1</sup>.

حاول المعلقون وضع هذه الأرقام في إطارها الصّحيح، وهكذا اعتبر نائب وزير الخزنة الأميركيّة "روبرت كيميت" أنه إذا ما أراد المرء إظهار حجم صناديق الثروة السيادية الكبير، بإمكانه أن يذكر أنّ صناديق التّحوّط تُدير

<sup>1</sup> سفين برينت، صناديق الثروة السيادية العربية: أي دور لأي اقتصاديات؟، مركز كارنيجي للشرق الأوسط، 2010، في الموقع الإلكتروني:

<http://carnegie-mec.org/publications/?fa=40611> ، تاريخ الاطلاع على الموقع: "2014/2/17".

3 تريليون دولار تقريبًا، فيما تبلغ قيمة رسملة السوق الحالية في مؤشر S&P 500 حوالي 12 تريليون دولار. إلا أن مبلغ 12 تريليون دولار، من جهةٍ أخرى، ليس سوى جزءٍ بسيطٍ من إجمالي الأصول الماليّة في العالم التي تبلغ 190 تريليون دولار تقريبًا. وتبلغ قيمة الأصول التي يديرها المستثمرون المؤسّساتيون في الأسواق الناضجة (على غرار صناديق المعاشات التقاعدية وصناديق الهبات) حوالي 53 تريليون دولار. وتُدير صناديق المعاشات التقاعدية أكثر من 15 تريليون دولار، وشركات التأمين 16 تريليون، وشركات الاستثمار 21 تريليون دولار. وهذه الأرقام لا تمثل سوى نسبةٍ ضئيلة من قيمة أوراق المديونية والملكية التي تتخطى 100 تريليون دولار.

إذا أخذنا صناديق الثروة السيادية الخليجية كمثال، نجد أنّها تهدف في المقام الأول إلى أن يستفيد منها المواطنون؛ حيث يُظهر التحليل نتائج مثيرة للاهتمام في هذا الصدد، إذ تُقدّر قيمة الأصول التي يديرها جهاز أبو ظبي للاستثمار بـ 875 بليون دولار أميركي، أي ما يوازي 67,5% من إجمالي الناتج المحلي في الإمارات العربية المتحدة. كما تُشير التقديرات إلى أن صندوق الأجيال المستقبلية، الذي تُديره الهيئة العامة للاستثمار في الكويت، يُدير أصولاً تفوق قيمتها 170 بليون دولار، أي ضعف إجمالي الناتج المحلي. وتبلغ قيمة أصول جهاز قطر للاستثمار أكثر من 60 بليون دولار أميركي أي 141% من إجمالي الناتج المحلي القطري. وحدها المملكة العربية السعودية تحظى بأصول أكثر محدودية تُديرها مؤسسة النقد العربي السعودي؛ حيث تُدرّ بـ: 100% من إجمالي الناتج المحلي السعودي.

بناءً على هذه الأرقام، نستنتج أن صناديق الثروة السيادية على الرغم من حجمها، قد لا تكون هائلةً إذا ما تمّت مقارنتها بأصول الجهات الأخرى في الأسواق المالية العالمية، إلا أنّ الأرقام تُظهر أنّ هذه الصناديق بالغة الأهمية في إطار الاقتصادات الوطنية.

إذا تمكّن جهاز أبو ظبي للاستثمار من تحقيق عائدٍ بنسبة 8% وفق التوقعات المتفائلة؛ حيث بلغت قيمة العائد 44300 دولار أميركي لكل مواطن إماراتي (من دون الأجانب) أي 63% من نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي، وهي نسبة هامة جدًا. والأمر ينطبق كذلك على الكويت. وقد حققت الهيئة العامة للاستثمار في الكويت نسبة نموٍ بلغت 8%، أي 17160 دولار أميركي لكل مواطن كويتي، أي ما يُعادل 44% من نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي. وهذه ليست بالنسبة الزهيدة، بل تُظهر أهمية دور صناديق الثروة السيادية في المحافظة على ثروة دول الخليج المصدرة للنفط<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> سفين برنت، صناديق الثروة السيادية العربية: أي دور لأي اقتصاديات؟، مرجع سابق.

إذن، لا بدّ من التّساؤل عن قدرة صناديق الثروة السيادية على المحافظة على الثروة للأجيال المقبلة أو على الأقلّ تنميتها؛ حيث تهدف هذه الصّناديق إلى تمكين الحكومات من تنويع الاستثمارات خارج الاقتصادات الوطنيّة والبحث عن آفاق عائداً مثيرة للاهتمام في أماكن أخرى.

تشهد اقتصادات دول الخليج وتيرة نموّ مُتسارعةً تتخطّى إلى حدّ بعيدٍ نسب النمو في معظم اقتصادات العالم. لذلك من الصّعب أن تُحدّد هذه الصّناديق فرصاً للاستثمار في الخارج توازي فرص الاستثمار المتاحة وطنياً. فإذا ما تواصل نمو نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي في منطقة الخليج العربي بالتوتيرة نفسها، وإذا ما تم الافتراض أنّ الصّناديق تستثمر في الخارج أي في المناطق التي تشهد نمواً أبطأ، فلن تنجح في المحافظة على رفاهية مواطني دول الخليج. علاوةً على ذلك، لن تتمكّن من أداء مهمّتها بتأمين مستوى معيشي جيّد للأجيال المقبلة لما بعد الثروة النّفطيّة، إلّا في حال هدأت طفرة اقتصادات دول الخليج وبدأت وتيرة النمو في الاقتصادات الأخرى في العالم تتسارع.

### المطلب الثالث: الموقف الدولي من تحركات صناديق الثروة السيادية

سيتم التّطرق من خلال هذا المطلب إلى مُختلف ردود الأفعال والإجراءات التي اتّخذتها الدّول من تحركات صناديق الثروة السيادية.

#### أولاً: مبررات المخاوف الدوليّة من صناديق الثروة السيادية

بررت الدّول مخاوفها من صناديق الثروة السيادية بمجموعةٍ من العوامل أهمها<sup>1</sup>:

- الطّبيعة الاستراتيجية الكامنة في استثمارات هذه الصّناديق، والطّموحات الجيوسياسية لمالكها، والأخطار المحتملة على الأمن القومي، خاصةً وأن بعضاً من هذه الصّناديق مملوكٌ لدول ذات نُظمٍ سياسيّة من الصّعب مراقبتها<sup>2</sup>، وذات طموحاتٍ سياسيّة واسعة على المستوى العالمي والإقليمي كالصّين وروسيا؛ حيث تُعدّ الصّين دولةً صناعيّة لها ترسانةٌ عسكريّة هائلة، تتسابق مع الآخرين في تصنيع وتصدير الأسلحة، وهي قوّة نوويّة وعضوٌ دائم في مجلس الأمن، وتنطبق هذه المواصفات على روسيا أيضاً. وتبلغ الصّادرات السّلعية للصّين 969 مليار دولار أي 8% من الصّادرات العالميّة. وعليه، قد يؤدي هذا الوضع العسكري والسياسي والتّجاري إلى جعل روسيا والصّين في حالة تنافسٍ تجاريٍّ حادٍّ وأحياناً إلى صراعٍ سياسي مع البلدان الصناعيّة الغربيّة، وعلى هذا الأساس يُصبح من البديهي أن تُستخدّم صناديق الثروة السيادية لهاتين الدّولتين في تحقيق أهدافٍ سياسيّة؛

<sup>1</sup> عبد المجيد قدي، مرجع سابق، ص 4.

<sup>2</sup> سفين برينت، حيث يتكلم المال، صناديق الثروة السيادية العربية في خطاب العولة، مركز كارينغي للشرق الأوسط، بيروت، أكتوبر 2008، ص. 22.

- عدم تطابق إدارات هذه الصناديق مع مبادئ الحكم الرشيد والشفافية وتأثيرات ذلك على تطورات الأسواق والانكشاف التجاري للدول الصناعية الكبرى، ذلك أن هذه الصناديق تفتقر إلى الإطار القانوني بخلاف المستثمرين المؤسساتيين. وما زاد حدة التخوف هو فقدان الولايات المتحدة الأمريكية للهيمنة المالية؛ حيث أنّ الرسملة المتراكمة لأكثر من 500 مؤسسة عالمية في بداية 2002 توزعت على النحو التالي: 57% للولايات المتحدة الأمريكية، 29% لأوروبا، 3% للدول الناشئة، أما في 2008 فقد أصبحت النسب كالتالي: 38% للولايات المتحدة الأمريكية، 32% لأوروبا، 17% للدول الناشئة<sup>1</sup>. وجزء كبير من ملكية الدول الناشئة للأصول يتم عن طريق صناديق الثروة السيادية.

### ثانياً: المواقف الدولية من صناديق الثروة السيادية

سيتم فيما يلي عرض مواقف كل من سويسرا، فرنسا، إيطاليا، ألمانيا، أوروبا عامة، الولايات المتحدة الأمريكية، وموقف المنظمات الإقليمية والمالية الدولية من صناديق الثروة السيادية.

1. **الموقف السويسري:** اتخذ المجلس الفدرالي السويسري في 30 جانفي 2008 قراراً بالمراقبة الدقيقة لنمو صناديق الثروة السيادية، وقدر بأنه ليس من المستعجل وضع تدابير تشريعية خاصة بها، ونصح المصالح الفدرالية بالمساهمة في المناقشات الجارية على المستوى الدولي والمتعلقة بوضع معايير الشفافية والممارسات التجارية لهذه الصناديق<sup>2</sup>.

2. **الموقف الفرنسي:** قامت الجمعية الوطنية الفرنسية بدراسة واعية لصناديق الثروة السيادية وأصدرت بشأنها نصاً تم إقراره في 30 جويلية 2008 تضمن<sup>3</sup>:

- دعوة الدول الأعضاء في اللجنة الأوروبية إلى تقديم مساهماتٍ مشتركة في أعمال التفكير الجارية في إطار صندوق التقدير الدولي حول إعداد قواعد بالممارسات السلبية للصناديق؛

- يُعد من الإيجابي تخصيص الدول المالكة للصناديق جزءاً هاماً من عوائدها ومواردها للتنمية المحلية، مع ضرورة إبقاء هذه الاستثمارات مفتوحة على الشركاء الدوليين؛

- يُعتبر من الضروري، في ظل افتراض استثمار هذه الصناديق في دول الاتحاد الأوروبي، أن تتحمل دول الاتحاد مسؤولية تحديد وتعريف أساليب مواجهة الاستثمارات التي تمس المؤسسات أو القطاعات الاستراتيجية بهدف استكمال التشريعات الوطنية التي لا تتوافق مع القواعد الأوروبية للمنافسة.

3. **الموقف الإيطالي:** أعلن وزير الخارجية الإيطالي بعد عودته من رحلة إلى الإمارات العربية المتحدة، بأنه يُرحّب بمشاركة صناديق الثروة السيادية العربية والأجنبية بحصة لا تتجاوز 5% من رأسمال الشركات أو البنوك

<sup>1</sup> Nicolas Veron, Les Fonds Souverains Réhabilités par la Crise, La tribune, 7 Janvier, 2008, available in the website : [http://veron.typepad.com/main/files/Tribune\\_080107.pdf](http://veron.typepad.com/main/files/Tribune_080107.pdf) (25/04/2014).

<sup>2</sup> عبد المجيد قدي، مرجع سابق، ص: 8.

<sup>3</sup> المرجع السابق، ص: 9.

الإيطالية؛ بشرط ألا تكون تلك المؤسسات مُدرجةً ضمن لائحة المؤسسات الاستراتيجية للدولة. وفي سياق ذلك، شكّلت إيطاليا لجنةً مكوّنة من وزارة الاقتصاد والمالية ووزارة الخارجية والهيئات الأخرى المهتمة بالاستثمار والسوق المالية، لدراسة الطلبات المتعلقة باستثمارات الصناديق والحرص على شفافيّتها.

**4. الموقف الأوروبي:** قامت هيئات الاتحاد الأوروبي ببلورة موقفٍ مشتركٍ من صناديق الثروة السيادية، يقوم على<sup>1</sup>:

- السعي المشترك لتحديد القطاعات الحساسة والاستراتيجية الحميمة واعتماد مفهومٍ موحدٍ للأمن الاقتصادي؛
- دعم دور الصناديق في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الاستراتيجية، وتوفير الظروف الملائمة لتعبئة متزايدة للادّخار الوطني لتمويل المؤسسات؛
- اعتماد مبدأ المعاملة بالمثل؛ من خلال الضّغط على الدّول المالكة لصناديق الثروة السيادية للانفتاح أكثر أمام استثمارات الدّول الأخرى؛
- إجبار صناديق الثروة السيادية على الالتزام بمجموعةٍ من قواعد السلوك.

**5. موقف الولايات المتحدة الأمريكية:** تتطلب مساهمات صناديق الثروة السيادية موافقة لجنة الاستثمارات الخارجية، وقد عملت الولايات المتحدة الأمريكية على الاجتماع بممثلي صناديق الثروة السيادية لسنغافورة وأبو ظي بهدف إقرار إعلان مبادئٍ مشتركة؛ حيث تضمّن الاجتماع<sup>2</sup>:

- الالتزام بالتصريح بأن المحرك لاستثمارات الصناديق هو الدوافع التجارية فقط؛
- التّشر السنوي لوضعية الاستثمارات وتخصيص الأصول؛
- نشر تشريعات البلدان المنشئة للصناديق وتلك المتعلقة بمراقبتها؛
- اعتماد ونشر سياسة تسيير المخاطر؛
- الالتزام بالمنافسة العادلة مع القطاع الخاص؛
- احترام معايير بلد الاستقبال.

**6. الموقف الألماني:** تُعد ألمانيا أوّل دولة كان لها رد فعل ضدّ هذه الصناديق، خاصةً عند محاولة تملك صندوق الثروة السيادية الصّيني "CIC" دوتش بنك تيليكوم، فقد أعلنت الحكومة عن قانون مراقبة الاستثمار الأجنبي لصناديق الثروة السيادية، والذي يمنع الأجانب من تملك الشركات المحليّة إذا كانت الصّفقة تُمثّل خطرًا على مصلحة الدّولة أو بهدف حمايتها، وتجاوزت 25% من أسهم الشركة.

وحسب تقرير صندوق النقد العربي الصّادر في مارس 2008، شهدت مصارف غربيّة كبيرة خسائر هائلة تُقدّر بمئات المليارات من الدّولارات جرّاء أزمة الرّهن العقاري، منها مجموعة سيتي بنك وميريل لينش وكريدي سويس، وقد

<sup>1</sup> عبد المجيد قدي، مرجع سابق، ص: 9.

<sup>2</sup> Alain Demarolle, Rapport sur Les Fonds Souverains, Ministère de l'Economie, de l'Industrie et de l'Emploi, Paris 2008, p: 18.

تحركت صناديق الثروة السيادية لإنقاذ هذه البنوك الغربية بشكلٍ أكثر سرعة حتى من تحرك صندوق النقد الدولي، لذا ترى الدول الغربية أن تحرك هذه الصناديق كان يهدف إلى تحقيق عوائد كبيرة نتيجةً لتدهور أسهمها، لكن ما حصل في الواقع هو أن صناديق الثروة السيادية قد تكبدت خسائر من وراء إنقاذ هذه البنوك، ومنه يبدو أن مخاوف الدول الغربية من صناديق الثروة السيادية لا تستند إلى مبررات عقلانية، بل في أغلب الأحيان تبدو متأثرةً بنزعاتٍ سياسيةٍ حمائيةٍ تعمل بشكلٍ قد يكون غير مقصود من قبل مصالح هذه الدول نفسها، خاصةً أن هذه الصناديق تُسير مجتمعةً حسب إحصاءات سنة 2007 حوالي 4% من مجموع الأصول الموجودة في العالم، ومثلت 6,1% من مجموع عمليات الاندماج والتملك خلال نفس السنة، أي أنه حتى وإن تمّ الافتراض بأن هذه الصناديق أرادت أن تحرك استثماراتها بشكلٍ مفاجئ فإن ذلك لن يكون له تأثيرٌ يذكر، ومن ثمّ فإن المخاوف من مثل هذا التحرك مبالغٌ فيها إلى حدٍ كبير، خاصةً عندما تتعرف على المزايا المتعددة المرتبطة باستثمارات صناديق الثروة السيادية، كتحقيق التوازن المالي بين دول الفائض ودول العجز، بالإضافة إلى أنها تُمثل مستثمرًا طويل الأجل مستعدًا لتحمل تقلبات السوق قصيرة الأجل؛ الأمر الذي يمثل عامل استقرارٍ للأسواق المالية<sup>1</sup>.

**7. موقف المنظمات الإقليمية والدولية:** تدعم الهيئات والمنظمات الدولية على غرار صندوق النقد الدولي والبنك الدولي كل سياسةٍ أو آليةٍ تؤدي إلى زيادة حجم التدفقات العالمية لرؤوس الأموال، وفقًا لقواعد معينة يتعين على جميع الأطراف احترامها سواء كانت بنوك، صناديق تأمين، صناديق معاشات، صناديق مضاربة وحتى صناديق الثروة السيادية، إلا أنّ أبرز انشغالٍ تُبديه هذه المنظمات تجاه صناديق الثروة السيادية يتمثل في عدم التزامها بقواعد المساءلة والإفصاح والتخوف من استغلال هذه الصناديق لأغراضٍ سياسيةٍ، لذلك حاولت هذه المنظمات بالإضافة إلى منظماتٍ أخرى على غرار منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية وبالتنسيق مع الدول المالكة للصناديق وضع قواعد وتنظيمات متفق عليها لتحسين حوكمة هذه الصناديق؛ ومن ثمّ التقليل من مخاوف وشكوك البلدان المستقبلية لاستثمارات الصناديق والمنظمات الإقليمية والدولية.

**8. موقف المؤسسات المالية الأخرى:** تعتبر المؤسسات المالية المنافسة على غرار صناديق المضاربة، والتقاعد، والبنوك، ومؤسسات التأمين صناديق الثروة السيادية شريكًا استثماري وزبونًا في نفس الوقت؛ حيث يسمح العمل المشترك مع الصناديق بالحصول على فرص استثمارية جديدة سواء في البلدان المالكة أو المستقبلية لاستثمارات الصناديق، ورغم ذلك هناك انشغالاتٌ تُبديها هذه المؤسسات تتمثل أساسًا في التخوف من الحصول على امتيازاتٍ استثنائيةٍ في البلدان أو الأسواق المستقبلية لاستثماراتها تؤدي إلى الإخلال بقواعد المنافسة، بالإضافة إلى إمكانية تأثير الصناديق على حيوية ونشاط الأسواق المالية من خلال الاحتكار والتحكم في تسعير الأصول المالية. ويمكن تلخيص مواقف مختلف الجهات المكونة للنظام المالي العالمي عمومًا تجاه صناديق الثروة السيادية في الشكل التالي:

<sup>1</sup> عبد الله بلوناس، حاج موسى نسيم، واقع صناديق الثروة السيادية العربية في ظل أزمة الرهن العقاري، المؤتمر العلمي السادس 14/13 ماي 2009 (التحديات التي تواجه منظمات الأعمال المعاصرة الأزمة المالية العالمية والآفاق المستقبلية)، جامعة فيلادلفيا، الأردن، ص 19.

شكل رقم (10-1): مواقف مؤسسات النظام المالي العالمي تجاه صناديق الثروة السيادية



Source: William Miracky, Davis Dyer, Assessing the Risks, the Behaviors of Sovereign Wealth Funds in the Global Economy, Rapport of Monitor Company Group, 2008, P:23.

إنّ ما أقرته المواقف والنصوص والإعلانات المختلفة، من قبل الدول الغربية؛ جاء اجتماع مجموعة العمل الدولية ليؤكد عليه في اجتماعه بتشيلي "سنتياغو"، أين عُقدت الدورة الثالثة بمشاركة مجموعة من صناديق الثروة السيادية والمؤسسات المالية الدولية، بما فيها صندوق النقد الدولي، لوضع مجموعة من المبادئ تهدف لزيادة الشفافية والإفصاح والمساءلة بشأن صناديق الثروة السيادية، والتي تمّ الإشارة إلى الجدل القائم بشأن الاتهامات التي وُجّهت إليها، بأنّ لها أهدافاً سياسية خفية، والتخوف الكبير من هذا الجانب من قبل الدول المملّكية لاستثماراتها. وقد تمّ وضع 24 مبدأً عُرفت بـ "مبادئ سنتياغو" "المبادئ والممارسات المتعارف عليها"، وسيتمّ التطرّق إلى ما جاء في هذه المبادئ والهدف منها في المبحث الموالي.

## المبحث الثالث: مبادئ سنتياغو (المبادئ والممارسات المتعارف عليها)

أصبح من المعترف به مؤخرًا أن صناديق الثروة السيادية هي مؤسسات استثمارية على قدر كبير من الأهمية، وأطراف مشاركة في النظام التقدي والمالي الدولي. وأبرزت هذا الواقع اللجنة الدولية للشؤون النقدية والمالية في أكتوبر 2007، حين أعربت عن الحاجة إلى مزيد من التحليل لأهم القضايا المتعلقة بمستثمري تدفقات صناديق الثروة السيادية ومتلقيها، بما في ذلك إقامة حوارٍ يُعنى بتحديد أفضل الممارسات. وسيتم في هذا المبحث التطرق إلى الأهداف التي وُضعت من أجلها مبادئ سنتياغو، وهيكل هذه المبادئ، ومؤشرات قياس مدى الالتزام بها ومدى تطبيقها، من خلال المطالب التالية:

- المطلب الأول: أهداف مبادئ سنتياغو؛
- المطلب الثاني: أطر مبادئ سنتياغو؛
- المطلب الثالث: مدى تطبيق مبادئ سنتياغو.

## المطلب الأول: أهداف مبادئ سنتياغو

سيتم التعريف في هذا المطلب بمجموعة العمل الدولية، التعريف بمبادئ سنتياغو والأهداف التي وُضعت من أجلها.

## أولاً: مجموعة العمل الدولية

تأسست مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية في اجتماع عُقد في العاصمة واشنطن يومي 30 أبريل والأول من ماي 2008، بعضوية ممثلي البلدان التي تُدير صناديق الثروة السيادية. وتم الاتفاق في الاجتماع على أن تبدأ المجموعة عملها بمساهمة من صندوق الثروة السيادية في دور المسير والميسق، واختير للتشارك في رئاستها السيد "حمد السويدي" وكيل وزارة المالية في إمارة أبوظبي، والسيد "هايم كاروانا" مدير إدارة الأسواق النقدية والرأسمالية بصندوق النقد الدولي.

وتألف مجموعة العمل الدولية من 26 بلدًا عضوًا في صندوق النقد الدولي لديه صناديق للثروة السيادية. وقد عقدت المجموعة ثلاثة اجتماعاتٍ "في العاصمة واشنطن وفي سنغافورة وفي سنتياغو (شيلي)؛ لتحديد مجموعة من المبادئ والممارسات المتعارف عليها "GAPP"، وصياغتها على نحو يعكس صورة صادقة لممارساتها وأهدافها الاستثمارية، واتفق أعضاؤها على "مبادئ سنتياغو" في الاجتماع الثالث. وتم أيضًا تشكيل مجموعة فرعية منبثقة عن مجموعة العمل الدولية برئاسة السيد "ديفيد موراي"، رئيس مجلس أوصياء صندوق المستقبل لتتولى أعمال الصياغة

الفنية<sup>1</sup>. وقد اجتمعت مجموعة الصياغة ثلاث مرّات (في أوسلو وسنغافورة وسنتياغو)، لصياغة المبادئ والممارسات المتعارف عليها. واستعانت مجموعة العمل الدولية في أداء مهمتها بالنتائج التي خلّص إليها المسح الطوعي المعني بصناديق الثروة السيادية والذي أصدر صندوق النقد الدولي تكليفاً بإجرائه لاستطلاع الهياكل والممارسات الحالية، كما أفادت من المبادئ والممارسات الدولية التي تلقى قبولاً واسع النطاق بالفعل في المجالات ذات الصلة.

واستقت مجموعة العمل الدولية كذلك معلوماتٍ من مساهمات عدد من البلدان المتلقية لتدققاتها الاستثمارية (أستراليا والبرازيل وفرنسا وألمانيا والهند وإيطاليا واليابان وجنوب إفريقيا والمملكة المتحدة والولايات المتحدة)، إضافةً إلى المفوضية الأوروبية، ومنظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي والبنك الدولي. واضطلع صندوق النقد الدولي بدور المسير والمنسق لعمل المجموعة، كما تولّى مهام الأمانة اللازمة لها.

وتُدرّك مجموعة العمل الدولية أن صناديق الثروة السيادية مفيدةٌ وبالغة الأهمية في نفس الوقت بالنسبة للأسواق الدولية، ولهذا الغرض سوف يكون من المهم البرهنة للدول المالكة والدول المتلقية، وللأسواق المالية الدولية على أنّ ترتيبات صناديق الثروة السيادية مُقامة على أسس سليمة وأن استثماراتها تتركز على أساس اقتصادي ومالي<sup>2</sup>.

### ثانياً: أهداف مبادئ سنتياغو

إنّ الغرض من وضع المبادئ والممارسات المتعارف عليها "مبادئ سنتياغو"، هو تحديد إطارٍ يُعبّر تعبيراً دقيقاً عن ترتيبات الحوكمة والمساءلة، وكذلك إدارة ممارسة الاستثمار في صناديق الثروة السيادية على أساسٍ حكيمٍ وسليمٍ؛ ومن ثمّ تم استقاء عناصر المبادئ والممارسات المتعارف عليها من استعراض ممارسات الصناديق القائمة في عددٍ من البلدان، وخلاصة المبادئ والممارسات المعمول بها في المحافل الدولية الأخرى ويمكن تطبيقها على أنشطة صناديق الثروة السيادية. وسوف يساعد التعريف بالمبادئ والممارسات المتعارف عليها في تعميق فهم الدول المالكة والدول المتلقية والأسواق المالية الدولية لطبيعة صناديق الثروة السيادية.

وتسعى المبادئ والممارسات المتعارف عليها إلى ضمان استمرار المنافع الاقتصادية والمالية التي تُحقّقها الصناديق لهذه البلدان والمؤسسات عن طريق اتباعها. كما تهدف إلى دعم الإطار المؤسسي ونظام الحوكمة والعمليات الاستثمارية التي تقوم عليها صناديق الثروة السيادية، والتي تسترشد بالغرض الخاص وراء سياساتها وأهدافها المقررة، وتتوافق مع إقامة إطارٍ اقتصاديٍ كليّ سليم. ومن المتوقع أن يُساهم نشر هذه المبادئ والممارسات في تحسين الفهم السائد لصناديق الثروة السيادية باعتبارها كيانات لها توجه اقتصادي ومالي في كل

<sup>1</sup> حمد السويدي، هاجما كاروان، المبادئ والممارسات المتعارف عليها، الهدف والغرض الخاص، مرجع سابق، ص 1.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص: 2.

من الدول المالكة والدول المتلقية. ويُتوخى من هذا الفهم أن يُساهم في استقرار النظام المالي العالمي، ويحدّ من الضغوط الحمائية، ويساعد في الحفاظ على مناخ استثماري منفتح ومستقر. من شأن المبادئ والممارسات المتعارف عليها أيضًا أن تُتيح لصناديق الثروة السيادية، لاسيما المنشأة حديثًا منها، تطوير هيكلها التنظيمي وسياساتها المعتمدة وممارساتها الاستثمارية، أو مراجعتها وتقويتها<sup>1</sup>.

ولضمان نجاح المبادئ والممارسات المتعارف عليها، سوف يكون من الضروري الحصول على استجابة بناءة وتعاونية من البلدان المتلقية.

وترى مجموعة العمل الدولية أن هذه المبادئ والممارسات، إلى جانب المدونة الإرشادية لـ "منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي" لصالح البلدان المتلقية للاستثمار، سوف تساعد على تحقيق هدفها المشترك المتمثل في بيئة استثمارية مفتوحة ودرجة أكبر من الشفافية. وتمثل زيادة الشفافية أحد العناصر الأساسية في تحقيق هذا الهدف المشترك؛ سواء في ذلك الشفافية من جانب صناديق الثروة السيادية بشأن هيكلها وعملياتها أو من جانب البلدان المتلقية للاستثمار بشأن إجراءاتها المتبعة لغربلة الاستثمارات والمساواة في معاملة المستثمرين<sup>2</sup>.

ولذلك فإن المبادئ والممارسات المتعارف عليها تقوم على الأهداف الإرشادية التالية لصناديق الثروة السيادية<sup>3</sup>:

- المساعدة على الاحتفاظ بنظام مالي عالمي مستقر وبحرية تدفق رؤوس الأموال والاستثمارات؛
- الالتزام بكافة متطلبات التنظيم والإفصاح المرعية في البلدان التي تستثمر فيها؛
- الاستثمار في ضوء المخاطر الاقتصادية والمالية واعتبارات العائد؛
- إرساء هيكلٍ شفاف وسليم للحكومة يكفل الضوابط التشغيلية الملائمة وسلامة إدارة المخاطر والمساءلة.

<sup>1</sup> IWG, Sovereign Wealth Funds Generally Accepted Principles and Practices "Santiago Principles", October 2008, p: 4.

<sup>2</sup> أوداير داس، عدنان مزارعي، هان فان درهون: اقتصاديات صناديق الثروة السيادية "قضايا لصناع السياسات"، الطبعة العربية، صندوق النقد الدولي، 2010، ص: 43.

<sup>3</sup> حمد السويدي، هايما كاروان، مرجع سابق، ص: 2.

## المطلب الثاني: أطر مبادئ سنتياغو

تُغطّي مبادئ سنتياغو ثلاثة مجالاتٍ رئيسية:

- الإطار القانوني والأهداف والتنسيق مع السياسات الاقتصادية الكلية؛

- الإطار المؤسسي وهيكل الحوكمة؛

- إطار الاستثمار وإدارة المخاطر.

وبطبيعة الحال، فإن هذه المبادئ تخضع لقوانين بلد الموطن ولوائحه واشتراطاته، كما تمّ إدماج عناصر الشفافية والإفصاح في جميع أجزاء مبادئ سنتياغو لضمان المساءلة. وهذا الهيكل يُشبه بوجه عام هيكل عددٍ من المبادئ التوجيهية والمدونات والمعايير ذات الصلة (مثل منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي 2005). وأدجت الإشارات الواردة في مبادئ سنتياغو إلى الشفافية والإفصاح في الأجزاء الثلاثة لهذه المبادئ، بدلاً من أن تُشكّل جزءاً منفصلاً\*.

## أولاً: الإطار القانوني والأهداف والتنسيق مع السياسات الاقتصادية الكلية

اعترفت مجموعة العمل الدولية بأن وجود أطرٍ قانونية واضحة وسليمة مسألة مهمة؛ نظراً لأنها تُشكّل أساساً تستند إليه هيكل الحوكمة، وتوفّر كياناً لخطوط واضحة للمسؤولية، كما أنّها تساعد صندوق الثروة السيادية على العمل بطريقة فعّالة. ومن الأهمية بمكان أيضاً التنسيق مع السياسة الاقتصادية الكلية المحلية، لأنّ حجم أصول صندوق الثروة السيادية وعائداته وعملياته يُمكن أن يؤثر إلى حدّ كبير على المالية العامة والأحوال النقدية وميزان المدفوعات. وتُغطي المبادئ عددًا من العناصر المهمة في هذا المجال، تُبينها فيما يلي<sup>1</sup>:

- ورد في المبدأ (1) "يكون الإطار القانوني الذي يستند إليه صندوق الثروة السيادية سليماً وداعماً لفعالية

تشغيله وتحقيق أهدافه المُعلنة" الحاجة إلى وجود أطرٍ قانونية سليمة وواضحة، يتمّ الإفصاح عنها علناً، وتوضّح أبعاد العلاقة بين صناديق الثروة السيادية وغيرها من كيانات الدولة.

- ونصّ المبدأ (2) "يتحدّد بوضوح غرض السياسة من إنشاء صندوق الثروة السيادية ويتم الإفصاح عنه

علناً" على وجوب توضيح الغرض من إنشاء صندوق الثروة السيادية من منظور السياسات، والإفصاح عن

\* يُمكن الاطلاع على نصوص مبادئ سنتياغو الأربعة والعشرين في الملحق رقم (1)، ص: 266.

<sup>1</sup> IWG, op cit, p 4.

هذا الغرض علناً. وهذه العناصر جميعاً تُساهم في الحوكمة الرشيدة والشفافية، كما يتّضح في عددٍ من معايير صندوق النقد الدولي ومبادئه التوجيهية. إنّ وضوح الغرض من إنشاء الصندوق من منظور السياسات، ولاسيما الإفصاح عن هذا الغرض علناً، كفيلٌ بالحماية من التّدخل السياسي في قرارات الاستثمار، وتعزيز الفهم العام لأهداف صندوق الثروة السيادية وأدائه.

- نصّ المبدأ (3) "حيثما يكون لأنشطة صندوق الثروة السيادية انعكاساتٌ اقتصادية كُلية ومحلية مباشرة كبيرة، يتم تنسيق هذه الأنشطة تنسيقاً كاملاً مع سلطات المالية العامة والسلطات النقدية المحلية، بُغية ضمان الاتساق مع السياسات الاقتصادية الكلية الشاملة" على ضرورة التنسيق الوثيق بين أنشطة صناديق الثروة السيادية وصوغ السياسة الاقتصادية الكلية. ويُبرز هذا المبدأ أنه ينبغي ضمان التنسيق الوثيق بين أنشطة صناديق الثروة السيادية ذات الانعكاسات الاقتصادية الكلية المباشرة المهمة، وسلطات المالية العامة والسلطات النقدية المحلية. وهذا يساعد على ضمان دعم صندوق الثروة السيادية لإطار السياسة الاقتصادية الكلية، وألا يكون مُناهضاً له.

- تضمّن المبدأ (4) قواعد واضحة بشأن المنهج العام لصندوق الثروة السيادية إزاء التمويل، وقواعد السحب والإنفاق، والإفصاح عنها علناً. ويُساعد هذا المبدأ على ضمان الاتساق بين أنشطة الصندوق وعمليات الميزانية وأهدافها. ومن شأن وضع إطارٍ يمكن التنبؤ به أن يساعد القائمين على إدارة الاستثمار، إذ يسمح لهم بالتفكير بعيد المدى والاستثمار واسع الأفق، كما أن نشر هذه القواعد يدعم المساءلة.

- نصّت المبادئ على أن صناديق الثروة السيادية تُفصح علناً عن السياسات أو القواعد المتعلقة بنهجها العام إزاء عمليات التمويل والسحب والإنفاق. ولما لذلك من فائدة على أغراض الشفافية الكلية للمالية العامة في البلد، على النحو المبين في مدونة صندوق النقد الدولي بشأن شفافية المالية العامة، ينبغي أيضاً على الملاك الحكوميين لصناديق الثروة السيادية إضفاء الوضوح على الروابط بين صناديق الثروة السيادية وإطار الميزانية متوسط الأجل، ونشر البيانات المتعلقة بتعاملات صناديق الثروة السيادية مع الحكومة<sup>1</sup>.

- إن توفير البيانات لوكالات الإحصاء الوطنية لإدراجها في مجموعات البيانات الاقتصادية الكلية، مسألة مهمة لكي يتمكن صناع السياسات والمستعملون الآخرون من الحصول على بياناتٍ كاملة، تشمل عمليات صندوق الثروة السيادية (المبدأ 5). وسيكفل ذلك دقة المعلومات المتاحة عن الأداء الاقتصادي لبلدٍ ما. ولا يتّضح دائماً حتى الآن، ما إذا كانت المعلومات المتاحة عن صناديق الثروة السيادية قد أُدرجت على نحوٍ دقيق في مجموعات البيانات الاقتصادية الكلية. وتنصّ مبادئ سنتياغو صراحةً على ضرورة تزويد وكالات

<sup>1</sup> IWG, op cit, p 5.

الإحصاء بالبيانات ذات الصلة. ويعتزم صندوق النقد الدولي تشجيع وكالات الإحصاءات على إدراج هذه البيانات في مجموعات البيانات الاقتصادية الكلية، وستعاون معها تحقيقاً لهذا الغرض.

### ثانياً: الأطر المؤسسية وهياكل الحوكمة الخاصة بصناديق الثروة السيادية

تُساعد هياكل الحوكمة الواضحة والسليمة، وتقسيم الأدوار والمسؤوليات، ومعايير المحاسبة والمراجعة رفيعة المستوى، على دعم الحوكمة السديدة للشركات من خلال توفير الضوابط والموازنات التي تدعم وتُعزّز الاستقلالية التشغيلية في إدارة عمليات صندوق الثروة السيادية.

إنّ توفير معلومات مالية منتظمة يُقدّم صورةً موثوقة عن أداء صندوق الثروة السيادية ويُقوّي المساءلة، ويُعزّز الثقة في الدول المتلقية للاستثمارات. وتشمل المبادئ في هذا المجال عناصر رئيسة تنطوي على قيمة أساسية للحوكمة الرشيدة للشركات؛ وتُحدّد الإطار لتقديم المعلومات إلى مالكي صناديق الثروة السيادية والقائمين على تنظيمها، ولكنها تنصّ أيضاً على الإفصاح علناً عن مجموعةٍ محدودةٍ فقط من المعلومات المالية<sup>1</sup>:

- تناولت المبادئ 6-9 و16، توزيع السلطات والفصل بينها، وبعض هذه المبادئ مُستمدّة من المبادئ التوجيهية لمنظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي بشأن حوكمة المنشآت المملوكة للدولة، والتي تُعزّز الاستقلالية التشغيلية. وتضع هذه المبادئ حدوداً فارقة للمسؤوليات وتُقسّمها بين مالك صندوق الثروة السيادية، وهيئاته الحاكمة، وإدارته.

وهذه المبادئ من المرونة بحيث يُمكنها مراعاة الهياكل المؤسسية المختلفة لصناديق الثروة السيادية؛ ومثال ذلك أن بعض هذه الصناديق قد أنشئ في شكل كيانات قانونية منفصلة، بينما أنشئ البعض الآخر في شكل مجموعات للأصول دون شخصية قانونية (اعتبارية) منفصلة، وترد هذه الاختلافات في التعليقات المصاحبة لهذه المبادئ.

- تُغطّي المبادئ عمليات المحاسبة والمراجعة طبقاً للمعايير المحاسبية العالمية أو الوطنية المعترف بها، وتنصّ على إعداد تقرير سنوي ولكنها لا تشترط نشره. وتُسلّم المبادئ بضرورة وجود معايير وإجراءات للمراجعة الدقيقة الداخلية، ووجود مراجع خارجي مستقلّ للحسابات (المبدأ 12)، وإعداد تقرير سنوي وما يُصاحبه من كشوفٍ مالية (المبدأ 11).

<sup>1</sup> Adnan Mazarei, Han Van Der Hoorn, *Economics of Sovereign Wealth Funds: Issues for Policymakers*, Udaibir S.DAS, International Monetary Fund, Washington, 2010; p: 44.

ومع ذلك، لا تُشجع المبادئ نشر تقرير سنوي، على الرغم من أن النشر يحظى باعترافٍ عام؛ باعتباره أداةً مهمّة من أدوات الشفافية والمساءلة.

- تنصّ المبادئ على إبلاغ المعلومات الماليّة الخاصة بصندوق الثروة السياديّة إلى مُلاكه (المبدأ 23) وإلى هيئات التنظيم في الدّول المتلقية للاستثمارات (المبدأ 15)، ولكن من المستحسن أيضًا الإفصاح علنًا عن هذه المعلومات على نطاقٍ أوسع.

وطبقًا لهذه المبادئ، ينبغي لصندوق الثروة السياديّة الإفصاح علنًا عن المعلومات الماليّة ذات الصّلة، بما في ذلك تخصيص الأصول، والقواعد القياسيّة، وكذلك معدلات العائد في فتراتٍ تاريخية ملائمة عند الاقتضاء (المبدأ 17). ولكن المبادئ لا تُغطّي مجالاتٍ أخرى من المعلومات الماليّة عن صندوق الثروة السياديّة، مثل الكشف الماليّة المراجعة، والمعلومات عن حجم الأصول الخاضعة للإدارة، واستخدام المشتقات الماليّة، والرّفيع المالي. وتُقدّم هذه المعلومات علانيةً، بناءً على ما يراه صندوق الثروة السياديّة، أو تُقدّم سرًا إلى هيئات التنظيم بناءً على طلبها. ومن المسلمّ به أيضًا أنّ بعض صناديق الثروة السياديّة حديثة النشأة، قد تحتاج إلى مزيدٍ من الوقت لكي تتمكن من الإفصاح عن المعلومات ذات الصّلة المذكورة في المبدأ 17. وقد ناقشت مجموعة العمل الدوليّة ما ينبغي للمبادئ أن تطلبه من معلوماتٍ ماليّة يتعيّن الإفصاح عنها علنًا.

وعلى الرغم من التّباين الواضح في وُجّهات النّظر في إطار مجموعة العمل الدوليّة، إلا أنّها قرّرت في نهاية المطاف أنّ الإفصاح العلني ينبغي ألا يتجاوز تقديم معلوماتٍ ماليّة ملائمة، تكفي لإيضاح التّوجه الاقتصادي والمالي لصندوق الثروة السياديّة<sup>1</sup>.

### ثالثًا: أُطر الاستثمار وإدارة المخاطر

إنّه من الضّروري وضع سياساتٍ استثماريّة سليمة ومُحدّدة المعالم، وبناءً أُطرٍ لإدارة المخاطر من أجل ضمان اتّساق قرارات صندوق الثروة السياديّة مع أغراضه ومع أهدافه الاستثماريّة، ولكي تتسوّى إدارة المخاطر بكفاءةٍ وفعالية. وإنّ من شأن الشفافية على وجه الخصوص، أن تُطمئن الأطراف الأخرى، بما فيها الدّول المتلقية لاستثمارات صندوق الثروة السياديّة، بأن أعمال الصّندوق تتسق مع أهدافه المعلّنة.

ترمي المبادئ في هذا المجال إلى تحقيق مزيدٍ من الوضوح بشأن السياسات الاستثماريّة لهذه الصّناديق وأُطرها لإدارة المخاطر، وكذلك سياساتها بشأن ممارسة حقوق الملكية. وتنصّ المبادئ على وجود سياسةٍ استثماريّة سليمة،

<sup>1</sup> Adnan Mazarei, Han Van Der Hoorn, op cit, p: 45.

ونشر توصيفٍ لهذه السياسة (المبدأ 18). وينصّ هذا المبدأ أيضًا على أن السياسة الاستثمارية لصندوق الثروة السيادية ينبغي أن تتسم بالوضوح والاتساق مع أهدافه المحددة، والمخاطر التي يتعرّض لها ودرجة تحمّله لها؛ حسبما حدّتها الجهة المالكة أو الهيئة أو الهيئات الحاكمة للصندوق، وأن تتركز على مبادئ سليمة لإدارة المحفظة. وأنّ صندوق الثروة السيادية إذ يُحدّد سياسته الاستثمارية، فإنه يلتزم بالمساءلة عن خطة استثمارية ملائمة ومنضبطة. وينبغي أن يسترشد صندوق الثروة السيادية بسياسته الاستثمارية في التقنين لمدى انكشافه للمخاطر المادية وإمكانية استخدامه للرفع المالي.

- ينصّ المبدأ 19 على أنّه ينبغي لصناديق الثروة السيادية أن تعمل استنادًا إلى أُسسٍ اقتصادية ومالية. وينبغي أن تهدف القرارات الاستثمارية لصندوق الثروة السيادية إلى تعظيم العائد المالي المعدّل حسب المخاطر؛ بما يتوافق مع سياسته الاستثمارية. ويرمي هذا الالتزام الرئيس إلى تهدئة الخواطر في الدول المتلقية للاستثمارات.
- تتناول المبادئ أيضًا القضية الحاسمة التي تتعلّق بالإفصاح علنًا عن سياسات التصويت في صندوق الثروة السيادية. وتدعو المبادئ صناديق الثروة السيادية إلى الإفصاح علنًا، ومقدمًا، عن مناهجها إزاء التصويت، بما في ذلك العوامل الرئيسة التي تسترشد بها في ممارسة حقوق الملكية، ولكن ينبغي أن يُترك أيّ إفصاح لاحقٍ عن نسق التصويت الفعلي لتقدير صندوق الثروة السيادية. وعلى الرّغم من أن الإفصاح عن سجلّات التصويت، يُمكن أن يساعد على التّحقق ممّا إذا كان النسق التصويتي لصندوق الثروة السيادية يتماشى مع التّوايا المعلّنة، فقد رأى عددٌ من أعضاء مجموعة العمل الدولية أن الالتزام بالإفصاح علنًا عن سجلّات التصويت يتجاوز ما هو مطلوبٌ، حسب فهمهم لكياناتٍ مؤسّسية استثمارية أخرى (مثل صناديق التحوّط وصناديق الأسهم الخاصة). ومع ذلك اتّفق أعضاء مجموعة العمل الدولية على أن الإفصاح عن سياسات التصويت ينبغي أن يتّسم بدرجةٍ كافية من الشّفافيّة، لكي يُوضّح أن السياسات تستند إلى معايير اقتصادية ومالية<sup>1</sup>.
- لا بدّ لصناديق الثروة السيادية أن تُراجع ترتيباتها الحاليّة، وأن تُقيّم تطبيق المبادئ على نحوٍ منتظم (المبدأ 24). وتشمل الخيارات المتاحة لهذه المراجعة التّقييم الدّاتي، والتّحقّق بواسطة طرفٍ ثالث. وإنّه من الصّوري متابعة العمل بشأن هذه القضية.

<sup>1</sup> IWG, op cit, p 6.

## المطلب الثالث: مدى تطبيق مبادئ سنتياغو

تُدرك مجموعة العمل الدولية الطبيعة المتغيرة التي تتسم بها تدفقات رؤوس الأموال الدولية، كما تُدرك أن بعض صناديق الثروة السيادية لا تزال بصدد إنشاء عملياتها. وقد تظهر أشكال جديدة أخرى من ترتيبات الاستثمار السيادية. ولذلك قد تُواجه صناديق الثروة السيادية تحديات كبيرة عند تطبيق المبادئ والممارسات المتعارف عليها (كالمبدأ 17 و 22 على سبيل المثال)، وخاصةً إذا كانت حديثة الإنشاء، وقد يتطلب تطبيقها فترة انتقالية مناسبة.

وعلى سبيل المثال، يُقرّ المبدأ 17 بأن بعض صناديق الثروة السيادية الجديدة قد يحتاج وقتًا حتى يُحقّق التخصيص المرغوب للأصول طويلة الأجل، وما يتّصل به من معايير للأداء وحتى يتسنى له الإفصاح عن المعلومات المعنية التي يُشير إليها المبدأ. وبالتسبب لهذه الصناديق، هناك أطرٌ زمنية مختلفة يمكن فيها استكمال المتطلبات اللازمة في ظل الأهداف والاستراتيجيات والآفاق الزمنية للاستثمار، التي تنطوي عليها استراتيجية تخصيص الأصول الاستراتيجية المعنية. أما الصناديق الأخرى التي ربما تكون ملتزمة بالفعل بممارسات مستقرة، فمن الممكن أن تنظر في تطبيق المبادئ والممارسات المتعارف عليها باعتبارها معيارًا للحد الأدنى. غير أن هذه المبادئ والممارسات تأتي في صيغة فضفاضة بما يُتيح تطبيقها في السياقات المؤسسية والدستورية والقانونية القائمة في مختلف البلدان<sup>1</sup>.

وتُقر مجموعة العمل الدولية أيضًا بإمكانية تحسين عدّة جوانب في المبادئ المذكورة بمزيدٍ من الدراسة والجهد، مثل الجوانب المتعلقة بتقديم معلوماتٍ شاملة وموثوقة عن أنشطة صندوق الثروة السيادية في الماضي والحاضر والمستقبل، والمخاطر المحتملة على عملياته الاستثمارية وميزانياته العمومية. وبالمثل، قد يتعيّن إعادة النظر في هذه المبادئ مع تغيير الانعكاسات التي تُحدثها استثمارات صناديق الثروة السيادية على الاستقرار الاقتصادي الكلي والمالي مع تطور الممارسات التي تُعتمدها.

ولعل من المرغوب أيضًا مواصلة التنسيق والتشاور على المستوى الدولي فيما يتّصل بالقضايا ذات الاهتمام المشترك لصناديق الثروة السيادية. ولتيسير التّوصل إلى هذه النتيجة، تتّجه النّية إلى تشكيل مجموعة دائمة لصناديق الثروة السيادية، حتى تضمن إبقاء مبادئها وممارساتها قيد المراجعة المستمرة، حسب مقتضى الحال وتيسير نشرها وسلامة فهمها وتطبيقها. وسوف تُتيح هذه المجموعة لمن يرغب من صناديق الثروة السيادية، منبرًا لتبادل الأفكار والآراء فيما بينها ومع الدول المتلقية لاستثماراتها. ويمكن أن تبحث المجموعة أيضًا السبل الممكنة لجمع المعلومات عن عمليات صناديق الثروة السيادية ككل وإتاحتها ونشرها بصفة دورية.

<sup>1</sup> سفين بيرنت: "أين صناديق الثروة السيادية من مبادئ سنتياغو"، مؤسسة كارنيغي للسلام الدولي، بيروت، لبنان، 2010، ص: 19.

## أولاً: مؤشرات قياس مدى الالتزام بمبادئ سنتياغو

تُعتبر مؤشرات قياس الأداء من بين أهم الوسائل المستخدمة في قياس أداء مختلف الهيئات والمؤسسات المالية، وفي مجال تقييم أداء صناديق الثروة السيادية لا تزال مؤشرات قياس الأداء في مراحلها الأولى؛ بالنظر لحداثة تجربة هذه الصناديق، وفي نفس السياق تُشير آخر المعطيات إلى وجود ثلاثة مؤشرات لقياس الأداء، تم استحداثها من قبل باحثين مهتمين بدراسة ظاهرة صناديق الثروة السيادية؛ علماً أنّ نتائج مؤشرين منها هما: "مؤشر ترومان"، و"مؤشر لينابورغ-مادويل للشفافية"، تُستخدم على نطاقٍ واسعٍ من قبل الهيئات الدولية ووسائل الإعلام المهتمة بهذه الظاهرة.

## 1. مؤشر سنتياغو للامتثال

يُعتبر مؤشر سنتياغو للامتثال "SCI" من بين مؤشرات قياس أداء حوكمة صناديق الثروة السيادية على غرار "مؤشر ترومان"، و"مؤشر لينابورغ-مادويل للشفافية"؛ حيث يُمثل تقدير مؤسسة "جيو إيكونوميكا" لدرجة امتثال كل صندوق ثروة سيادية للمعايير والمبادئ المتعارف عليها. ويقوم مؤشر الامتثال على تقييماتٍ خاصة للصندوق، متمثلةً في ترتيبات الحوكمة وسياسات الإفصاح المالي المتعلق بجميع المبادئ الـ 24.

ويتمّ تصنيف صناديق الثروة السيادية حسب مؤشر الامتثال "SCI" إلى ثلاث مجموعاتٍ: المجموعة الأولى تضمّ الصناديق صاحبة أفضل أداء، وتُعتبر متوافقةً مع "مبادئ سنتياغو" بتحقيقها لنسبة امتثالٍ بما لا يقل عن 80%. أما المجموعة الثانية فدرجة امتثالها متوسطة، وتتراوح بين 50 و79%، وهي متوافقةً جزئياً مع مبادئ سنتياغو. بينما تُصنّف المجموعة الثالثة ضمن الصناديق ذات الأداء الضعيف، ونسبة امتثالها أقل من 50%، وتُعتبر صناديقها غير متوافقةً مع مبادئ سنتياغو<sup>1</sup>.

## 2. مؤشر ترومان

أ. تعريف مؤشر ترومان: هو مؤشر تم إعداده من قبل الباحث إدوين ترومان "Edwin.M.TRUMAN\*" في سنة 2008، يهدف إلى قياس أداء صناديق الثروة السيادية؛ باستخدام أربع معايير رئيسة تتمثل في الهيكلية، الحوكمة، الشفافية، المساءلة والسلوك. وتتكوّن هذه المعايير من 33 سؤالاً موزعة على النحو التالي: 08 أسئلة لمعيار الهيكلية، 05 أسئلة لمعيار الحوكمة، 14 سؤالاً لمعيار الشفافية والمساءلة، 06 أسئلة لمعيار السلوك، ويتألف سُلّم التنقيط الخاص بالمؤشر من 33 نقطة؛ بمعنى أنّ الإجابة عن كل سؤالٍ تُقيّم بنقطةٍ من نقاط المؤشر.

<sup>1</sup> GEOECONOMICA, The Santiago Compliance Index 2013 -Rating Governance Standards of Sovereign Wealth Funds-, Benchmarking Series, January 2014, p: 3-4.

\*"Truman" هو اقتصادي أمريكي متخصص في المؤسسات المالية الدولية، لا سيما صندوق النقد الدولي وصناديق الثروة السيادية، وكان عضواً في معهد بيترسون للاقتصاد الدولي منذ عام 2001، ويبحث لفترة طويلة حول قضايا الأزمات المالية الدولية.

ب. مكونات مؤشر ترومان:

- المعيار الأول "هيكلية الصندوق": يقيس مدى وضوح مصادر تمويل الصندوق، واستخدامات أصوله وعوائده وعلاقته بالميزانية العامة للدولة والاستراتيجية الاستثمارية المتبعة، ومدى انفصال تلك الصناديق عن احتياطات الصرف الأجنبي.

جدول رقم (1-4): مكونات معيار الهيكلية لمؤشر ترومان

التنقيط	المكونات
01	تحديد أهداف الصندوق
01	موارد الصندوق
01	كيفية استعمال عوائد الصندوق
01	التكامل مع الموازنة العامة
01	اتباع وتنفيذ التوجيهات
01	استراتيجية الاستثمار
01	تغيير هيكل الصندوق
01	الفصل بين الصندوق واحتياطياته
08	المجموع

Source: Edwin .M. Truman, Projet de Meilleures Pratiques pour les Fonds Souverains, Revue d'Economie Financière, Association d'Economie Financière, Numéro Hors –Série 2009, p: 474.

- يشمل هذا المعيار ثمانية مكونات، تتعلق بأهداف وموارد وعوائد الصندوق واستراتيجيته الاستثمارية ومدى اتباع وتنفيذ التوجيهات والتكامل مع الموازنة العامة، وكلما التزم بأحد هذه المعايير أضاف نقطة لمستوى امتثاله.

- المعيار الثاني "حوكمة الصندوق": يقيس مدى وضوح دور الحوكمة في استراتيجية الاستثمار للصناديق محل الدراسة وصلاحيات مدراء تلك الصناديق، ومدى وجود مؤشرات تحكّم نزاهة ومهنية القائمين على الاستثمار.

جدول رقم (1-5): مكونات معيار الحوكمة لمؤشر ترومان

التنقيط	المكونات
01	دور الحوكمة
01	دور مُسيري الصندوق
01	القرارات المُتخذة من الميسرين
01	وجود توجيهات تُحدّد مسؤولية الصندوق
01	وجود توجيهات أخلاقية تضبط نشاط الصندوق
05	المجموع

Source: Edwin .M. Truman, Projet de Meilleures Pratiques pour les Fonds Souverains, Revue d'Economie Financière, Association d'Economie Financière, Numéro Hors –Série 2009, p: 477.

يشمل هذا المعيار خمسة مكونات، تتعلق بالحوكمة وتسيير الصندوق ومسؤولياته والتوجيهات الأخلاقية التي تضبط نشاطه، وكلما التزم بأحد هذه المعايير أضاف نقطة لمستوى أدائه.

- المعيار الثالث "المساءلة والشفافية": يقيس مدى توافر المعلومات الفصلية والسنوية عن الاستثمارات وعوائدها، والتوزيع الجغرافي للاستثمارات، والرقابة المالية الداخلية والخارجية على الصناديق.

جدول رقم (1-6): مكونات معيار المساءلة والشفافية لمؤشر تورمان

التنقيط	المكونات
01	الإفصاح عن أنواع الأصول المُستثمر فيها
01	استخدام محفظة الاستثمار المرجعية
01	استخدام تقنية تصنيف القروض
01	الاستعانة بمدراء محافظ استثمارية أجنبية
01	الإفصاح عن حجم أصول الصندوق
01	الإفصاح عن العائد المُحقق
01	الإفصاح عن البلدان المُستثمر فيها
01	الإفصاح عن استثمارات خاصة
01	أنواع العملات المُستخدمة في الصندوق
02	نشر تقارير سنوية وفصلية
03	وجود مراجع مستقلة خارجية والإعلان عن نتائجها
14	المجموع

Source: Edwin .M. Truman, Projet de Meilleures Pratiques pour les Fonds Souverains, Revue d'Economie Financière, Association d'Economie Financière, Numéro Hors –Série 2009, p: 479.

يشمل هذا المعيار أحد عشر مكوناً، تتعلق بأنواع الأصول وحجمها والمحفظة المرجعية وتصنيف القروض والاستثمارات الخاصة والعوائد المحققة والبلدان المستثمر فيها والعملات والتقارير ووجود مراجع مستقلة، وكلما التزم الصندوق بأحد هذه المعايير أضاف نقطة لمستوى أدائه، ما عدا المكون الخاص بالمراجع فهو يُضيف ثلاث نقاط؛ حيث يُشكل المجموع أربعة عشر نقطة.

- المعيار الرابع "سلوك الصناديق": يُبين هذا المعيار كيفية إدارة الصناديق لمحافظة الاستثمارية واستخدام تقنية الرفع المالي والمستثقات المالية.

جدول رقم (1-7): مكونات معيار سلوك الصناديق لمؤشر تورمان

التقييم	المكونات
01	كيفية تعديل المحفظة الاستثمارية
01	وجود حد أعلى للمساهمات
01	وجود مساهمات دون حق الإدارة
01	استخدام سياسات الرفع المالي
01	وجود سياسة خاصة بالمشتقات المالية
01	استخدام المشتقات المالية في عمليات التغطية فقط
06	المجموع

Source: Edwin .M. Truman, Projet de Meilleures Pratiques pour les Fonds Souverains, Revue d'Economie Financière, Association d'Economie Financière, Numéro Hors –Série 2009, p: 482.

يشمل هذا المعيار ستة مكونات، تتعلق بالمحفظة الاستثمارية والمساهمات وسياسات الرفع المالي والمشتقات المالية، وكلما التزم بأحد هذه المعايير أضاف نقطة لمستوى أدائه.

3. مؤشر لينابيرغ-مادويل للشفافية

لقد تم تطوير مؤشر لينابيرغ-مادويل للشفافية سنة 2008 في معهد صناديق الثروة السيادية "SWFI"؛ من قبل كارل لينابيرغ "Carl Linaburg" وميشيل مادويل "Michael Maduell". وهو وسيلة لتقييم مدى الشفافية فيما يتعلق بصناديق الثروة السيادية؛ من خلال إعادة رسم أدوات الاستثمار المملوكة للحكومة، أين كانت هناك مخاوف من أجدات غير أخلاقية، تم توجيه نداءات إلى الصناديق الأكثر "إبهامًا" أو غير الشفافة لإظهار نواياها. وقد تم اعتماده بشكل موسع من قبل صناديق الثروة السيادية في تقاريرها السنوية ومختلف المنشورات والوثائق ذات الصلة.

جدول رقم (1-8): مبدأ مؤشر لينابيرغ-مادويل للشفافية

النقطة	مبدأ مؤشر لينابيرغ-مادويل للشفافية
1+	يوفر الصندوق تاريخ النشأة، والذي يتضمن الغرض من إنشائه، أصل الصندوق وهيكل ملكية الحكومة.
1+	يوفر الصندوق إلى غاية اليوم تقارير سنوية مستقلة ومُدققة.
1+	يوفر الصندوق نسبة ملكية الشركات القابضة والموقع الجغرافي لها.
1+	يوفر الصندوق القيمة السوقية الإجمالية للمحفظة، عوائدها والتعويضات الإدارية.
1+	يوفر الصندوق مبادئ توجيهية في إشارة إلى المعايير الأخلاقية وسياسات الاستثمار، والمنفذ من المبادئ التوجيهية.
1+	يوفر الصندوق استراتيجيات وأهداف واضحة.
1+	إذا كان ذلك ممكناً، يُحدّد الصندوق بوضوح الشركات التابعة ومعلومات الاتصال.
1+	إذا كان ذلك ممكناً، يُعرّف الصندوق المدراء الخارجيين.
1+	يقوم الصندوق بإدارة موقعه الإلكتروني.
1+	يوفر الصندوق العنوان الرئيس لموقع المكتب ومعلومات الاتصال مثل الهاتف والفاكس.

Source: Sovereign wealth funds institute, available in the website: <http://www.swfinstitute.org/statistics-research/linaburg-maduell-transparency-index/> "16/04/2016".

نُلاحظ من خلال الجدول أنّ مؤشر لينايرغ-مادويل للشفافية يستند على عشرة مبادئ أساسية والتي تُبرز شفافية صناديق الثروة السيادية للجمهور؛ حيث يضيف كلّ مبدأ من المبادئ السابقة نقطة واحدة من الشفافية في تصنيف المؤشر<sup>1</sup>.

### ثانياً: تقييم التزام صناديق الثروة السيادية العالمية بمبادئ سنتياغو

تُعتبر المبادئ والممارسات المتعارف عليها "GAPP" لصناديق الثروة السيادية، المعروفة أيضاً باسم "مبادئ سنتياغو" مدوّنة طوعية، أين تُلزم صناديق الثروة السيادية بمجموعة من المبادئ العامة للحكم الرشيد ومعايير الإفصاح المالي. وقد تعهد 31 صندوق ثروة سيادي، مجموع أصولها المدارة تُقدّر بـ: 4 تريليونات دولار أمريكي تقريباً، اعتباراً من أكتوبر 2014، بالالتزام بالمبادئ.

وترتكز مبادئ سنتياغو على التزام الموقعين عليها بالكشف علناً عن المعلومات المالية ذات الصلة وأطر الحوكمة، كما هو محددٌ بشكلٍ أوضح في الـ 24 مبدأً الفردية، التي وُضعت في عام 2008 من قِبَل مجموعة العمل الدولية المستقلة لصناديق الثروة السيادية، فقد تم تصميم مبادئ للإسهام في بناء الثقة في السوق العالمية، فيما يخص التوجّه المالي والاقتصادي لصناديق الثروة السيادية العاملة على الصعيد الدولي.

إنّ التزام صناديق الثروة السيادية بمبادئ سنتياغو لا يزال متفاوتاً؛ حيث هناك عددٌ كبير من الصناديق لديها ترتيبات حوكمة وسياسات إفصاح مالي تتماشى مع المعايير التي وضعتها المبادئ، في الوقت نفسه، فإنّ العديد من الصناديق، وعلى الأخصّ من منطقة الخليج، لا تزال بحاجةٍ للمضيّ قدماً إلى حدٍّ كبير فيما يخصّ سياسات الإفصاح المالي وأن تُصبح أكثر شفافيةً فيما يخصّ ترتيبات الحوكمة. إنّ تعزيز التزامها بالمبادئ، في شكل سياسات إفصاح أكثر استباقية، أمرٌ ضروري للحفاظ على شرعية المبادئ في حدّ ذاتها<sup>2</sup>.

#### 1. صناديق الثروة السيادية المُلتزمة بمبادئ سنتياغو

تُصنّف صناديق الثروة السيادية على أنّها ممتثلةٌ تماماً لمبادئ سنتياغو، إذا كانت ترتيبات الحوكمة والشفافية والمساءلة وممارسات الإفصاح؛ بما في ذلك الكشف عن التقييم الذاتي لمدى الامتثال، تتوافق مع مضمون المبادئ. وتشمل صناديق الثروة السيادية التي تم اعتبارها ممتثلةً تماماً للمبادئ: صندوق البترول لتيemor الشرقية، صندوق احتياطي المعاشات التقاعدية وصندوق الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي لتشيلي، صندوق المستقبل الأسترالي،

<sup>1</sup> Sovereign Wealth Funds Institute, available in the website: <http://www.swfinstitute.org/statistics-research/linaburg-maduell-transparency-index/> "16/04/2016".

<sup>2</sup> سفين بيرينت: "أين صناديق الثروة السيادية من مبادئ سنتياغو، مرجع سابق، ص: 20.

صندوق التقاعد النيوزيلندي، صندوق معاشات التقاعد الحكومي العالمي النرويج، صندوق التراث والاستقرار لتزويد وتوباغو، صندوق ألاسكا الدائم وصندوق ألبرتا للادخار.

ويُقدَّر حجم الأصول المدارة من قبل هذه الصناديق بـ: 1,1 تريليون دولار تقريباً<sup>1</sup>.

إنَّ التحدّي الوحيد يبقى في كثيرٍ من الأحيان، التقييم الذاتي غير الدقيق لتنفيذ هذه المبادئ. في بعض الحالات، عندما تكون الحكومة هي مالك الصندوق بدلاً من صندوق الثروة السيادية نفسه، ينبغي عليها أن تتولى تقرير الالتزامات المشار إليها في المبادئ؛ ومن ثمّ، يكون هناك توجيه أكثر حسماً للحكومة حول الإفصاح عن المعلومات؛ والذي من شأنه أن يساهم في تحسين أداء الصندوق فيما يتعلق بالشفافية.

## 2. صناديق الثروة السيادية الملتزمة على نطاقٍ واسعٍ بمبادئ سنتياغو

تُصنّف صناديق الثروة السيادية على أنها متوافقةً على نطاقٍ واسعٍ مع مبادئ سنتياغو، إذا كانت ترتيبات الحوكمة والشفافية والمساءلة وممارسات الإفصاح تتوافق بشكلٍ عامٍ مع التزامات الإفصاح ومضمون المبادئ. وقد أثبتت التقييمات وجود أوجه قصورٍ طفيفةٍ في ممارسة الإفصاح و/أو انحرافاتٍ طفيفةٍ في تطبيق مضمون المبادئ.

تشمل صناديق الثروة السيادية المتوافقة على نطاقٍ واسعٍ مع المبادئ صندوق النفط الحكومي الأذربيجاني، صندوق بولا بوتسوانا، الهيئة العامة السيادية للاستثمار نيجيريا، الشركة الوطنية الكازاخستانية للاستثمار، الشركة الكورية للاستثمار، تيماسك القابضة في سنغافورة، صندوق الاحتياطي الروسي وصندوق الثروة الوطني، وفوندا لأنغولا. ويُقدَّر حجم الأصول المدارة من قبل هذه الصناديق بـ 475 مليار دولار.

تم تحديد أوجه القصور في فئة الصناديق الممتثلة على نطاقٍ واسعٍ، المشار إليها في المبادئ، في أنها لا تُفصح عن نهج الصندوق في إدارة المخاطر، كما أنها لا توفر معلوماتٍ كافيةً عن نهجها في تنفيذ حقوق المساهمين أو حول الترتيبات التي تحول دون الاستفادة من بعض المعلومات السرية، أو عن التأثير من قبل الحكومة في الحد من التنافس مع الكيانات الخاصة. كما أنه في بعض الحالات، قد يكون للمالك صلاحياتٍ معيّنة قد يكون لها تأثيرات على الإدارة التشغيلية للصندوق؛ وعلى الرغم من أنّ هذه الصلاحيات قد تقوم على أسسٍ قانونيةٍ أو تنظيميةٍ صلبة، فإنّ تصنيف بعض الصناديق على أنها "متوافقةً على نطاقٍ واسعٍ" مع المبادئ، لا تكشف بشكلٍ حاسمٍ على أساسٍ سنوي عن أدائها في الواقع "الممارسة العملية".

<sup>1</sup> GEOECONOMICA, op cit, p: 3.

### 3. صناديق الثروة السيادية المُلتزمة جزئياً بمبادئ سنتياغو

تُصنّف صناديق الثروة السيادية على أنّها مُتوافقة جزئياً مع مبادئ سنتياغو إذا كانت ترتيبات الحوكمة والشفافية والمساءلة وممارسات الإفصاح تتوافق جزئياً فقط مع التزامات الإفصاح ومضمون المبادئ. وبعد التقييم تمّ تحديد العديد من الثغرات التي تجعل من هذه الصناديق تُصنّف ضمن هذه الفئة.

وتشمل صناديق الثروة السيادية المتوافقة جزئياً مع المبادئ المؤسسة للصينية للاستثمار، هيئة أبو ظبي للاستثمار، شركة حكومة سنغافورة الخاصة المحدودة، خزنة ناشيونال بيرهاد ماليزيا، الصندوق القومي الإيراني، صندوق التنمية وصندوق الاستثمار المباشر الروسي، والهيئة العامة للاستثمار ليبيا. ويُقدّر حجم الأصول المدارة من قبل هذه الصناديق بـ 2.1 تريليون دولار.

إنّ الصناديق المتوافقة جزئياً تكشف معلومات كافية عن نفسها، بما يسمح ببناء سردٍ ثابتٍ عن سياستها وأهدافها، الخطوط العريضة بشأن ترتيبات الحوكمة وبعض المعلومات المالية الأخرى. في الوقت نفسه، فهذه الصناديق لا تكشف عن معلومات مالية قوية، مثل البيان المدقق للدخل، الميزانية العمومية، معلومات واضحة حول ترتيبات التمويل والسحب، معدلات العوائد، أو معايير الأداء. كما أنّها لا تُوفّر إمكانية الوصول، إلا بشكلٍ محدود، للقانون الأساسي واللوائح أو الوثائق التأسيسية الأخرى، فضلاً عن اتفاقيات الإدارة التي من شأنها أن تُحدّد أهداف العائد، سياسات الاستثمار والكفاءات لإدارة الأصول التشغيلية. إنّ التقارير المفصّل عنها فيما يخصّ التقييم الذاتي للصناديق المتوافقة جزئياً مع مبادئ سنتياغو غالباً ما تكون مجزأة، هذا إذا تمّ الكشف عنها أصلاً<sup>1</sup>.

### 4. صناديق الثروة السيادية غير المُلتزمة بمبادئ سنتياغو

تُصنّف صناديق الثروة السيادية على أنّها غير متوافقة مع مبادئ سنتياغو إذا كانت ترتيبات الحوكمة، الشفافية، المساءلة وممارسات الإفصاح تُعاني قُصوراً في معظم المجالات التي تُغطّيها المبادئ. ولوحظ في فترة الدراسة، أنّ هيئة الاستثمار القطرية "QIA" فقط لا تتفق مع المبادئ؛ ومن ثمّ فإنّ التزاماً أقوى من قبلها بالإفصاح عن المعلومات من شأنه أن يُعزّز شرعية المبادئ.

<sup>1</sup> GEOECONOMICA, op cit, p:4.

## 5. صناديق الثروة السيادية غير المصنفة

تم استثناء صناديق الثروة السيادية التي لا تسمح سياسات الإفصاح الخاصة بها بإجراء تقييم مُجدٍ، التي قانونها الأساسي في مرحلة إدخال تعديلات جوهرية عليه، أو التي تفتقر إلى القدرة على صياغة اتجاه السياسة العامة بما يتفق مع المبادئ أو التي عجزت عن توفير تقارير رقابية مُجدية ولم تتمكن من الإفصاح؛ اعتبارًا من سبتمبر 2014<sup>1</sup>. وتشمل صناديق الثروة السيادية غير المصنفة الصندوق الاحتياطي الوطني للمعاشات، والتي تسعى الحكومة الأيرلندية لإعادة توجيهه من صندوق تقاعدٍ طويل الأجل إلى صندوق يركّز على الاستثمارات المحلية. كما لم تسمح سياسات الإفصاح الخاصة بـ: فونديو (إيطاليا) وصندوق عائدات النفط لتحقيق الاستقرار (المكسيك) بإجراء تقييمٍ لمدى امتثالها لهذه المبادئ.

<sup>1</sup> GEOECONOMICA, op cit, p:5.

## خلاصة

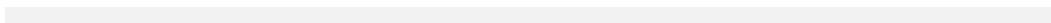
يُمكن إيجاز نتائج الفصل في النقاط التالية:

- صناديق الثروة السيادية عبارة عن أدوات مالية تأخذ عادةً شكل استثمارات متوسطة وطويلة الأجل، داخلية أو خارجية، يتم إنشاؤها لأغراض استثمارية أو ادخارية، تُدار من قبل الحكومة، ويتم تمويلها من الفوائض المحققة في ميزان المدفوعات أو الموازنة العامة للدولة؛
  - إنّ لجميع صناديق الثروة السيادية هدفًا مشتركًا يتمثل في نقل الثروة إلى المستقبل؛
  - يمكن تصنيف صناديق الثروة السيادية باستخدام عدّة معايير على غرار موارد الصندوق، الوظيفة مجال عمل أو درجة استقلالية الصندوق؛
  - تتباين استراتيجيات صناديق الثروة السيادية بين الهجومية والدفاعية؛ رغم ما تضمّنته كلّ منهما من عناصر هجينة في الصندوق الواحد، وقد تختلف تلك العناصر باختلاف الدولة المالكة وتبعًا لخصوصية كلّ صندوق؛
  - تُدير صناديق الثروة السيادية استثمارات عبر الحدود منذ سنوات طويلة، باعتبارها مؤسسات استثمارية يُمكن وصفها بالمستقرة. وقد ساعدت استثماراتها على تشجيع النمو والازدهار والتنمية الاقتصادية في البلدان المصدرة والمتلقية لرأس المال. وتعمل صناديق الثروة السيادية في بلدان موطنها كمؤسسات تُعلّق عليها أهمية محورية في المساعدة على تحسين إدارة الأموال العامة وتحقيق الاستقرار الاقتصادي الكلي، وفي دعم النمو عالي الجودة. وتعود صناديق الثروة السيادية بنفع كبير أيضًا على الأسواق العالمية. فالقدرة التي تتمتع بها على تجاوز تقلبات الدورات الاقتصادية في معظم الظروف تُحقّق للأسواق المالية العالمية قدرًا كبيرًا من التنوع، وهو ما يُمكن أن يكون بالغ الفائدة، لاسيما خلال فترات الاضطرابات المالية أو الضغوط الاقتصادية الكلية.
  - تتباين مواقف أعوان ومؤسسات النظام المالي العالمي حول صناديق الثروة السيادية ما بين مساندة لها على غرار الدول المالكة للصناديق ومتحفّظ عليها على غرار الدول المستقبلة لاستثمارات الصناديق بسبب تخوفها من فقدان نفوذها الاقتصادي والسياسي، بينما يتسم موقف المنظمات الاقتصادية العالمية بنوع من التوازن؛ حيث ترحب هذه المنظمات بدور صناديق الثروة السيادية شريطة التزامها بمبادئ وقواعد ضابطة لنشاطها؛
  - إنّ الغرض من "مبادئ سنتياغو"، هو تحديد إطار يُعبّر تعبيرًا دقيقًا عن ترتيبات الحوكمة والمساءلة، وكذلك إدارة ممارسة الاستثمار في صناديق الثروة السيادية على أساس حكيم وسليم. وبما أنّ هذه المبادئ طوعية، ولضمان نجاحها سوف يكون من الضروري الحصول على استجابة بناءة وتعاونية من البلدان المتلقية.
- بعد أن تمّ التعريف بصناديق الثروة السيادية واستراتيجياتها الاستثمارية ودورها وأهميتها في الاقتصاد العالمي، وكذا المبادئ التي جاءت لتُضفي عليها المزيد من الشفافية؛ كان لا بدّ من البحث في كيفية استغلال واستثمار هذه الصناديق لأصولها؛ بهدف ترشيد الدور المنوط بها سواء في الدول المالكة أو الدول المتلقية لاستثماراتها، وقد تمّ اقتراح ثلاث قنوات استثمارية، سنتطرق إليها بالتفصيل في الفصل الثاني.



## الفصل الثاني

سياسات ترشيد دور صناديق الثروة السيادية



## تمهيد

تتكوّن إيرادات صناديق الثروة السيادية من فوائض النفط المهمة التي جنتها في فترة الرخاء؛ وكذا الفائض من العملات الأجنبية وتوظيفاتها الاستثمارية، إلا أنّ هذه الصناديق في الكثير من البلدان قد واجهت مشكلاتٍ مُهمّة؛ جرّاء الأزمات الاقتصادية التي مرّ ويمرّ بها العالم، مثل أزمة الرهن العقاري 2008 وأزمة انخفاض أسعار النفط 2015.

إنّ توظيف الأموال الضخمة التي تمتلكها أغلب هذه الصناديق ليس يسيراً؛ حيث ترتفع درجة المخاطر الاستثمارية، تلك التي تتعلّق بالأوضاع السياسية أو المتغيّرات القانونية؛ نظراً لغياب الإفصاح والشفافية أو تلك الناتجة من تقلّبات الأسواق المالية والمتغيّرات في السياسات التقديرية. لذلك يحاول مدراء الاستثمار، والذين تُناط بهم مسؤوليّة إدارة أموال صناديق الثروة السيادية، أن يتحرّروا جيّداً عن سياسات ترشيد دور هذه الصناديق؛ من خلال التفكير في أفضل القنوات التي يُمكن توظيف الأموال فيها؛ بما يحقّق عوائد كبيرة ويُقلّل المخاطر التي يُمكن أن تُواجهها الأدوات الاستثمارية، والمتمثلة أساساً في تدهور قيمتها من جهة، ويُساهم في خدمة واستقرار الاقتصاد العالمي من جهةٍ أخرى.

هناك من الاقتصاديين من يرى أنّه من المفترض توظيف أموال صناديق الثروة السيادية داخل بلدانها، وهناك من يطرح ضرورة توظيف الأموال في البلدان الناشئة، كما يتم طرح مسألة إمكانية الاعتماد على عائدات هذه الصناديق خلال السنوات المقبلة للتعوّض عن انخفاض إيرادات النفط المتوقّعة، وما لا شكّ فيه أن هناك إمكانيةً لتحقيق عائداتٍ ملائمة من الاستثمار في الخارج. وسيتم اقتراح ثلاث سياساتٍ تهدف لترشيد دور صناديق الثروة السيادية؛ من خلال المباحث التالية:

- المبحث الأول: الاستثمار في صناديق التحوّط؛
- المبحث الثاني: الاستثمار في الأسواق الناشئة؛
- المبحث الثالث: الاستثمار في التنمية المحلية.

## المبحث الأول: الاستثمار في صناديق التحوط

يُمثّل الاستثمار في صناديق التحوط عرضاً فريداً؛ حيث تسعى هذه الصناديق لتحقيق عائداتٍ إيجابيةٍ بغضّ النظر عن اتجاه السوق، وهي تُشبه الصناديق المشتركة إلى حدّ ما. وتُوفّر الاستراتيجيات الاستثمارية المتنوعة جدّاً في صناديق التحوط، مجموعةً واسعةً من الفرص للمدراء الماهرين والمستثمرين من ذوي الخبرة الواسعة، كما أنّها تُعتبر قناةً استثماريةً رابحةً بالنسبة لصناديق الثروة السيادية. وسيتمّ التطرّق إلى تعريف صناديق التحوط واستراتيجياتها الاستثمارية وأهم الحوافز التي تُشجّع على الاستثمار فيها، من خلال المطالب التالية:

- **المطلب الأول: مفهوم صناديق التحوط؛**
- **المطلب الثاني: الاستراتيجيات الاستثمارية لصناديق التحوط؛**
- **المطلب الثالث: حوافز الاستثمار في صناديق التحوط.**

## المطلب الأول: مفهوم صناديق التحوط

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

## أولاً: نشأة وتعريف صناديق التحوط

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

## 1. نشأة صناديق التحوط

بدأت فكرة صندوق التحوط لأول مرة في عام 1949؛ حين قام عالم الاجتماع الأسترالي-الأمريكي "ألفريد وينسلو جونز"، الذي كان يُعدّ مقالته حول أحدث الوسائل المستخدمة في تحليل أداء الأسواق المالية والتنبؤ بتطوراتها لحساب مجلة "فورتشن" المالية؛ بالتوصّل إلى آلياتٍ تُمكنه من تحقيق عوائد أعلى مما يُحقّقه المحترفون، وكانت فكرته تقوم على المتاجرة في الأسهم، من خلال الدخول في مركزين ماليين<sup>1</sup>:

- مركز مالي طويل الأجل يشتري فيه الأسهم التي يتوقع أن ترتفع ويحتفظ بها إلى أن يبيعها بالثمن المتوقع؛
- وأحد المراكز المالية قصيرة الأجل وهو البيع على المكشوف؛ بحيث يبيع أسهماً يتوقع انخفاضها ليُعيد شراءها في وقتٍ لاحق، مع استخدام الاقتراض للاستثمار في أدواتٍ مالية تُدرّ عائداً أكبر من سعر فائدة الاقتراض، وفي نفس الوقت تُعتبر مخاطرتها مقبولة، وهو ما يُسمى بالرفع المالي.

<sup>1</sup> عبد الرحمن سلوم، إدارة الصناديق السيادية وصناديق التحوط، رسالة ماجستير، غ منشورة، كلية الاقتصاد، قسم إدارة الأعمال، جامعة دمشق، 2010، ص: 17.

وقد جمع صندوق الاستثمار الخاص لجونز كلاً من الأسهم الطويلة وقصيرة الأجل، بهدف "التحوط" ضدّ تعرّض المحفظة لتقلّبات السوق. هذا ويُقدّر إجمالي عدد صناديق التحوط في العالم حالياً بحوالي 9 آلاف صندوق، يبلغ إجمالي استثماراتها أكثر من 3 تريليون دولار. وتُعتبر صناديق التحوط من أسرع الأدوات المالية نمواً في العالم<sup>1</sup>.

## 2. تعريف صناديق التحوط

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

- إنّ مصطلح "صناديق التحوط" يُستخدم عادةً لوصف مجموعةٍ متنوّعة من الأدوات الاستثمارية التي لها بعض الخصائص المشتركة. وعلى الرّغم من أنّه لا يوجد تعريفٌ قانوني لهذه الصناديق، فإنّ هذا المصطلح يشمل كلّ أداة استثمارية مجمّعة يتم تنظيمها بشكلٍ خاص، وتُسيّر من قبل مدراءٍ ماليّ محترفين، وهي ليست متاحةً على نطاقٍ واسعٍ للجمهور<sup>2</sup>.

- يُشير مصطلح "صندوق التحوط" عموماً إلى أداة استثماريةٍ خاصّة، تقوم بتجميع مساهمات المستثمرين فيها؛ بهدف استثمارها في مجموعةٍ متنوّعة من الأصول، مثل الأوراق المالية والعقود الآجلة والخيارات والسندات والعملات<sup>3</sup>.

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

وتُشبه صناديق التحوط صناديق استثمار الأوراق المالية القابلة للتحويل "UCITS"، لأنّها تقوم بتجميع الأموال من مستثمريها واستثمارها على أساسٍ جماعيٍ عموماً. إلا أنّ صناديق التحوط تختلف عن صناديق استثمار الأوراق المالية القابلة للتحويل، في أنّها ليست مُلزّمة بتسجيل أسمائها بموجب القوانين الاتحادية المتعلقة بالأوراق المالية، وهي لا تخضع للتسجيل لأنّها لا تقبل إلاّ المستثمرين الأكفاء من الناحية المالية، وأنّها لا تُعلن عن الأوراق المالية الخاصة بهم.

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

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

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

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

بالإضافة إلى ذلك، هناك أنواع مُعيّنة من صناديق التحوّط، وليست كلّها، تُحدّد عدد المستثمرين فيها، بما لا يتجاوز عادةً 100 مستثمر<sup>1</sup>.

كما أنّ صناديق التحوّط لا تخضع للعديد من أنظمة حماية المستثمر التي تنطبق على الصناديق المشتركة؛ على سبيل المثال، اللوائح المتعلقة بدرجة سيولة الأصول المدارة، اللوائح التي تحدّد من استخدام أثر الرّفْع المالي واللوائح التي تقضي بأنّ وحدات "UCITS" قابلة للاسترداد في أي وقت، اللوائح المتعلقة بضمان شفافية العمليّات والعديد من اللوائح الأخرى. إنّ هذا النقص في التنظيم يسمح لصناديق التحوّط باستخدام أثر الرّفْع المالي وغيرها من التقنيّات الاستثماريّة المتطوّرة؛ ومن ثمّ تصبح مدعاةً للاهتمام وذات أهمية أكبر بكثير من "UCITS". وتجدر الإشارة إلى أنّه في حين لم يتم تسجيل صناديق التحوّط، فهي معفاة من اللوائح التي تنطبق على صناديق الاستثمار المشتركة، ولكنها تخضع لإجراءات مكافحة الغش ضمن القوانين الاتّحادية المتعلقة بالأوراق الماليّة<sup>2</sup>.

- وتشترك صناديق التحوّط في مجموعة متنوّعة من النّشاطات الاستثماريّة، وهي تُناسب المستثمرين الكبار وغير الخاضعين للوائح التي تُطبّق على صناديق الاستثمار المشتركة الموجهة للجمهور العام، وتتم مكافأة مدراء الصناديق على أساس الأداء وليس بنسبةٍ مئويّة من الأصول<sup>3</sup>.
- عوائد صناديق التحوّط "غير مرتبطة" بعوائد السّوق من الاستثمارات التقليديّة مثل الأسهم والسندات، وغياب هذا الارتباط يُعدّ سمةً جذابة للمستثمرين الذين يحاولون إما خفض مخاطر محافظهم الاستثماريّة مع الحفاظ على عوائد ثابتة، أو زيادة العوائد دون زيادة المخاطر على المحافظ<sup>4</sup>.

يُطلق مصطلح "صندوق التحوّط" بصفةٍ عامّة، على أيّ نوعٍ من أنواع شركات الاستثمار أو الشراكات الخاصّة، والتي تتصّف بالمميّزات التاليّة<sup>5</sup>:

- هي صناديق استثمار تجمعيّة، لا تعاني من القيود المطبّقة عمومًا على صناديق الاستثمار العامّة؛ وخاصة من حيث تنوع وسهولة تداول فئات الأصول الماليّة الطويلة أو قصيرة الأجل<sup>6</sup>؛
- تُستخدم المشتقّات الماليّة؛ مثل الخيارات، العقود الآجلة، صكوك المقايضة وغيرها؛
- تُستخدم أثر الرّفْع المالي؛ عن طريق التّمولّيات التي تحصل عليها من سمارتها؛
- غالبًا ما تُشكّل وعاء استثماريًا غير منتظم؛
- تقيس أداءها بصورةٍ مطلقة (أي بصفةٍ مستقلة عن اتجاه السّوق، وأنها غير مرتبطة بأي معيار (مرجعيّة)؛
- تبحث عن الفرص الاستثماريّة في كلّ الاتجاهات، وليس فقط في الأسواق الماليّة التقليديّة وأدواتها (أسهم وسندات) ومشتقّاتها؛ لكن في فرص الاستثمار الخفيّة ومختلف المشاريع الفنيّة؛ كتمويل الأفلام السينمائيّة وجميع أنواع الاستثمارات غير الاعتياديّة؛

<sup>1</sup> Gérard Marie Henry, op cit, p :20

<sup>2</sup> Ibid.

<sup>3</sup> David A. Vaughan and Partner, Dechert LLP, op cit, p:1.

<sup>4</sup> George Soros, *Open Society: Reforming Global Capitalism*, Reforming Global Capitalism N 32, 2000., p: 121.

<sup>5</sup> *An introduction to Hedge Funds*, Pictet Alternative Advisors SA, 2015, p:4.

<sup>6</sup> Gérard Marie HENRY, op cit, p :20

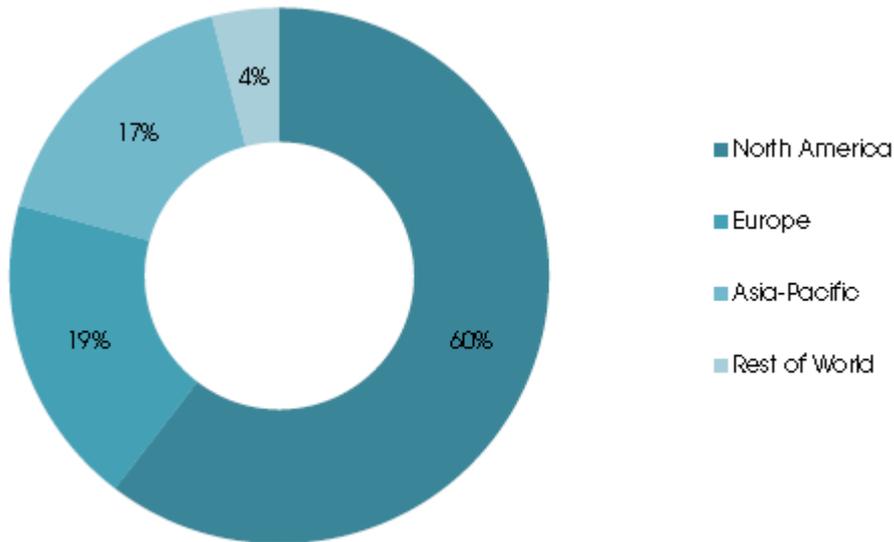
- سياسات الاشتراك والسحب الخاصة بما مقيدة إلى حد ما؛ حيث لا تسمح للمساهمين فيها بسحب أموالهم إلا بعد مدة معينة وفي تواريخ محددة، وهناك حد أدنى لمدة الحظر الخاصة بكل صندوق، ما يسمى بـ: "Lock-up Period"؛
- يستثمر مدراء صناديق التحوط عادةً أموالهم الخاصة في الصندوق الذي يديرونه، وهو الأمر الذي يُحقق نوعاً من المواءمة بين مصالحهم الخاصة ومصالح المستثمرين في الصندوق؛
- يشمل هيكل الرسوم النموذجي لصناديق التحوط كلاً من رسوم الإدارة ورسوم الأداء، في حين أنّ صندوق الاستثمار المشترك لا يشمل رسوم الأداء، كما أنّ رسوم الإدارة فيه أقل؛ حيث تبلغ رسوم إدارة صندوق التحوط عادةً حوالي 2% من قيمة صافي الأصول "NAV"، أما رسوم الأداء فتتقارب 20% من الزيادة في صافي قيمة الأصول "NAV" للصندوق.

### 3. تطور صناديق التحوط وأداؤها

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

#### أ. التوزيع الجغرافي لصناديق التحوط

شكل رقم (1-2): التوزيع الجغرافي لصناديق التحوط



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

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

نلاحظ من خلال الشكل أنّ أمريكا الشماليّة هي المنطقة الأكثر رسوخاً في صناعة صناديق التحوط؛ حيث تتمركز غالبية هذه الصناديق "60%" فيها، بينما يتمركز 19% من صناديق التحوط في أوروبا؛ أكثر من نصفها "52%" مقرها في المملكة المتحدة، وتُشكل صناديق التحوط في آسيا والمحيط الهادئ 17% من مجموع هذه

الصناديق، وتتركز هذه الصناعة بصفة خاصة في هونغ كونغ وأستراليا وسنغافورة. تتوزع النسبة المتبقية من هذه الصناديق "4%" خارج هذه المناطق الرئيسية (بقية العالم)، وتعد أقل تطوراً، 37% من هذه النسبة المتبقية تتركز في البرازيل، تليها 23% في جنوب أفريقيا و8% في الإمارات العربية المتحدة.

### ب. حجم الأصول المُدارة من قبل صناديق التحوط

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

جدول رقم (1-2): حجم الأصول المُدارة من قبل صناديق التحوط حسب المنطقة  
الوحدة: بليون دولار

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

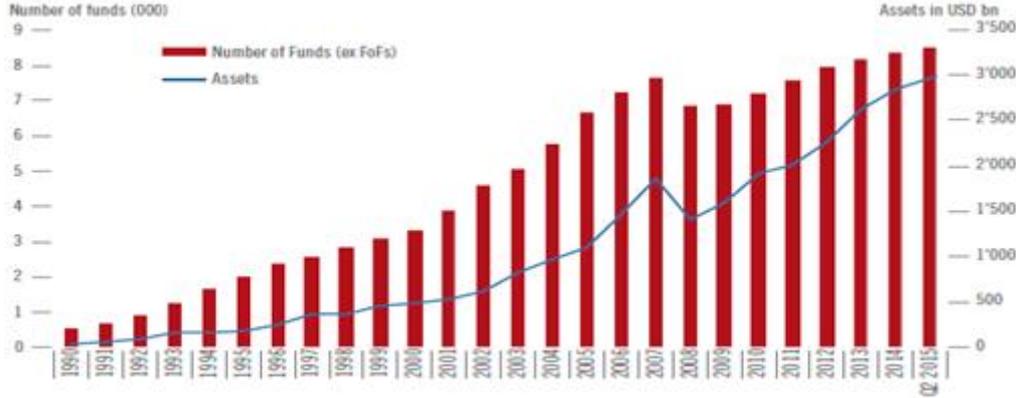
Source: Preqin Global Hedge Funds Report, Sample pages, 2016, p: 37.

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

تُشير التقديرات إلى أن صناعة صناديق التحوط عموماً، قد نمت الأصول التي تخضع لإدارتها من نحو 40 مليار دولار سنة 1990 إلى 3,197 بليون (3 تريليون) دولار سنة 2015؛ حيث تُدير أمريكا الشمالية ما قيمته 2,314 بليون دولار من مجموع هذه الأصول، تليها أوروبا ثم منطقة آسيا والمحيط الهادي وتتوزع النسبة المتبقية على باقي دول العالم. ومع ذلك، يُعتقد أن حجم الأصول المُدارة في الواقع يفوق بكثير الأرقام المعلنة رسمياً، وعلى الرغم من أن الأصول تستمر في النمو بشكل كبير، فحجم صناعة صناديق التحوط لا تزال صغيرة بالمقارنة مع صناعة الصناديق الاستثمارية والأسواق المالية العالمية<sup>1</sup>. والشكل الموالي يوضح تطور صناعة صناديق التحوط.

<sup>1</sup> An introduction to Hedge Funds, op cit, p:4.

## شكل رقم (2-2): تطوّر صناعة صناديق التحوّط



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

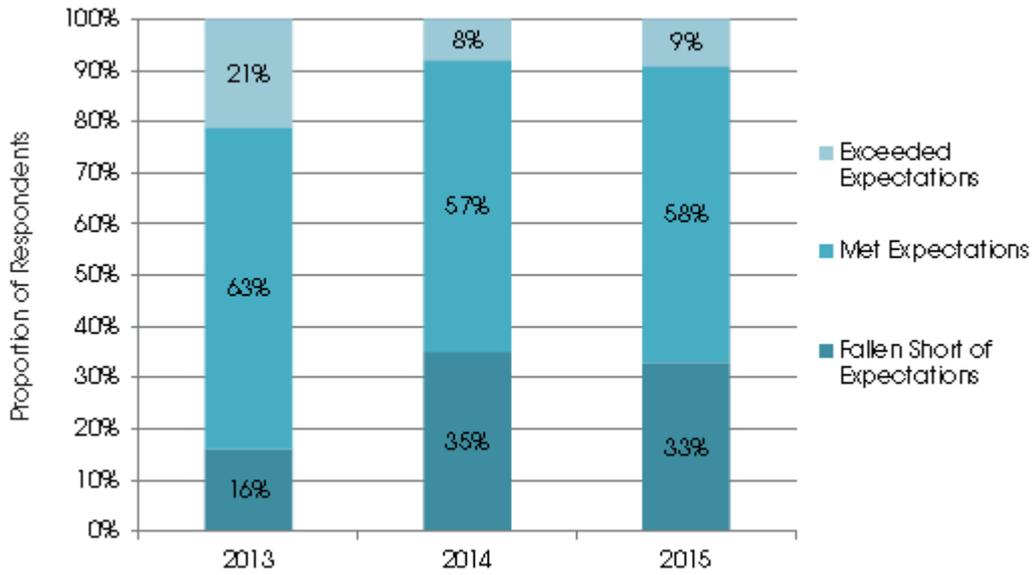
إنّ عدد صناديق التحوّط في تزايدٍ من سنة إلى أخرى؛ حيث نلاحظ من خلال الشكل أنّها ازدادت من حوالي 500 صندوق سنة 1990 إلى ما يُقارب 8500 صندوق سنة 2015. كما نلاحظ زيادة حجم إجمال الأصول المدارة من قبل صناديق التحوّط تدريجيّاً لتبلغ حوالي 2 تريليون دولار سنة 2007، ثم انخفضت إلى حوالي 1,4 تريليون دولار سنة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

## ج. أداء صناديق التحوّط

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

يُمكن لصناديق التحوّط أن تُؤدّي دوراً هاماً وقيماً في محفظة متنوّعة بشكلٍ جيّد، خصوصاً أن صناديق التحوّط تميل للحدّ من مخاطر السوق؛ من خلال توفير حماية الاتجاه الهابط في الأسواق الهابطة "الانخفاضية"، والمشاركة الصاعدة في الأسواق الصاعدة. وكلّما فهم المستثمر أكثر صناديق التحوّط وكيفية عملها، استطاع أن يضع جانباً المفاهيم الخاطئة، واستفاد من المزايا التي تُوفّرها هذه الصناديق.

شكل رقم (2-3): أداء محفظة صناديق التحوط بالنسبة لتوقعات المستثمرين المؤسسيين "2013-2015"



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

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

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

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

## 4. مميزات صناديق التحوط

صرّحت لجنة الأوراق المالية والبورصات "SEC" في الولايات المتحدة الأمريكية، أنّ مصطلح "صناديق التحوط" ليس له تعريف قانوني أو مقبول ودقيق عالمياً؛ لكن يتفق معظم المشاركون في السوق على أنّ صناديق التحوط لها مجموعة من الخصائص، تتمثل فيما يلي<sup>1</sup>:

- مرونة كاملة تقريباً فيما يتعلق بالاستثمارات، بما في ذلك المراكز الطويلة وقصيرة الأجل؛
- القدرة على اقتراض المال (ومواصلة زيادة النفوذ من خلال المشتقات المالية) في محاولة لتعزيز العوائد؛
- حد أدنى من التنظيم؛
- انخفاض السيولة بسبب القيود على عملية السحب؛ حيث قد تمنع الاتفاقيات تدفق أي سيولة خلال السنة أو السنتين الأوليين من حياة صندوق التحوط، والقيود على الإنفاق المفروضة لمدة ثلاثة أشهر بعد ذلك؛
- تشمل المستثمرين الأفراد والمؤسسات الثرية؛
- يُكافأ المدراء بناءً على الأداء؛
- غياب الشفافية.

## ثانياً: أهداف صناديق التحوط

إن صناديق التحوط تسعى بشكل عام لتحقيق العوائد الإيجابية تحت أي ظرفٍ من ظروف السوق، كما أنها تحتفظ برأس المال المستثمر؛ ومن ثم فإن الاستثمار في صناديق التحوط قد يؤدي في أغلب الأحوال إلى تكوين عائداتٍ طويلة الأجل أكبر وتقليل حجم المخاطر عن الاستثمارات التقليدية للأسهم والسندات. ومن خلال الإدارة التقديرية لحوالي 9000 صندوق تحوط بنسبة تُقدّر بحوالي 3 تريليون دولار أمريكي لسنة 2015<sup>2</sup>؛ فقد أصبح الطلب على صناديق التحوط يتزايد يوماً بعد يوم على مدار الأعوام القليلة السابقة بصورةٍ لا نهائية.

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

وثمة نطاقٍ عريضٍ من استراتيجيات صناديق التحوط المختلفة، والتي تحمل كل منها سماتٍ مختلفة. وهناك سمّة واحدة مشتركة بين جميع صناديق التحوط تقريباً هي فكرة "التحوط"؛ حيث يعني التحوط تقليل المخاطر عن طريق

<sup>1</sup> David Stowell, *An Introduction to Investment Banks, Hedge Funds and Private Equity: The New Paradigm*, Academic Press is an imprint of Elsevier, UK, 2010, p: 199.

<sup>2</sup> HFR Capital Hedge Funds Industry Report, 2015. P:13.

الاستثمار في بعض الأصول المحددة. وهناك استراتيجيات عديدة تتخذ بعض المنهجيات المختلفة بالنسبة للمخاطر التي يرغب الصندوق في التعرض لها والمخاطر التي يرغب في الحد منها، مع الأخذ في الاعتبار درجة هذه المخاطر<sup>1</sup>.

### المطلب الثاني: الاستراتيجيات الاستثمارية لصناديق التحوط

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

#### أولاً: الاستراتيجية المحايدة للسوق

تتلخص هذه الاستراتيجية في الاستثمار بشكل متساو في المراكز الاستثمارية المغطاة والمراكز الاستثمارية المكشوفة. على سبيل المثال، في حال تم توظيف 50% من ممتلكات الصندوق في مراكز استثمارية مغطاة و50% منها في مراكز استثمارية مكشوفة، يكون صافي التعرض 0% وإجمالي التعرض 100%<sup>2</sup>.

#### ثانياً: الاستراتيجية الطويلة/ قصيرة المدى

في هذه الاستراتيجية، يمكن لمدراء صناديق التحوط إما شراء الأسهم التي يشعرون بأنها مقومة بأقل من قيمتها أو بيع الأسهم التي يعتبرونها مقومة بأعلى من قيمتها. في معظم الحالات، سيكون لصناديق التحوط تعرض إيجابي لأسواق الأسهم. على سبيل المثال؛ إذا وظف صندوق 70% من ممتلكاته في الأسهم وبيع 30% من الأسهم الباقية على المكشوف، يكون صافي تعرض الصندوق لأسواق الأسهم 40% (70%-30%)<sup>3</sup>.

#### ثالثاً: الاستراتيجية القائمة على مراجعة الدمج بين الشركات

تقضي هذه الاستراتيجية عموماً بشراء أسهم الشركة المستهدفة بعد الإعلان عن الدمج وبيع كمية مناسبة من أسهم شركة الحيازة على المكشوف. وبسبب التخبط الذي يميز إنجاز عملية الدمج المعلن عنها، أو إمكانية قيام حرب العطاءات/العروض فيما تعبر شركات أخرى عن نيتها في الحيازة، تتفاوت الأسعار وتحاول صناديق التحوط الاستفادة من أي اختلال في الأسعار<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> David Stowell, op cit, p: 199.

<sup>2</sup> Gregory Connor and Mason Woo, *An Introduction to Hedge Funds, Introductory Guide*, International Asset Management, The London School of Economics & Political Science, 2010, p: 23.

<sup>3</sup> إبراهيم نافع قوشجي، الاستراتيجيات الشائعة لدى صناديق التحوط، في الموقع الإلكتروني: <http://www.arabesquesociety.com/common-strategy-in-hedge-funds> (2016/08/20).

<sup>4</sup> المصدر نفسه.

## رابعاً: الاستراتيجيات التي تقودها الأحداث

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

## خامساً: الاستراتيجية القائمة على الاقتصاد الكلي العالمي

تقوم الصّناديق التي تتّبع هذه الاستراتيجية بالاستثمارات استناداً على تقييم الظروف الدّولية، مثل أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات، التضخّم، البطالة، الإنتاج الصّناعي، التجارة الخارجيّة والاستقرار السياسي. وتقوم هذه الصّناديق بالاستثمار في الأسهم والسندات والعملات والسلع وتلجأ إلى التّمويل بالاستدانة والمشتقات المالية وتختلف عن استراتيجيات صناديق التحوّط التقليديّة بتركيزها على الاتجاهات الرئيسة السائدة في الأسواق بدلاً عن التّركيز على أوراق ماليّة معيّنة<sup>1</sup>.

## سادساً: صندوق صناديق التحوّط

يوقّر صندوق صناديق التحوّط (Fund of Hedge Funds) \*إمكانية الوصول إلى أكبر عدد من صناديق التحوّط، التي قد تكون مُعلّقة في وجه المستثمرين الجدد، وغير مُتاحة لأوساط المستثمرين على نطاقٍ واسع. كما أنّ صندوق صناديق التحوّط يسمح بتخصيص مجموعة من استراتيجيات صناديق التحوّط (محفظة متعدّدة الاستراتيجيات) في وعاءٍ واحد، أو عدّة مدراء أكفاء في استراتيجية معيّنة (المحفظة الموضوعيّة)، والتي تُخدم غرضاً محدّداً في مزيج أصول المستثمرين؛ لكن بتكلفة أكبر<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> إبراهيم نافع قوشجي، الاستراتيجيات الشائعة لدى صناديق التحوّط، في الموقع الإلكتروني: <http://www.arabesquesociety.com/common-strategy-in-hedge-funds> (2016/08/20).

\*هو بمثابة صندوق يستثمر في صناديق تحوط أخرى. وبدلاً من الاستثمار في صندوق تحوط واحد بمدير واحد واستراتيجية واحدة، يمكن للمستثمر من خلال صندوق الصناديق الوصول إلى عدد كبير من مدراء صناديق التحوّط ومن استراتيجيات التحوط، ومن ثم زيادة التنوع في الاستثمار والمخاطر والتخفيف من التقلّبات. لكن يكمن العائق الأكبر في صندوق الصناديق في وجود شريحة أخرى من الرسوم الإضافية.

<sup>2</sup> An introduction to Hedge Funds, op cit, p:12.

## المطلب الثالث: حوافز الاستثمار في صناديق التحوط

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

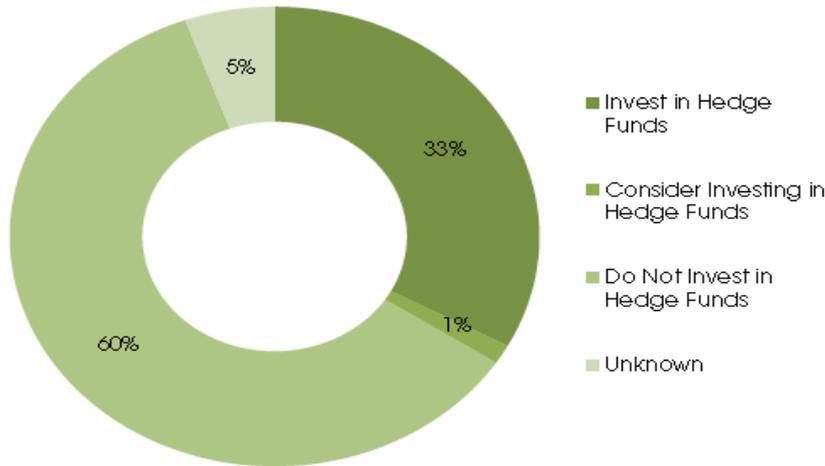
## أولاً: صناديق الثروة السيادية تستثمر في صناديق التحوط

على الرغم من أنّ صناديق الثروة السيادية تُشكّل أقل من 1% من مجموع المستثمرين في صناديق التحوط، إلّا أنّها تُساهم بقدرٍ كبير من رأس المال المستثمر في هذه الفئة من الأصول؛ حيث أنّ حوالي 11% من مجموع رؤوس الأموال المستثمرة في صناديق التحوط تأتي من صناديق الثروة السيادية<sup>1</sup>.

## 1. صناديق الثروة السيادية التي تستثمر في صناديق التحوط

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

شكل رقم (2-5): نسبة صناديق الثروة السيادية التي تستثمر في صناديق التحوط



**Source:** Sovereign Wealth Funds Investors in Hedge Funds, Preqin Sovereign Wealth Funds Review, June 2015, p: 2. Available in the website:

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

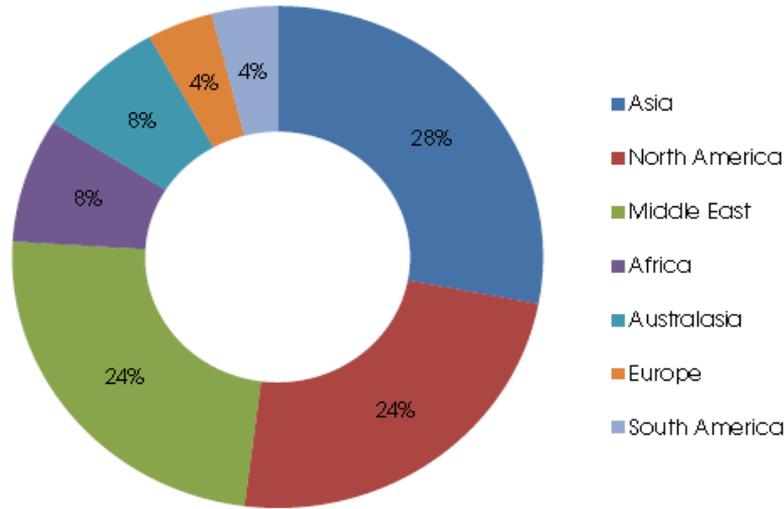
<sup>1</sup> Sovereign Wealth Funds Investors in Hedge Funds, Preqin Sovereign Wealth Funds Review, June 2015, p: 2. Available in the website: <https://www.preqin.com/docs/newsletters/hf/Preqin-HFSL-June-15-Sovereign-Wealth-Fund-Investors-in-Hedge.pdf> (16/5/2016).

أصبحت صناديق الثروة السيادية، في السنوات الأخيرة، تنشط على نحوٍ متزايد في فضاء صناديق التحوط؛ حيث يبيّن الشّكل أنّ 33% من صناديق الثروة السيادية لديها حالياً استثمارات في صناديق التحوط، والتي كانت تُقدّر بـ31% في عام 2013. على الرّغم من هذا، لا تزال تُستخدَم هذه الفئة من الأصول من قبل نسبةٍ صغيرة من صناديق الثروة السيادية مقارنةً مع فئات الأصول البديلة الأخرى. بعض صناديق الثروة السيادية، مثل صندوق التنمية الوطنيّة الإيرانيّة "NDFI"، رأّت أنّ صناديق التحوط مخاطرةٌ كبيرةٌ جدّاً بالنسبة لنهج الاستثمار المحافظ الخاص بها.

## 2. صناديق الثروة السيادية التي تستثمر في صناديق التحوط؛ حسب المنطقة

تتوزّع أصول صناديق الثروة السيادية التي تستثمر في صناديق التحوط في مناطق مختلفة في العالم، وبنسبٍ متفاوتة؛ وهذا ما يوضّحه الشّكل أدناه:

شكل رقم (2-6): صناديق الثروة السيادية التي تستثمر في صناديق التحوط؛ حسب المنطقة



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

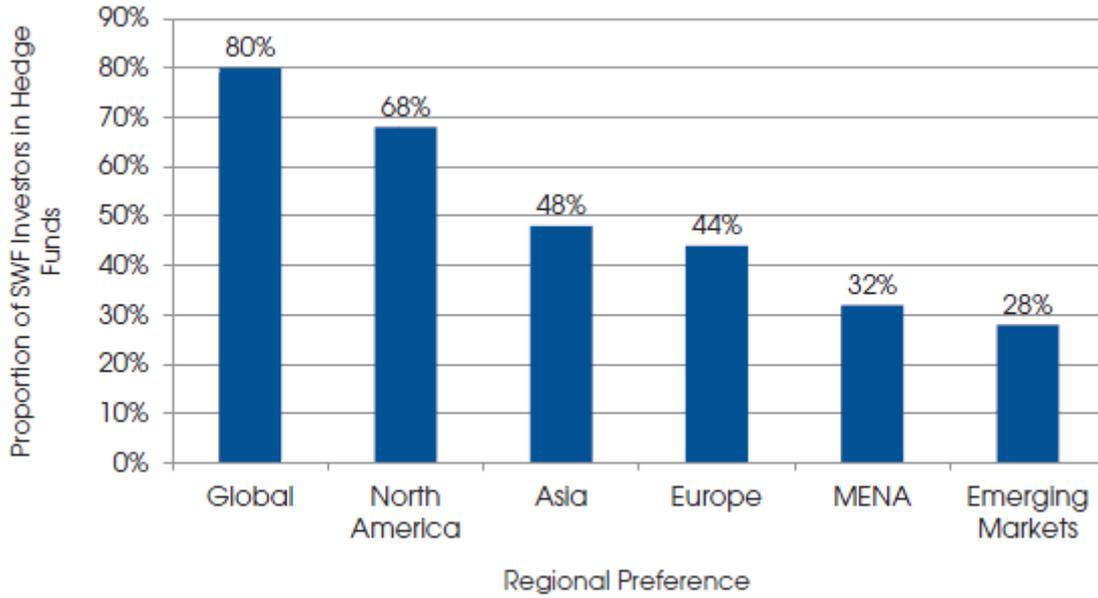
<https://www.preqin.com/docs/newsletters/hf/Preqin-HFSL-June-15-Sovereign-Wealth-Fund-Investors-in-Hedge.pdf> (16/5/2016).

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

### 3. صناديق الثروة السيادية التي تستثمر في صناديق التحوط "التفضيلات الإقليمية"

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

شكل رقم (2-7): التفضيلات الإقليمية لصناديق الثروة السيادية التي تستثمر في صناديق التحوط



Source: The 2015 Prequin Sovereign Wealth Fund Review, Executive Summary, p:7.  
Available in the website:

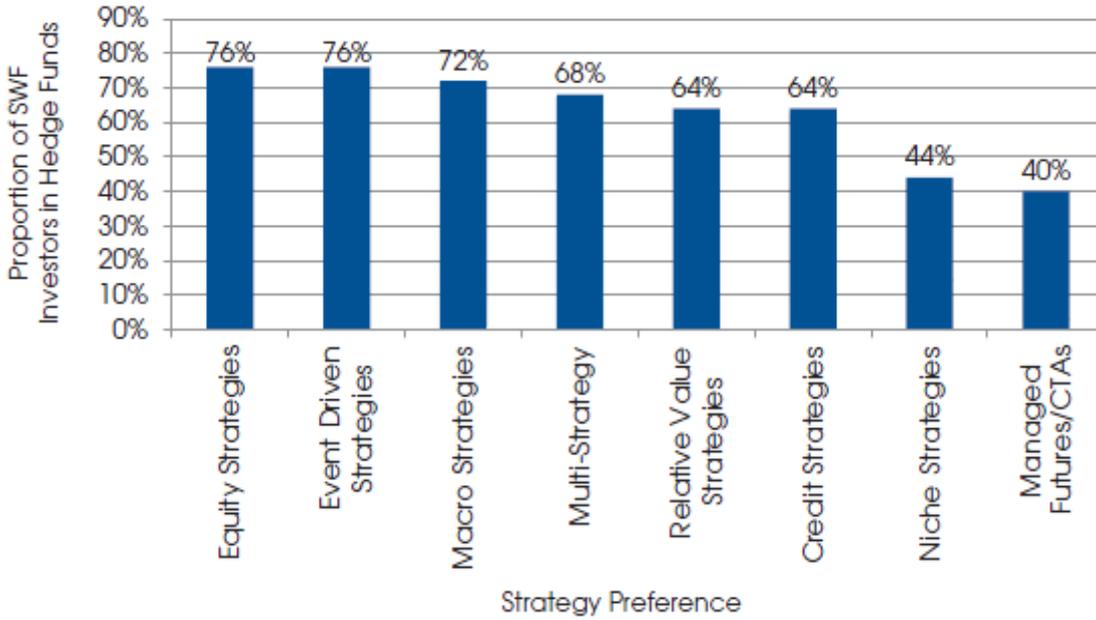
<https://www.prequin.com/item/2016-prequin-sovereign-wealth-fund-review/0/14106> (16/5/2016).

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

### 4. صناديق الثروة السيادية التي تستثمر في صناديق التحوط "الاستراتيجيات والتفضيلات الاستثمارية"

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

شكل رقم (8-2): الاستراتيجيات المفضلة لصناديق الثروة السيادية التي تستثمر في صناديق التحوط

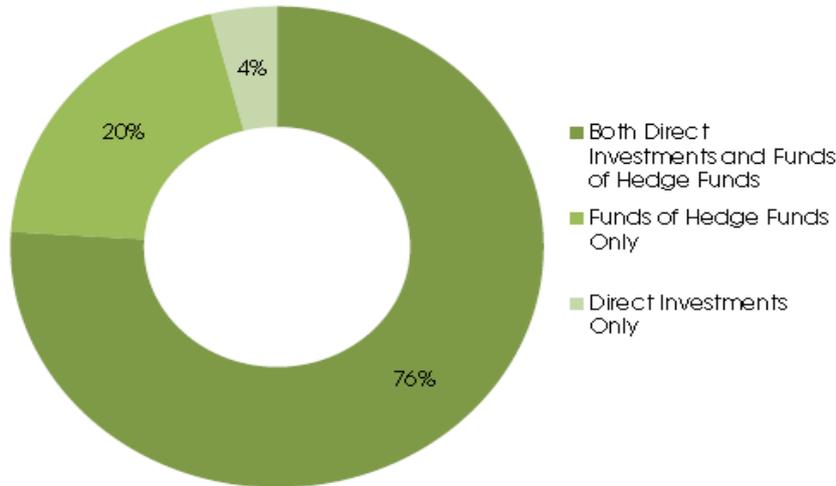


Source: The 2015 Prequin Sovereign Wealth Fund Review, Executive Summary, p:7. Available in the website:

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

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

شكل رقم (9-2): التوجهات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية التي تستثمر في صناديق التحوط



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

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

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

### ثانيًا: حوافز الاستثمار في صناديق التحوط

هناك مجموعة من الأسباب التي تدعو إلى تضمين صناديق التحوط محفظة الاستثمارات التقليدية؛ يتمثّل أهمّها في قدرتها على الحد من المخاطر من خلال التنوع. وسيتمّ التطرق فيما يلي إلى هذه الأسباب<sup>1</sup>:

#### 1. الحد من المخاطر

تُوفّر صناديق التحوط عائداتٍ ثابتةً ترفع من مستوى استقرار محفظة الاستثمارات التقليدية عندما يكون أدائها ضعيفًا، أو عندما لا يمكن التنبؤ بها. وهناك العديد من الاستراتيجيات التي تتّخذها صناديق التحوط لتوليد عوائد مُعزّية، فمثلًا في الأوقات التي تنخفض فيها أسعار الفائدة؛ يوفّر الدّخل الثابت عوائدًا مستقرّة. ورغم أنّه لصناديق التحوط بعض الشّروط التي تحدّ السيولة، وأنها تتميز بدرجةٍ عالية من الغموض وعدم الشّفافية، فإنّ صندوق التحوط إذا تمّت إدارته وتوجيه استثماراته بعناية، يمكن أن يكون وسيلة جيّدة للحد من مخاطر المحفظة.

#### 2. تحسين العائد

إنّ السبب الرئيس الثاني لإضافة صناديق التحوط للمحفظة، هو قدرة بعض هذه الصناديق على تحسين العائدات الإجمالية لهذه الأخيرة. ويتم ذلك بطريقتين مختلفتين<sup>2</sup>:

– **الطريقة الأولى:** هي المحافظة على المحفظة منخفضة المخاطر مع محاولة الضّغط على بعض العائدات الإضافية؛ من خلال استخدام صندوق تحوّل منخفض التذبذب. بإضافة استراتيجية صندوق تحوّل تقوم على استبدال العائد الثابت الضّعيف خلال ذلك؛ حيث أنّ العائدات على المحفظة يمكن أن تشهد زيادةً طفيفة دون أي زيادة في التقلّبات؛

<sup>1</sup> Dan Barufaldi, Hedge Funds : *Why Choose Hedge Funds ?*, available in the website : <http://www.investopedia.com/university/hedge-fund/place-in-portfolio.asp>, 23/8/2015.

<sup>2</sup> Ibid.

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

### 3. اعتبارات تخصيص الموارد

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

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

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

بالنسبة لصناديق التحوُّط، الكثير منها يستخدم الرّافعة المالية، وفي كثيرٍ من الحالات يتأثر مستوى الكشف الإجمالي والصّافي للمحفظة الكلية بمواقفها الطويلة وقصيرة الأجل. ولذا فإنّ التخصيص الموسّع لصناديق التحوُّط سيؤثر بشكلٍ مباشرٍ على إجمالي مستوى الكشف الإجمالي والصّافي للمحفظة الكلية باستخدام رافعةٍ ماليةٍ عالية.

وتحتلّ صناديق التحوُّط مكانًا هامًا في المحفظة بالنظر إلى ما تُوفّره من تنوع وتعزير للعائد، فصناديق التحوُّط المختارة بعناية يمكن أن تكون إضافةً كبيرة وهامة، لكن يبقى لديها بعض السلبيات التي ينبغي أن تُؤخذ بعين الاعتبار أثناء عملية تشكيل المحفظة<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Dan Barufaldi, Hedge Funds: *Why Choose Hedge Funds?*, op cit.

في الوقت الذي يتمكن فيه المستثمرون من تحقيق مكاسب عالية في الأسواق المالية المحلية، فإن صناديق التحوط سيبقى لها دورها في جميع الأحوال وتكون جزءاً هاماً من محافظتهم؛ على الرغم من وجود فرص استثمارية أخرى ذات مردود أعلى. فبعد أن حققوا مكاسب جيدة في السوق المحلية باتوا راغبين في تنويع أكثر لحافظهم الاستثمارية. كما أن السيولة النقدية في منطقة الخليج مثلاً أصبحت الآن عالية لدرجة، بات من الصعب استيعابها في فرص الاستثمار المحلية وحدها؛ وهنا بالضبط يأتي دور صناديق التحوط في تقديم مجموعة متنوعة من أدوات الاستثمار البديلة ذات الأداء الجيد، والتي يمكنها أن تكمل الاستثمارات التقليدية التي تتم في السوق المحلية أو الأسواق الدولية؛ مما يساعد المستثمر على تنويع محافظته الاستثمارية.

وهذا يعني أن صناديق التحوط ستبقى دوماً أداة لتنويع المحافظ الاستثمارية في السوق الاستثمارية الدولية. فلقد أثبتت هذه الصناديق أنها توفر وسيلة فعالة لحماية المحفظة الاستثمارية من التقلبات الحادة التي تُصيب بين الحين والآخر الأسواق التقليدية؛ ومن ثمّ حماية رأس المال المستثمر من التآكل بفعل هذه التقلبات.

إن اعتماد صناديق التحوط كعنصر في محفظة استثمارية متوازنة يُساهم دوماً في تحسين الأداء الإجمالي لهذه المحفظة وفي تخفيف مخاطر الاستثمار، ولكن هذا لا يعني غياب عنصر المخاطرة الموجود في أي استثمار، لكن المخاطر التي تتضمنها هذه الصناديق أقل من المخاطر التي يحملها الاستثمار في الأسهم أو السندات الدولية والاستثمارات التقليدية عموماً.

من هنا يمكن القول بأن صناديق التحوط تُعتبر فرصة جيدة لصناديق الثروة السيادية؛ رغم أن الاستراتيجيات الاستثمارية التي تعتمد عليها وكذلك مبادئ إدارة المخاطر التي تُطبقها مُعقدة للغاية وتتطلب مستوى عالياً من الاختصاص لفهمها. لذلك ينبغي على صناديق الثروة السيادية الاستثمار في صناديق جامعة "Funds of funds hedge" تُدار من قبل مؤسسات لديها الكفاءة العالية في هذا المجال، مما يؤدي إلى تخفيض عنصر المخاطرة الى حدٍ أدنى؛ حيث أنّ الصناديق الجامعة تتوافر لديها الخبرة والبنية التحتية القوية تبقى الخيار الأفضل للمستثمرين للاستفادة من صناديق التحوط<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> إبراهيم نافع قوشجي، صناديق التحوط وأثرها على الاستثمار، 4 مايو 2016، في الموقع الإلكتروني: <http://www.arabesquesociety.com/hedge-funds>

## المبحث الثاني: الاستثمار في الأسواق الناشئة

لقد ظهرت سلالته جديدة من الأسواق في البلدان النامية، أُطلق عليها مصطلح "الأسواق الناشئة"، وقد شدت انتباه المستثمرين واستقطبتهم نحوها نظرًا لمنتجاتها التي أصبحت تُنافس المنتجات والماركات العالمية، وكذا للعائد الكبير الذي تُقدمه لهم؛ باعتبارها مصدر تنويعٍ لحافظهم. ولقد أدت هذه الأسواق دورًا كبيرًا في تنمية اقتصاداتها المحليّة نظرًا للتدفّقات المالية الكبيرة نحوها، كما عملت على مواكبة التطوّر في الاقتصاد العالمي؛ سعيًا للوصول للزيادة ضمن الأسواق الدوليّة. وسيتم من خلال هذا المبحث التعرف على الأسواق الناشئة وأهم خصائصها وحوافز الاستثمار فيها؛ من خلال التطرق إلى المطالب التالية:

- المطلب الأوّل: ماهية الأسواق الناشئة؛
- المطلب الثاني: خصائص الأسواق الناشئة؛
- المطلب الثالث: استراتيجيات الأسواق الناشئة وحوافز الاستثمار فيها.

## المطلب الأول: ماهية الأسواق الناشئة

لقد تمّ صياغة مصطلح "الأسواق الناشئة" من قبل المدير الاستثماري الدولي ذي الرّؤى الشّاملة "أنطوني فان أجميل" سنة 1981. فبينما كان يعمل في مؤسّسة التمويل الدوليّة التابعة للبنك الدولي، قدّم فكرة لسالمون برادرز "Salomon Brothers"، تمثّلت في إنشاء "صندوق أسهم للعالم الثالث". وتمّ رفض هذه التسمية والمطالبة بوصفٍ أرفع، وعلى هذا الأساس وُلد مصطلح "الناشئة"<sup>1</sup>.

## أولاً: مفهوم الأسواق الناشئة

على الرّغم من أنّ مصطلح "السوق الناشئة" يُستخدم غالبًا في أدبيّات إدارة الأعمال الدوليّة، وربّما فهمه متعارفٌ عليه؛ لكن لا يوجد تعريفٌ محدّد له؛ حيث يركّز الكتاب على الجوانب المختلفة التي تميّز هذه الأسواق.

## 1. تعريف الأسواق الناشئة

يُمكن تقديم بعض التعريفات للأسواق الناشئة كالتالي<sup>2</sup>:

- يُقصد بالأسواق الناشئة الأسواق التي يمر اقتصادها في مرحلة تحوّلٍ باتجاه اقتصاد السوق، والطريقة الأفضل لتحديد سوقٍ ناشئٍ تستوجب الرجوع إلى عددٍ من الخصائص النوعية، فصفة الناشئ إذا ما أُطلقت على الاقتصاد، فإنها تعني مرحلة الانطلاق؛ حيث توجد إمكانية نموّ هامّة.

<sup>1</sup> Gülen Tuncer, "Movin' on Up..." *Emerging Markets' Rising Importance in the Global Economy*, Asset Management Viewpoint, Conning, Vol 16, Issue 3, June 2012, p:1.

<sup>2</sup> بوكساني رشيد، *معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها*، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006، ص: 160.

- وهناك من يعرفها بأنها: " تلك الأسواق التي توجد خارج البلدان الأكثر تقدماً، وتنتمي إلى دولٍ نامية في مرحلة التحول إلى اقتصاد السوق، وأهم ما تتميز به هذه الأسواق هو الزيادة الكبيرة في القيمة السوقية للأسهم، بالإضافة إلى تزايد حجم الإصدارات الجديدة"<sup>1</sup>.
  - كما يُطلق مصطلح الأسواق الناشئة على الأسواق التي تكون في مرحلة انتقالية، ويكون حجمها ونشاطها أو مستوى تطورها في نموٍّ متزايد؛ حيث تُصنّف الأسواق كناشئة حسب شركة "S&P" إذا توافر فيها الشرطان التاليان على الأقل<sup>2</sup>:
  - أن تنتمي لاقتصادٍ ذي دخل متوسطٍ أو منخفض حسب تعريف البنك الدولي؛
  - أن يكون رأس المال القابل للاستثمار منخفضاً مقارنةً بالنتائج الداخلي الخام.
- وبما أنه لا وجود لتعريفٍ واضحٍ له، فهذا يجعل تصنيف السوق الناشئ يخضع للمعايير التالية<sup>3</sup>:
- صغر حجم الاقتصاد؛
  - نصيب الفرد من الناتج القومي الإجمالي (GNP) أقل بكثيرٍ منه في البلدان المتقدمة؛
  - ارتفاع معدل التذبذب في سعر الصرف الذي يعني خطراً كبيراً في التداول.
- وبغض النظر عن كيفية تعريف المشاركين في السوق للأسواق الناشئة، تُعتبر هذه الكيانات السيادية منافسةً قويةً لنظيرتها "الأسواق المتقدمة". وعلاوةً على ذلك، فإن مشاركة الأسواق الناشئة في التجارة العالمية ومساهمتها في الناتج المحلي الإجمالي العالمي آخذة في الازدياد. وقد حقق سهم الأسواق الناشئة في الاقتصاد العالمي مقاساً بالناتج المحلي الإجمالي على أساس تعادل القوة الشرائية 37% سنة 1998. وفي سنة 2011 بلغ نصيب الأسواق الناشئة في الاقتصاد العالمي 49%، ويتوقع صندوق النقد الدولي أن تصل إلى 54% بحلول عام 2017<sup>4</sup>.
- وتُعتبر الصين والهند أكبر الاقتصادات الناشئة؛ عندما تتم الإشارة إلى ظاهرة مرور اقتصاداتها بمرحلة انتقالية.

<sup>1</sup> بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص: 161.

<sup>2</sup> المصدر نفسه.

<sup>3</sup> Aziz Sunje, Emin Çivi, *Emerging Markets: A Review Of Conceptual: Frameworks*, 2001, p :204.

<sup>4</sup> صندوق النقد الدولي، انكماش الطلب وتراجع الآفاق المتوقعة، مستجدات آفاق الاقتصاد العالمي، 19 يناير 2016، ص: 1. متوافر في الموقع الإلكتروني:

<https://www.imf.org/external/arabic/pubs/ft/weo/2016/update/01/pdf/0116a.pdf> تاريخ الاطلاع على الموقع 2016/2/20.

## ثانيًا: مراحل تطوّر الأسواق الناشئة

إن متابعة تطوّر الأسواق الناشئة مَكَّن من وضع إطارٍ لمراحل النمو التي تمر بها، مع الإشارة إلى أنّه في كل مرحلة يزداد هذا السوق نُضجًا مقارنةً بالمرحلة السابقة، وفيما يلي عرضٌ لهذه المراحل<sup>1</sup>:

1. **المرحلة الأولى:** يتميز السوق الناشئ في هذه المرحلة بما يلي:
  - قلة عدد الشركات المسجلة وانخفاض عدد الأسهم وتعرضها لتقلباتٍ شديدة في الأسعار؛
  - ارتفاع درجة التركز وانخفاض السيولة؛
  - اتجاه أسعار الأوراق المالية إلى الارتفاع؛ الأمر الذي يجعلها تجذب المددحرات المحلية التي كانت تُوجّه إلى أنشطةٍ أخرى، وتمر العديد من الأسواق الناشئة بهذه المرحلة في إفريقيا مثل كينيا وزمبابوي، وفي شرق أوروبا مثل بولندا.
2. **المرحلة الثانية:** وتتميز الأسواق الناشئة في هذه المرحلة بما يلي:
  - ارتفاع مستوى السيولة مع تنوع الأسهم؛
  - البدء في تطوير اللوائح التنظيمية، الأمر الذي يوفّر فرصةً أكبر لتحقيق الربح؛ ومن ثم تبدأ في اجتذاب المستثمر الأجنبي.

ومن بين الأسواق الناشئة التي دخلت في هذه المرحلة البرازيل، الصين، كولومبيا، الهند، المغرب، باكستان، الفلبين ومصر.
3. **المرحلة الثالثة:** ويتميز السوق الناشئ في هذه المرحلة بما يلي:
  - تُصبح عوائد السوق أقلّ تقلبًا مع زيادةٍ سريعة في التعامل وحجم الأسهم المصدرّة؛
  - تزداد حركة التداول مع قيام شركات القطاع الخاص أو شركات القطاع العام التي تحوّلت إلى قطاعٍ خاص بطرح إصداراتها للجمهور طرحًا أوليًا، الأمر الذي يخلق مزيدًا من الوساطة الناجحة، وقد تدفع الحاجة لتقليل المخاطر إلى استحداث وسائل لحماية الاستثمار في الأوراق المالية، وتشمل هذه الأسواق الأرجنتين وإندونيسيا، تركيا، ماليزيا، المجر وتايلاند.
4. **المرحلة الرابعة:** وهي آخر مرحلة؛ حيث يُصبح السوق أكثر نُضجًا وتتميز بما يلي:
  - ارتفاع درجة السيولة فيها بدرجةٍ كبيرة؛
  - يزداد السوق المالي اتساعًا؛
  - تنخفض علاوة المخاطرة للأوراق المالية إلى مستوياتٍ تنافسيةٍ دولية؛

تُعتبر أسواق الأوراق المالية في كثيرٍ من هذه الاقتصادات مؤشّرًا للحالة الاقتصادية، كما أنّها تعكس درجة ثقة المستثمرين الأجانب في اقتصاد الدولة. وتشمل هذه الأسواق هونغ كونغ، كوريا، المكسيك، سنغافورة وتايوان.

<sup>1</sup> Lu'ary Minwer Alremawi : *Securities Markets Instruments Globalization and Benefits to Emerging Economies, the Arab Bank Review, Vol 3, n°2, October 2001, p: 38.*

## ثالثًا: أهمية الأسواق الناشئة

إنّ الأسواق الناشئة كان لها الأثر البالغ على مدى الخمس وعشرين سنة الأخيرة في الارتفاع الكبير الذي حقّقه الاقتصاد العالمي، مقارنةً مع البلدان ذات الاقتصادات المتقدمة كالولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا واليابان؛ وذلك لأنّ بلدان الأسواق الناشئة لديها مواطن قوة حقيقية، لاسيما الصادرات والإنفاق الرأسمالي والتي تُعدّ عناصر حيوية لارتفاع معدلات النمو الاقتصادي.

وقد بلغ متوسط معدل النمو في الأسواق الناشئة على مدى الأربع سنوات الممتدة في الفترة "2009-2012" أعلى من 6%، بينما لم يتعدّ في البلدان الصناعية المتقدمة 2%. وتمثّل بلدان الأسواق الناشئة مجتمعةً 36% من الناتج المحلي الإجمالي العالمي، مقارنةً مع 18% فقط عام 1995، وحوالي 50% من إجمالي الصادرات مقارنةً مع 27% سنة 1990، و50% من الإنفاق الرأسمالي العالمي مقارنةً مع 26% سنة 1990.<sup>1</sup>

وهناك توجّهان أضيفا مؤخرًا إلى الدوافع التي زادت قوة الأسواق الناشئة في الاقتصاد العالمي:

1. ظهور الصين كمركز اقتصادي كبير؛

2. النمو السكاني الكبير.

فقد أدت الصين دورًا رئيسًا في التقدّم الذي حقّقه الأسواق الناشئة؛ حيث أزاحت ألمانيا لتُصبح أكبر مصدر للسلع على مستوى العالم. بالإضافة إلى ذلك، تمثل حصة استثمار الصين في الناتج المحلي الإجمالي ما يقارب 48%، وهو واحدٌ من أعلى المستويات المسجّلة في التاريخ الاقتصادي.

وعلاوةً على ذلك، الصين لديها احتياطات نقد أجنبية ضخمة من الدولار تُقدّر بحوالي 3,3 تريليون دولار، ويفضل الصين الأسواق الناشئة مجتمعةً لديها 7 تريليون دولار من احتياطات النقد الأجنبي، مقارنةً مع 3,4 تريليون دولار في البلدان الصناعية المتقدمة<sup>2</sup>. ويؤدّي النمو السكاني أيضًا دورًا في ارتفاع معدلات نمو الأسواق الناشئة مقارنةً مع البلدان المتقدمة، وعلى مدى الأربعين سنة المقبلة، من المتوقع أن يتراجع عدد سكان أوروبا من 484 إلى 440 مليون نسمة، وعدد سكان اليابان من 126 إلى 108 مليون نسمة. كل من أوروبا واليابان لديهما مجتمع تغلب فيه نسبة الشّيخوخة (مجتمع مُسنّ)؛ مع أكثر من 35% فوق سن 65 سنة، مقارنةً مع من 10-20% في المجموع في بلدان الأسواق الناشئة.

<sup>1</sup> David Hale, Founding Chairman, *The Importance of Emerging Markets*, David Hale Global Economics, Winnetka, IL, SEPTEMBER 2012, p: 43.

<sup>2</sup> Ibid.

هناك عددٌ قليل من الأسواق الناشئة، مثل الصين وكوريا الجنوبية وتايوان وهونغ كونغ من المتوقع أن تعرف انخفاضاً في عدد السكان؛ لكن أغلبية بلدان الأسواق الناشئة يُفترض أن تشهد نموًا سكانيًا مستمرًا؛ حيث سيبدأ عدد سكان الصين في الانخفاض على مدى العشر سنوات المقبلة، وبحلول 2050 من المتوقع أن ينخفض من 1,341 بليون نسمة حاليًا إلى 1,285 بليون نسمة، في حين عدد سكان الهند من المتوقع أن ينمو من 1,224 بليون نسمة إلى 1,7 بليون نسمة. أما عدد سكان أمريكا اللاتينية فمن المتوقع أن ينمو من 548 مليون إلى 703 مليون نسمة، الفيليبين وإندونيسيا من 93 مليون إلى 154 مليون نسمة/ من 239 مليون إلى 260 مليون نسمة على التوالي.

في إفريقيا من المتوقع أن ينمو عدد السكان إلى أكبر من الضعف أي من 1 بليون إلى 2,2 بليون نسمة؛ على الرغم من التحديات العديدة التي تُواجهها إفريقيا مثل الإيدز والإبادة الجماعية. ومن المثير للاهتمام، على مدى الأربعين سنة المقبلة، من المحتمل أن تشهد الولايات المتحدة الأمريكية نموًا في عدد السكان من 310 مليون سنة 2011 إلى 403 مليون بحلول 2050<sup>1</sup>.

#### رابعًا: مكانة الأسواق الناشئة في الاقتصاد العالمي

ظل النشاط الاقتصادي العالمي ضعيفًا في 2015؛ حيث تراجع النمو في اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية للعام الخامس على التوالي، في حين أنّ هذه الأخيرة تزال تُساهم بما يزيد على 21% من النمو العالمي، بينما لا يزال التعافي في الاقتصادات المتقدمة محدودًا. ولا تزال هناك ثلاثة تحولات رئيسة تؤثر في الآفاق العالمية وهي<sup>2</sup>:

- تباطؤ النشاط الاقتصادي في الصين واستعادته للتوازن بالتدريج مع تحوّل نحو الاستهلاك والخدمات بعيدًا عن الاستثمار والصناعات التحويلية؛
- انخفاض أسعار الطاقة وغيرها من السلع الأولية؛
- تشديد السياسة النقدية في الولايات المتحدة بالتدريج في ظل صلابة التعافي الأمريكي، بينما تُواصل البنوك المركزية في العديد من الاقتصادات المتقدمة الرئيسة الأخرى تيسير السياسة النقدية.

ويشهد النمو الكلي في الصين تطورًا على نطاقٍ واسعٍ على النحو المتوخى، ولكن مع تباطؤ حركة الواردات والصادرات بوتيرةٍ أسرع من المتوقعة، وهو ما يرجع في جانبٍ منه إلى ضعف نشاط الاستثمار والصناعة التحويلية. وتنتشر تداعيات هذه التطورات، إلى جانب مخاوف السوق بشأن أداء اقتصاد الصين في المستقبل، نحو اقتصادات

<sup>1</sup> David Hale, Founding Chairman, *op cit*, p: 43.

<sup>2</sup> صندوق النقد الدولي، انكماش الطلب وتراجع الآفاق المتوقعة، مستجدات آفاق الاقتصاد العالمي، 19 يناير 2016، ص: 1. متوفر في الموقع الإلكتروني:

<https://www.imf.org/external/arabic/pubs/ft/weo/2016/update/01/pdf/0116a.pdf> تاريخ الاطلاع على الموقع 2016/2/20.

أخرى من خلال قنوات التجارة وانخفاض أسعار السلع الأولية، وكذلك من خلال تراجع الثقة وتزايد التقلب في الأسواق المالية.

ولا يزال الضعف يشوب نشاط الصناعة التحويلية والتجارة على مستوى العالم، ويُعزى هذا الأمر لا إلى التطورات التي تشهدها الصين وحسب، وإنما يرجع كذلك إلى تراجع الطلب والاستثمار في العالم على نطاقٍ أوسع؛ لا سيما تراجع الاستثمار في الصناعات الاستخراجية. إضافةً إلى ذلك، تنوء التجارة العالمية كذلك بأعباءٍ ثقيلة من التراجع الحاد في واردات عددٍ من اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية التي تمرُّ بضائقةٍ اقتصاديةٍ.

وتُشير التوقعات إلى بلوغ النمو العالمي 3,4% في 2016 و3,6% في 2017<sup>1</sup>؛ ويمكن متابعة ذلك من خلال

الآتي:

### 1. الاقتصادات المتقدمة

يُتوقع ارتفاع النمو في الاقتصادات المتقدمة بمقدار 0,2 نقطة مئوية في 2016 ليصل إلى 2,1%، وأن يستمرّ بصورةٍ مطردة في عام 2017. ويظلّ النشاط الكليّ محتفظاً بصلابته في الولايات المتحدة، تدعمه الأوضاع المالية التي لا تزال ميسرة وأوضاع أسواق المساكن والعمل الآخذة في التحسن، غير أن قوة الدولار تُلقي بأعبائها على نشاط الصناعة التحويلية، وانخفاض أسعار النفط يحدّ من الاستثمار في الهياكل والمعدات المستخدمة في التعدين. وفي منطقة اليورو ارتفع الاستهلاك الخاص بدعم من انخفاض أسعار النفط ويُسرّ الأوضاع المالية، مما عوّض الانخفاض في صافي الصادرات. ومن المتوقع أيضاً أن يتعزّز النمو في اليابان في عام 2016، استناداً إلى دعم المالية العامة، وانخفاض أسعار النفط، والأوضاع المالية التيسيرية، وتصاعد الدّخول<sup>2</sup>.

### 2. اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية

يُتوقع ارتفاع النمو في اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية من 4% في 2015 وهو أدنى معدل منذ الأزمة المالية التي وقعت في 2008-2009 إلى 4,3% و4,7% في 2016 و2017، على الترتيب، ومن المتوقع أن يتباطأ النمو في الصين إلى 6,3% في 2016 و6,0% في 2017، وذلك في الأساس نتيجة لضعف نمو الاستثمار؛ حيث يستمرّ الاقتصاد في استعادة توازنه. وتُشير التوقعات عمومًا بشأن الهند وبقية بلدان آسيا الصاعدة إلى أنّها ستواصل النمو بمعدلاتٍ قوية، وإن كانت هناك بعض البلدان التي ستواجه تأثيرات معاكسة قوية من استعادة التوازن الاقتصادي في الصين وضعف الصناعة التحويلية في العالم.

<sup>1</sup> صندوق النقد الدولي، انكماش الطلب وتراجع الآفاق المتوقعة، مستجدات آفاق الاقتصاد العالمي، مرجع سابق، ص: 2.

<sup>2</sup> المصدر نفسه.

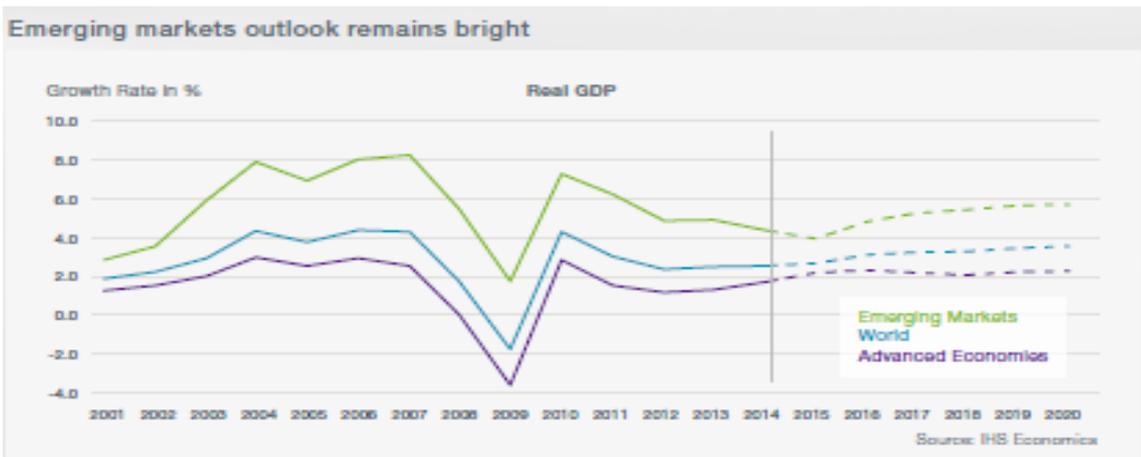
وُشير التوقعات الحالية بشأن أمريكا اللاتينية والكاربي إلى انكماش إجمالي الناتج المحلي الكلي في سنة 2016، وإن كان بمعدل أقل مما كان عليه في 2015، ورغم النمو الإيجابي في معظم بلدان المنطقة. ويرجع ذلك إلى الركود في البرازيل وفي بلدانٍ أخرى تمرّ بضائقة اقتصادية.

ويُتوقع ارتفاع النمو في الشرق الأوسط، لكن أسعار النفط المنخفضة، إلى جانب التوترات الجغرافية-السياسية والصراعات الداخلية في بعض الحالات، ستظل تؤثر سلبًا على الآفاق المستقبلية.

ومن المتوقع أن تُحقق أوروبا الصاعدة نموًا مُطردًا على نطاقٍ واسع، وإن سجلت بعض التباطؤ في 2016، فُشير التوقعات إلى أن روسيا ستظل تحت وطأة الركود في 2016، بينما تُواصل التكيّف مع انخفاض أسعار النفط والعقوبات التي يفرضها الغرب. أمّا الاقتصادات الأخرى فيحرفها كذلك تيار الركود والتوترات الجغرافية-السياسية في روسيا، وتتأثر في بعض الحالات بأوجه الضعف الهيكلي الداخلية وأسعار النفط المنخفضة؛ ومن المتوقع أن تُحقّق توسعًا طفيفًا في 2016، وأن تُسرّع الخطى في 2017<sup>1</sup>.

وسوف تشهد معظم بلدان إفريقيا جنوب الصحراء انتعاشًا تدريجيًا في النمو، ولكن ذلك لن يتجاوز معدلات تظل أدنى من المحققة أثناء العقد الماضي، في ظل انخفاض أسعار السلع الأولية. ويرجع هذا الأمر في الأساس إلى التكيّف المتواصل مع انخفاض أسعار النفط وارتفاع تكاليف الاقتراض، مما يُلقي بعبءٍ ثقيل على بعض أكبر الاقتصادات في المنطقة (أنغولا ونيجيريا وجنوب إفريقيا)، وكذلك على عدد من البلدان الأصغر حجمًا المصدرّة للسلع الأولية، ويُمكن متابعة توقّعات الناتج المحلي الإجمالي في الأسواق الناشئة والأسواق المتقدمة والعالم خلال الفترة "2001-2020"؛ من خلال الشكل البياني الموالي:

شكل رقم (2-10): توقّعات الناتج المحلي الإجمالي في الأسواق الناشئة والأسواق المتقدمة والعالم "2001-2020"



Source: IHS Economics, available in the website: <https://www.ihs.com/products/global-economic-data.html>

<sup>1</sup> صندوق النقد الدولي، انكماش الطلب وتراجع الآفاق المتوقعة، مستجدات آفاق الاقتصاد العالمي، مرجع سابق، ص: 3.

نُلاحظ من خلال الشّكل أنّ النّاتج المحلّي الإجمالي في الأسواق الناشئة أعلى منه في الأسواق المتقدّمة على طول الفترة. كما نلاحظ أنّ النّاتج المحلّي الإجمالي سجّل ارتفاعاً على مدى السّنوات "2007-2001" ليبلغ أعلى مستوياته سنة 2007، ثمّ انخفض إلى مستويات متدنّية في سنوات الأزمة "2008"، وعاد للارتفاع بعد ذلك؛ وشهد مستوى أدنى لكن مستقرّاً خلال السّنوات بعد الأزمة إلى غاية 2016، ويُتوقّع أن ترتفع معدّلات النّاتج المحلي الإجمالي خلال السّنوات القادمة؛ خاصّة تلك الخاصّة بالأسواق الناشئة.

ويرجع نجاح الأسواق الناشئة للعوامل الرئيسيّة التّالية<sup>1</sup>:

- تركيز شديد على التّنفيذ والجودة الفائقة؛
- التّركيز على التّكنولوجيا والتّصميمات؛
- اختراع نموذج صناعي جديد؛
- اكتشاف مجال غفل عنه اللاعبون الدّوليون؛
- الاستعانة بالقدرات العقليّة والعمالة رخيصة الثّمّن؛
- استراتيجيّة الاستحواذ؛
- سرعة الوصول إلى السّوق؛
- إطلاق ماركة تجاريّة؛
- نموذج تنظيمي وتسويقي جديد؛
- وفرة الموارد الطّبيعية.

<sup>1</sup> أتوني فان أجميل، قرن الأسواق الناشئة: كيف تستولي سلالة جديدة من الشّركات العالميّة على العالم، مكتبة جرير، المملكة العربيّة السعوديّة، ط1، 2008، ص: 69.

## المطلب الثاني: خصائص الأسواق الناشئة

إنّ البلدان الناشئة هي التي ينمو اقتصادها سريعاً، وللمعنى منها بمرحلة الانتقال إلى اقتصاد السوق قُدرة أعلى من البلدان المتقدمة على توفير فرص أرباح للمستثمرين. وفيما يلي عرض مفصّل لخصائص الأسواق الناشئة<sup>1</sup>:

1. **ضيق السوق:** تتميّز الأسواق الناشئة بضيقها؛ سواءً من حيث عدد الشركات المدرجة أو من حيث القيمة الإجمالية للأسهم المسجلة بها، مقارنةً بالنتائج المحليّة الإجمالية للدولة والذي يُعبّر عنه بمعدّل الرّسمة؛ حيث تُحسب هذه النسبة بين قيمة الأسهم المسجلة بالبورصة وقيمة الناتج المحليّ الإجمالي، ويصل هذا المعدّل إلى أكثر من واحد في دول مثل إفريقيا الجنوبية؛
2. **التّركيز:** يقيس هذا المؤشّر قيمة مساهمة مجموعة من الشركات المقيدة بالبورصة، يصل عددها إلى عشر شركات، الأولى من حيث ترتيبها في الرّسمة الإجمالية للبورصة؛ حيث تمتاز الأسواق الناشئة بتسجيل معدّل يصل إلى 60%، بينما تشهد الأسواق المتطورة نسبةً لا تتعدّى 20%؛
3. **التذبذب:** يقيس هذا المؤشّر مدى تذبذب وعدم استقرار عائدات السوق، ويُقاس باحتساب النسبة بين سعر السهم إلى أرباحه، وهي النسبة التي تُسجّل ارتفاعات كبيرة في معظم الأسواق الناشئة؛ مما جعلها أسواقاً تتميّز بدرجة مخاطرة كبيرة، وقد سجّلت هذه النسبة في بورصة البرازيل ما مقداره ثماني مرّات النسبة المسجّلة في بورصة هولندا؛
4. **التطوّر السريع:** تُسجّل الأسواق الناشئة في فترة وجيزة نمواً كبيراً جدّاً في عدد الشركات المدرجة بها، وكذا حجم الأوراق الماليّة المتداولة فيها، باعتبارها أسواقاً تزامنت في إنشائها مع دخول تلك البلدان في تطبيق برامج حوصصة واسعة، كان هدفها الأساسي تحليص الدّول مما تمتلكه من مؤسّسات القطاع العام لصالح شركات مساهمة تتداول أوراقها الماليّة في البورصة. في هذا الإطار يُمكن ذكر بورصة عمّان للأوراق الماليّة التي شهدت قيد 109 شركة في فترة لا تزيد عن أربع سنوات من إنشائها (الفترة الممتدّة من 1979-1983)؛
5. **افتقارها للتّظيم:** تشهد الأسواق الناشئة في معظمها سوء تنظيم وعدم كفاءة في الإدارة، كونها أسواقاً وُجدت نتيجة ظروفٍ اقتصاديّة ميّزت البلدان المتواجدة فيها، ولم يُتوخَّ في إنشائها تحضير القوانين والتشريعات المنظّمة للعمل فيها، بمعنى أنّ السّلطات في تلك البلدان لم تول أهميةً لائقة للجوانب التّظيميّة التي تُوجّه عمل هذه الأسواق بما يُحسّن كفاءتها. وتتعلّق الجوانب التّظيميّة بالشروط الخاصّة بقيد الشركات في هذه الأسواق، تكلفة الحصول على المعلومات ونشرها عن تلك الشركات والكيفيات التي تتم بها المعاملات في الأسواق؛ من حيث فرض شروطٍ تاديبيّة على جميع أعضائها والوسطاء فيها؛
6. **ارتفاع عوائد الاستثمار فيها:** تُمثّل الأسواق الناشئة مركزاً لاستقطاب الاستثمار الأجنبي، لاسيما من قبل المستثمرين في الأسواق المتقدمة لما يُحقّقونه من عوائد مرتفعة على استثماراتهم في هذه الأسواق؛ مقارنةً بما يُحقّقونه في الأسواق المتقدمة.

<sup>1</sup> حسان خبابة، دور أسواق الأوراق الماليّة بالبلدان العربيّة في التنمية الاقتصاديّة، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، فيفري 2004، ص: 4-5.

إنّ مخاطر الاستثمار في الأسواق الناشئة أعلى منها في الأسواق المتقدمة؛ ومن ثمّ فإنّ الخطر الأكثر أهمية المصاحب للاستثمار المالي في هذه الأسواق هو تقلبات الأسعار، والتي يمكن ملاحظتها في فترة معيّنة من الزمن. إنّ التقلّب (التذبذب) كخطر مرتبط بالاستثمارات في سوق الأوراق المالية هو نتيجة لتجليات المخاطر الأكثر تنوعاً: الخطر السياسي وخطر تقلبات أسعار الصّرف ومعدّلات التّضخّم، ومن كافة التّدابير والإجراءات التي اعتمدها السّلطات فيما يخصّ العملة المحليّة، ولكن المعلومات في السّوق من المرجّح أن تُعكّر الصّفو (سواء بالسّلب أو بالإيجاب) في السّياق العادي للأوراق المالية المدرجة. ومع ذلك، وفقاً لمبدأ "أعلى خطر أعلى ربحية"، المستثمرون الذين يتحمّلون مخاطر الاستثمار في هذه الأسواق لديهم فرصة لكسب المزيد من الأسواق المتقدمة. الالتزامات الملحقّة يتم مقابلتها بالأرباح المكتملة والاستثمارات. بالنّسبة للمستثمرين الدّوليين الاستثمار في هذه الأسواق هو أساساً فرصة لتنويع محافظهم الاستثماريّة، خاصّةً لأنّ معظم الأسواق الناشئة ضعيفة الارتباط بالأسواق المتقدمة.

ويعتقد كثيرٌ من الاقتصاديين أنّ اقتصادات البلدان الناشئة سيكون من شأنها تعزيز الاقتصاد العالمي وأنها ستكون القوّة الجديدة في العالم في إطار زمنيّ محدّد<sup>1</sup>.

### المطلب الثالث: استراتيجيات الأسواق الناشئة وحوافز الاستثمار فيها

سيتم التّطرّق من خلال هذا المطلب إلى استراتيجيات الأسواق الناشئة وحوافز الاستثمار فيها.

#### أولاً: استراتيجيات الأسواق الناشئة

لقد اهتمّ معظم المستثمرين المؤسّساتيين بالأسواق الناشئة لسنواتٍ عديدة، غير أنّه يُلاحظ وجود تفاوتٍ كبير في التّهج الاستثماري في هذه الأسواق؛ حيث يتّخذ العديد من المستثمرين نهجاً بطيئاً يتعلّق بمؤشر الأسهم العامة بهدف زيادة تعرّضها. من جهة أخرى، هناك فئة من المستثمرين يتبنون استراتيجياتٍ فُطريّة محدّدة ومتعمّدة، كفتح المكاتب المحليّة، توظيف المهنيين المحليين، وبناء علاقاتٍ محليّة لاتخاذ نهجٍ نشط لتحديد واقتناص الفرص الأكثر جاذبيّة.

إنّ الأكثر أهمية من تبيّي أيّ استراتيجية بالنّسبة للمستثمرين، هو قوّة ونجاعة هذه الاستراتيجية؛ ومن ثمّ فإنّ المستثمرين المؤسّساتيين الأكثر نجاحاً في العقد المقبل هم أولئك الذين طوّروا استراتيجية واضحة المعالم، تتماشى مع طبيعة منظمتهم. وينبغي أن تُعالج هذه الاستراتيجية ثلاث مسائل واسعة تتعلّق باستثمارات الأسواق الناشئة<sup>2</sup>:

<sup>1</sup> Sacha Ghai, Marcos Tarnowski and Jonathan Tétrault, Ten Tests of a Robust Investment Strategy for Emerging Markets: A Framework for Institutional Investors, McKinsey & Company, Canadian Office, Canada, 2011, p: 1

<sup>2</sup> Sechel Ioana-Cristina & Ciobanu Gheorghe, op cit, p:34.

1. إلى ماذا تهدف المنظمة ولماذا؟

2. كيف ستحقق ذلك؟

3. ما هي الموارد التي تحتاج إليها لتحقيق ذلك؟

ولكي تتوضَّح الاستراتيجية الاستثمارية التي ينبغي على أي منظمة ترغب في الاستثمار في الأسواق الناشئة، الخضوع لعشرة اختبارات؛ تجيب من خلالها على عشرة أسئلة؛ نتطرق إليها فيما يلي:

1. الاختبار الأول: هل تمتلك منظمتكم معتقداتٍ راسخة حول جاذبية الأسواق الناشئة والأهداف المرجوة من الاستثمار في هذه الأسواق؟

إنَّ ما دفع عددًا كبيرًا من المستثمرين المؤسساتيين للاستثمار في الأسواق الناشئة، هو أنَّ المنظمات التي استثمرت فيها تاريخيًا، حصلت عائداتٍ كبيرة من توظيفاتها في هذه الأسواق؛ رغم أنَّ هؤلاء المستثمرين في كثيرٍ من الأحيان ليس لديهم مجموعة واضحة من المعتقدات الراسخة للاستثمار فيها، والسبب هو اتِّسام الأسواق الناشئة بعدم الوضوح والتعقيد والتغير.

ومع ذلك، فإنَّ كبار المستثمرين لديهم منظورٌ أكثر وضوحًا بكثير بشأن المعتقدات وأهداف الاستثمار في الأسواق الناشئة، التي تُشكِّل استراتيجياتها. ويمكن لهؤلاء المستثمرين الإجابة بوضوح واتِّساق على الأسئلة التالية<sup>1</sup>:

- هل نقوم بالاستثمار في الأسواق الناشئة بهدف زيادة العائدات المعدلة للمخاطر، أو بهدف زيادة تنوع محفظتنا، أو كلاهما؟

- هل نركِّز على هذه الأهداف أو غيرها؛ من خلال استثمارنا في هذه الفئات من الأصول في هذه الأسواق؟ لماذا؟

- إذا كان تركيزنا يتضمَّن عوائد الأهداف الأولى، كيف سيتم توليد هذه العوائد (توزيع الأصول حسب الفئات، القطاعات، المناطق الجغرافية، التوقيت المناسب للدخول في السوق، الانتقاء الأمي المناسب، سهولة وسرعة الوصول إلى الصِّفقات والاتِّصال بالشبكات، أو الإدارة النشطة للممتلكات؟).

هذه الأسئلة هي نقطة الانطلاق الأساسية في وضع استراتيجية استثمارية قوية للأسواق الناشئة، وهي تتطلَّب مستوى معينًا من النقاش بين قادة الفكر الرسميين والفاعلين للمنظمة. وفي كثيرٍ من الحالات، يعتقد أصحاب المصلحة في أي منظمة استثمارية أنَّ لديهم مجموعة مشتركة من المعتقدات فيما يخص هذه الأسئلة، ولكنها في الواقع

<sup>1</sup> Sacha Ghai, Marcos Tarnowski and Jonathan Tétrault, op cit, p:

يمكن أن تكون مختلفة تمامًا. وتظهر هذه الاختلافات عادةً عندما تتدهور ظروف السوق ويتأثر الأداء، وعندما ينبغي على الفريق تحديد ما إذا كان لا يزال يعتقد بصحة أطروحة الاستثمار الأولية أو إذا كان ينبغي عليه تغييرها.

## 2. الاختبار الثاني: هل استراتيجية الاستثمار التي تتبناها في الأسواق الناشئة واضحة بما فيه الكفاية

### بشأن مناطق الاستثمار المستهدفة؟

رغم كل هذا الحديث عن الاستثمار في الأسواق الناشئة، إلا أنّ هناك مستوى عالٍ جدًا من التّعير في النهج المتبع من قبل المستثمرين المؤسساتيين في تحديد مناطق الاستثمار المستهدفة. في الواقع، لقد وضع العديد من المستثمرين تصنيفات لجاذبية بعض البلدان؛ على أساس معين من الأحكام والتحليلات، ولكنها لا تذهب أبعد من ذلك، وحتى أكثر المستثمرين المؤسساتيين تطورًا في العالم ليس لديهم آراء واضحة حول البلدان أو فئات الأصول الأكثر جاذبية للاستثمار فيها؛ فهي ليست بالمهمة السهلة. على الرغم من أنه من الصعب على المنظمات إجراء هذا التحليل؛ فلا بدّ لها من الاعتراف بأهميته؛ فهو يُمكنها من التعرّف على السوق، بناء العلاقات، إجراء البحوث، والذي يسمح لها في نهاية المطاف بأن تكون أكثر فعالية.

ونتيجةً لذلك، فإنّ المستثمرين ينبغي أن يبنوا استراتيجيتهم الاستثمارية عن طريق الإجابة عن السؤال التالي<sup>1</sup>:

#### ■ ما هو مستوى الدقة الذي نعتمده في تطوير الاستراتيجيات الاستثمارية؟

تحتاج المنظمات إلى أن تُقرّر ما إذا كانت سوف تتوقّف عند:

- وجهات النظر على المستوى القطري، وربما اعتماد نهجٍ داخلي عبر البلدان؛
- تقاطعات البلدان وفئات الأصول، للتمكن من المراجعة بين الأسهم العامة الهندية مقابل الأسهم الخاصة، على سبيل المثال، و/ أو العقارات الصينية مقابل البنية التحتية البرازيلية؛
- قطاعات أو مجالات الاستثمار؛ حيث يُكوّن كبار المستثمرين عمومًا وجهة نظر على الأقل عن مستوى فئة الأصول، خصوصًا في قطاع العقارات والبنية التحتية. بالنسبة لفئات الأصول السائلة مثل الأسهم العامة، بعض المستثمرين يميل إلى قطاعٍ أو نمطٍ معيّن؛ بناءً على معتقداتهم.

<sup>1</sup> Sacha Ghai, Marcos Tarnowski and Jonathan Tétrault, op cit, p:5.

### 3. الاختبار الثالث: هل لديكم رؤية للأهداف وتخصيص رأس المال في هذه الأسواق خلال 5-10

#### سنوات القادمة وآلية مرنة لتحقيق هذه الأهداف؟

في بعض الحالات، تخضع هيئات الاستثمار لمراجعةٍ شاملة بشأن أهدافها واستراتيجياتها الاستثمارية في الأسواق الناشئة، وتطوير مجموعة واضحة في وجهات النظر حول البلدان المستهدفة، فئات الأصول والمجالات الاستثمارية المفضلة، لتجد أتمًا غير قادرةٍ على ترجمة هذا على أرض الواقع من منظور تخصيص رأس المال.

هذه مشكلةٌ شائعةٌ جدًا يُعاني منها المستثمرون المؤسسيون، وليست سهلة الحل. إنَّ وضع أهداف واضحة لمخصصات رأس المال عبر تحديد المجالات الاستثمارية المفضلة أو التركيز على فئةٍ من فئات الأصول أو التفضيلات الجغرافية أمرٌ خطير، لأنه يمكن أن يُعزِّز قرارات استثمار خاطئة ويحدّ من المساءلة. بدلًا من ذلك، هناك أطرٌ استثمارية أكثر مرونة، مقرونة بالمساءلة الواضحة على مستوى الاستثمار المهني بشأن من هو المسؤول عن بناء الفرص في كل مجال، تُستخدم لإنجاح الاستثمار في هذه الأسواق. عند استخدام هذا النوع من الأطر، تكون هناك موافقةٌ جماعية من قبل فريق الإدارة حول التوظيف "المثالي" المستهدف لرأس المال لفترةٍ زمنيةٍ معينة، وكيف ينبغي أن يتمّ التخصيص؛ تبعًا لفئات الأصول.

### 4. الاختبار الرابع: هل قامت منظمتكم بتكييف نموذجها الاستثماري وفق ما تقتضيه الأسواق المختارة؟

#### بناءً على فهم عميق للفرص والمخاطر والقدرات المطلوبة؟

إنَّه من غير الممكن حتى للمستثمرين الرئيسيين الأناجح أن يكونوا قادرين على استنساخ نماذج استثمارات الأسواق المتقدمة في الأسواق الناشئة وتحقيق نتائج مماثلة، لأنَّ الفرص المتاحة مختلفة؛ ومن ثمَّ فإنَّ طريقة اكتشاف هذه الفرص واستغلالها لا بدَّ أيضًا أن تكون مختلفة.

على سبيل المثال، بعض كبار المستثمرين في الأسواق المتقدمة يتبنون نموذج الاستثمار المشترك الاستراتيجي؛ حيث أنهم يهدفون إلى أن يصبحوا مستثمرين رئيسيين في الصندوق، وبناء علاقات والوصول للمشاركة التفضيلية في فرص الاستثمار. بينما في معظم الأسواق الناشئة، فرص الاستثمار المشترك قليلة ومتباعدة والمستثمرون الأثرياء حريصون على الاستثمار في الأسواق الناشئة الرائدة بهدف تحصيل عوائد كبيرة. وقد قام المستثمرون المؤسسيون باكتشاف عددٍ كبيرٍ من النماذج المختلفة في الأسواق الناشئة غير المتاحة في أسواقهم المحلية.

يحتاج المستثمرون المؤسسيون أن يبحثوا ليس فقط عن طريقة لتكييف نموذجهم الاستثماري، ولكن ما إذا كان ينبغي عليهم القيام بذلك من الأساس، وهذا ليس بالقرار السهل بأيِّ حالٍ من الأحوال؛ حيث يحتاج رؤساء أقسام المعلومات ولجان الاستثمار إلى قناعةٍ قويةٍ فيما يخصّ النقاط التالية<sup>1</sup>:

<sup>1</sup> Sacha Ghai, Marcos Tarnowski and Jonathan Tétrault, op cit, p:5-6.

- أنهم سوف يولدون عوائد مرتفعة ومعدّلة للمخاطر وفقاً لنموذج الاستثمار الجديد؛
- أنّ هذا النموذج الجديد سوف يطبّق على المدى الطويل؛
- أن لديهم القدرة على، أو إمكانية بناء القدرات اللازمة لتنفيذه.

وهناك مجموعة واسعة من نماذج الاستثمار في هذه الأسواق، وتعدّ النماذج الثلاثة التالية الأكثر شيوعاً<sup>1</sup>:

- **الانتظار السلبي:** إنّ مجموعة من أكبر المؤسسات وأجحتها وأكثرها تطوراً تبحث في الاستثمار في الأسواق الناشئة لأكثر من 10 سنوات دون الإقدام على ذلك، لأنها تفضّل الانتظار إلى أن تنضج هذه الأسواق وأن تُصبح الفرص شبيهةً لما اعتادوا عليه في الأسواق المتقدمة؛
- **الاستثمار للتعلّم:** في بعض الحالات، قد يُقرّر هؤلاء المستثمرين الدخول في السوق بتوظيف رأس المال صغير؛ بحيث لا يُعرضون توظيفاتهم للخطر، ولأنهم غير متأكّدين بعد من أنّ هذه هي السوق الجذّابة التي ستُحقّق أهدافهم. وهذا يُتيح لهم فرصةً للتعرّف على السوق، واختبار نموذج جديد للاستثمار، وتحسين مستوى إدراكهم وتأكّدهم من الفرصة القادمة؛ من خلال بناء علاقاتٍ محلية؛
- **الوصفات الجديدة تتطلب قدراتٍ جديدة:** إنّ المستثمر المؤسّساتي الذي ينتهج استراتيجياتٍ جديدة أكثر ملاءمةً لأهداف السوق، لا بد أن يُدرك بسرعة أن ذلك يحتاج أيضاً كفاءات جديدة متمكّنة ومتخصّصة لتنفيذ تلك الاستراتيجيات.

## 5. الاختبار الخامس: هل طوّرت منظمتكم نهجاً واضحاً للحكومة وإدارة وتنسيق استثماراتها في الأسواق الناشئة؟

يُعاني العديد من المستثمرين المؤسّساتيين من نماذج إدارتهم للاستثمارات في الأسواق الناشئة لأسبابٍ عدة:

- يغطّي الاستثمار في الأسواق الناشئة عموماً جميع فئات الأصول؛
  - ينبغي إدارة عددٍ كبير من العلاقات والتنسيق بين العديد من المناطق الجغرافية؛
  - عدم وضوح ترتيبات المساءلة وصلاحيّات اتّخاذ القرار في تحديد الأهداف.
- لا يوجد نموذجٌ واحد؛ حيث تتبنى بعض المنظّمات النموذج اللامركزي، أين تُدار كلّ فئةٍ من فئات الأصول في الأسواق الناشئة على حدة، بينما تقوم منظّمات أخرى بخلق لجانٍ استشارية بهدف مناقشة القضايا الرئيسية الخاصة بالمحفظة وأنشطتها واتّخاذ أفضل القرارات الاستثمارية. إنّ أفضل نموذجٍ للاستثمار في الأسواق الناشئة يعتمد على الأهداف الخاصة بكلّ منظمة واستراتيجيتها، وكذلك على ثقافتها.

<sup>1</sup> Sacha Ghai, Marcos Tarnowski and Jonathan Tétrault, op cit, p: 6.

إنّ النموذج المتبع ينبغي أن يُعالج اثنين على الأقل من القضايا الهامة<sup>1</sup>:

أ. **عملية اتخاذ القرار:** على الرغم من أن خبراء الاستثمار يميلون إلى اتخاذ القرارات الاستثمارية بصفة فردية في جميع الحالات تقريباً، إلا أن المنظمات تحتاج إلى بلورة رؤية واضحة حول الشروط الحدّية لصنع القرار. وهذا يعني تحديد من هو المسؤول عن التطوير وتقديم تقارير دورية حول الأداء، التعريف بالقطاعات التي تم توظيف كل فئة من فئات الأصول فيها، وينبغي أن يكون هناك نوعٌ من التوازن مع وجهات نظر خبراء الاستثمار المحترفين؛

ب. **تقارير الأداء:** في إطار حوكمة الاستثمار في الأسواق الناشئة ينبغي أن تكون هناك آلية للإفصاح ومناقشة النتائج التي قد تختلف عن التوقعات والقيام بمراجعتها عند الضرورة.

6. **الاختبار السادس:** هل قامت منظمتكم بتكييف نموذج ومعايير اتخاذ القرار مع واقع الاستثمار في الأسواق الناشئة؟

يُعاني المستثمرون المؤسسيون من إشكاليات في اتخاذ القرارات بشأن الفرص المتاحة في الأسواق الناشئة، ويقوم بعض المستثمرين بتطبيق نفس معايير الاستثمار المطبقة في الأسواق المتقدمة، ويواجهون عدّة تحديات، بما في ذلك<sup>2</sup>:

- **توافر البيانات:** قد لا تكون البيانات المالية للمنظمة متاحة بشكلٍ مُفصّل أو موثوق في الأسواق الناشئة كما هو الحال في الأسواق المتقدمة، ويجب على المستثمرين في بعض الأحيان الاعتماد على مصادرهم الخاصة؛

- **علاوات المخاطر:** يُعاني العديد من المستثمرين أيضاً في تحديد "علاوة المخاطر" على الربح الداخلي لكلّ فئةٍ من فئات الأصول؛

- **ترجيح معايير اتخاذ القرار:** تختلف الأهمية النسبية للمعايير في اتخاذ القرار الاستثماري في الأسواق الناشئة في كثيرٍ من الأحيان عنها في الأسواق المتقدمة. وسيكون من الملائم الافتراض أن الاعتبارات الأهم التي تُقرّها لجان الاستثمار هي الميزة الأساسية لكل استثمار، ولكن هذا ليس هو الحال دائماً. الأفراد على الجانب الآخر من الصّفقة، أو الطرف الذي يعقد معه المستثمر شراكة، يمكن أن يكون في كثيرٍ من الحالات بأهمية الصّفقة نفسها. إن العلاقات والتعاملات مع الأطراف الصحيحة، والانتماءات السياسيّة الصحيحة،

<sup>1</sup> Sacha Ghai, Marcos Tarnowski and Jonathan Tétrault, op cit, p:7.

<sup>2</sup> Sacha Ghai, Marcos Tarnowski and Jonathan Tétrault, op cit, p:8.

من شأنه الإسهام في نجاح أو فشل الصّفقة. ويقوم بعض كبار المستثمرين بتكييف المعايير الخاصة باتّخاذ قرارات الاستثمار في هذه الأسواق، في بعض الحالات من خلال تعديلها حسب البلد.

ينبغي أن تكون عمليات اتخاذ القرار في المنظّمة والمعايير الاستثمارية مفهومةً ومُتقبّلةً على نطاقٍ واسع، لأنّه يمكن أن يكون من الصّعب بشكلٍ خاص على لجنة الاستثمار تقييم معاملات الأسواق الناشئة بعد النّظر في معاملات السّوق المتقدّمة، وقد قامت بعض المنظّمت الكبيرة بخلق عمليات استثمار أكثر لامركزية، بينما تقوم اللجان المحليّة بتقييم الاستثمارات المحليّة. ينبغي وعلى أقل تقدير، على لجان الاستثمار أن تنال قسطاً من التّعليم والتدريب لتحقيق فهمٍ مشتركٍ لكيفية تقييم هذه المعاملات.

7. الاختبار السّابع: هل لديكم استراتيجية منتظمة ومحدّدة الأهداف لبناء وإدارة العلاقات في الأسواق

المُختارة والتي توفر الوضوح بشأن الصّفقات التي سيتم عقدها؟

إنّ معظم المستثمرين من ذوي الخبرة في مجال الاستثمار في الأسواق الناشئة قد أدركوا منذ فترةٍ طويلة أهمية العلاقات والشبكات في هذه الأسواق، وخاصة بالنّسبة للاستثمارات في فئات الأصول غير السائلة مثل العقارات والبنية التّحتية. وحتى في الأسواق التي تتم معظم الصّفقات فيها عن طريق وسيط، يمكن أن تُحدّث بعض العلاقات الطيّبة أو السّمعة الجيدة فرقاً، وتمكين المستثمر من الحصول على الصّفقة أو عدم تمكين آخر من ذلك على الرّغم من تقديمه أفضل العروض. على سبيل المثال، إنّ الحصول على فرص الاستثمار النادرة نسبياً، يتطلّب السّمعة الجيدة والعلاقات الطيّبة، بالإضافة إلى أهمية بعض المعايير؛ مثل القدرة على اتخاذ القرارات السريعة<sup>1</sup>.

ومع ذلك، غالباً ما يفشل المستثمرون في فهم الآثار المترتبة عن هذا الواقع وصياغة استراتيجية مدروسة للتصدّي له. يسعى المستثمرون للتنافس بهدف الوصول للتّعامل التفضيلي والدّخول في شراكةٍ مع المنظّمت الرائدة والأكثر ثقةً في المنطقة. المنظّمت التي تصل إلى تحقيق أهدافها تقوم بثلاثة أشياء بشكلٍ جيّد للغاية:

- العرض الذي يتجاوز في قيمته رأس المال: غالباً ما يكون المستثمرون التّاجحون قادرين على تقديم عروضٍ قيّمة لشركائهم في الأسواق الناشئة، وهذا يمكن أن يشمل السّمعة، وسرعة وسهولة الوصول إلى شبكةٍ من المستثمرين المرموقين، والوصول إلى الأسواق المحليّة الخاصة بها، والخبرات؛
- إظهار الالتزام للمنطقة: إنّ السكان المحليين يشعرون بالقلق من المستثمرين؛ وينبغي على هؤلاء قضاء بعض الوقت في فهم طبيعة وثقافة المنطقة؛ حيث يقوم بعض المستثمرين بإنشاء مكاتبٍ محليّة لإظهار التزامهم، بالرّغم من أن هذا الإجراء غير مطلوب عموماً؛

<sup>1</sup> Sacha Ghai, Marcos Tarnowski and Jonathan Tétrault, op cit, p:9.

- تنسيق الاتصال بين مختلف وحدات المنظمة: يتعامل العديد من خبراء الاستثمار في المنظمات الكبيرة مع عدة بلدان، ويجرون نقاشاتٍ مع جهاتٍ متعددة هامة. وقد وضعت المنظمات الرائدة نهجًا بسيطًا لكنه فعال لإدارة علاقات العملاء وأيضًا للاستفادة من العلاقات المشتركة؛ حيثما كان ذلك ممكنًا. وعلاوةً على ذلك، يجب أن يكون لخبراء الاستثمار وجهة نظرٍ مشتركة فيما يخص السمعة التي تسعى المنظمة جاهدة لبنائها في هذه المناطق الجغرافية حتى يتمكنوا من تعزيز هذه الصورة عندما يتطلب الأمر ذلك.

#### 8. الاختبار الثامن: هل قامت منظمتكم بتكييف أطر إدارة المخاطر للاستثمار في الأسواق الناشئة؟

تختلف المخاطر المتعلقة بالاستثمار في الأسواق الناشئة بشكلٍ كبير عن مخاطر الاستثمار التقليدية؛ سواء في طبيعتها أو أثرها. إن المخاطر مثل تغييرات عقود الأصول الخاضعة للتنظيم، والقيود على الحقوق المصدرة، أو القيود المفروضة على الملكية يمكن أن تؤثر جوهريًا على قيمة الموجودات ويجب أن تتم إدارتها لتقليل الآثار المحتملة وزيادة فرص النجاح؛ ومن ثم، يجب على المستثمرين ضمان أن يتم إجراء التعديلات المناسبة لإطار إدارة المخاطر للتأكد من أنها تُقيّم بشكلٍ صحيح، حتى يتم الحدّ أو القضاء في نهاية المطاف على هذه المخاطر. يجب أن تتم هذه التعديلات على مستويين<sup>1</sup>:

- التركيز على المعرفة الجيدة للمخاطر: قد تحتاج عملية الاستثمار للمراجعة؛ بهدف ضمان التعرف على مخاطر الأسواق الناشئة بشكلٍ صحيح، والحرص على أن يكون قد تم مناقشة هذه المسألة بجدية أثناء عملية اتخاذ القرار. وقد تكون هناك حاجة إلى خبراتٍ إضافية؛ لأنّ المدراء حتى لو كانوا على درايةٍ كبيرة بشأن بعض القطاعات أو نوعٍ من الأصول في الأسواق المتقدمة، فهم أقل معرفةً بالمخاطر المرتبطة بالاستثمارات في الأسواق الناشئة؛

- تعزيز أدوات وسياسات إدارة المخاطر: قد تحتاج بعض سياسات إدارة المخاطر والممارسات والأدوات اللازمة إلى الضبط والتعديل، لضمان الحدّ من المخاطر المرتبطة بالاستثمار في الأسواق الناشئة. على سبيل المثال، يمكن للمنظمات أن تنظر في تعديل سياسة الاستثمار لتشمل بعض الإرشادات التحوطية، إعادة النظر في تقييم المخاطر السياسية، وإدخال ممارساتٍ جديدة لتتبع المخاطر التنظيمية، وتوظيف سيناريوهات اختبار إجهاد "Stress-Testing" جديدة مصممة لمخاطر محددة. وقد قامت بعض المنظمات بتعيين مديرٍ خصيصًا لإدارة المخاطر في الأسواق الناشئة؛ بهدف زيادة الوعي والمساءلة فيما يخصّ هذه المخاطر.

<sup>1</sup> Sacha Ghai, Marcos Tarnowski and Jonathan Tétrault, op cit, p:11.

بغض النظر عن حجمها أو مدى تعقيد محافظها الاستثمارية، ينبغي أن تضمن المنظمات الاستثمارية أن إطار إدارة المخاطر الخاص بما مكيف؛ بحيث يستطيع التعامل مع خصوصية المخاطر في الأسواق الناشئة.

### 9. الاختيار التاسع: هل لدى منظماتكم الإمكانيات والقدرات اللازمة لتنفيذ الاستراتيجية التي اختارتها؟

يحتاج معظم المستثمرين من أجل التعرف بشكل صحيح وتقييم مدى استفادتهم من الفرص المتاحة في الأسواق الناشئة؛ من وجهات نظر كل من المخاطرة والعائد، لاستكمال القدرات المؤسسية الحالية بتبني مجموعات جديدة من المهارات والعلاقات والمعرفة؛ سواء كان تحقيق ذلك من خلال الحصول على مواهب وكفاءات إضافية أو من خلال العمل مع الشركاء المحليين، وتُركز المنظمات الناجحة عادةً على بناء القدرات التي تمكنهم من أداء ثلاث وظائف<sup>1</sup>:

- **القدرة على عقد الصفقات:** تُعتبر القدرة على عقد الصفقات في البلدان المستهدفة واحداً من أهم الأصول من وجهة نظر المستثمر، لأنه حتى في المناطق التي يظهر فيها أن عقد الصفقات سهلٌ ومُتاح، فإن الواقع يمكن أن يكون مختلفاً تماماً. فعادةً يتم إرساء الصفقات على مقدمي العروض المفضلة لأول مرة، لكن في كثيرٍ من الحالات، تقدم أعلى عرض لا يكون كافياً وحده للفوز بالصفقة؛ حيث لا بد أن تكون للمستثمر علاقات مع أصحاب التفوذ والأسر الثرية في المنطقة، الذين يمكن أن يُعطوه دعماً للحصول على هذه الفرص.

- **تطوير والحفاظ على فهم أفضل لسياق الاقتصاد الكلي والسياسي والتنظيمي للدول الأكثر تمثيلاً في المحفظة، لتوقع تطوّر السياق الاقتصادي وفهم الآثار المترتبة على تقييم الأصول في الوقت المناسب؛** حيث ينبغي أن يكون المسؤولون على اتصالٍ أسبوعي (إن لم يكن يومياً) مع الممثلين المحليين، كما سيكون لهم اتصالاتٌ مع ممثلين عن البنك المركزي ووزارة المالية، والمدراء التنفيذيين للمنظمات الكبيرة وأمناء الصناديق من البنوك الكبيرة. كما ينبغي أن يكون هؤلاء الأفراد على اتصالٍ مع المستشارين السياسيين والشركات القانونية ذات السمعة الطيبة التي يمكن أن تكون أكثر موثوقية في توفير المعلومات المختلفة، عمّا تنقله وسائل الإعلام المحلية أو المنشورات الرسمية.

- **تطوير فهم عميق لثقافة الأعمال والممارسات المحلية؛** من خلال التعامل مع شركاء ومستشارين وموظفين محليين موثوق بهم. لأنهم هم الذين لديهم خبرةٌ طويلة المدى وحقيقية؛ وشبكة اتصالات في المناطق المختلفة في البلاد.

<sup>1</sup> Sacha Ghai, Marcos Tarnowski and Jonathan Tétrault, op cit, p:12.

هذا سيجعل المستثمرين أكثر انفتاحًا على الأسواق الناشئة؛ حيث سيكونون على بينة من الحقائق المحليّة الحالية ولديهم المعرفة المطلوبة لسير خطّتهم الاستثماريّة.

10. الاختيار العاشر: هل لمنظمتكم القدرة من خلال وظائفها الداعمة على التعامل مع التّمو والتّعقيد

المتزايد الذي يتضمّنه الاستثمار في هذه الأسواق؟

عندما يُقرّر المستثمرون زيادة المخصّصات الاستثمارية في الأسواق الناشئة، فإنّ وظائف الدّعم غالبًا ما تكون مرحلةً لاحقة. والإشكاليّة، أنّ العديد من وظائف الدّعم لا يمكنها الاستجابة بشكلٍ كافٍ للزيادة في حجم هذه الاستثمارات.

على سبيل المثال، عند هيكله الصّفقات الكبيرة (في البنية التّحتية، مثلًا)، فإنّ التّعاملات القانونيّة الجديدة غالبًا ما تنطوي على آثارٍ واعتبارات ضريبيّة جديدة. إنّ تحقيق الاستفادة المثلى من هذه الصّفقات تتطلب معرفةً متعمّقة وخبرةً في كلّ من مجال الضّرائب المحليّة والهيكل المحاسبي للمنظمة.

يحتاج المستثمرون المؤسّساتيون الذين يقومون بتكثيف استثماراتهم بقوة في هذه الأسواق، في كثيرٍ من الأحيان، إلى إعادة النّظر في هياكل ومسؤوليّات ووظائفهم الدّاعمة؛ هذا يتضمّن في الكثير من الحالات الاستعانة بمصادر خارجيّة لتكثيف الأنشطة وتطوير العلاقات مع المستشارين الذين يفهمون كلًّا من المنظمة والحقائق الهامّة بشأن السّوق المحليّة<sup>1</sup>.

تمثّل الاختبارات العشرة التي تمّ ذكرها أعلاه تحدّيًا لأيّ منظمة، وإنّه من غير الممكن لأيّ مستثمرٍ مهما كانت كفاءته تحقيق درجة الكمال. ومع ذلك، فإن بعض الاختبارات أكثر أهمية وإلحاحًا من غيرها، ويمكن أن تساعد في تركيز الجهود حيثما تشتدّ الحاجة إليها.

<sup>1</sup> Sacha Ghai, Marcos Tarnowski and Jonathan Tétrault, op cit, p:11-12.

إن المنظّمات النّاجحة تتّبع الاستراتيجيّات الأساسيّة التّالية<sup>1</sup>:

- التّركيز على الأنشطة الأساسيّة والبحث عن مصادر خارجيّة لمتابعة للأنشطة غير الأساسيّة؛
- التّحوّل إلى شركة رائدة على صعيد الاقتصادات الرّئيسة؛
- الحفاظ على انخفاض التّكلفة وارتفاع الجودة؛
- تقديم خدمة جديدة للعملاء؛
- الاستثمار في الأبحاث والتّطوير؛
- الاستعانة بأفضل العناصر وأكثرها ذكاءً، وإعطائهم الحافز لبذل أقصى جهودهم؛
- إطلاق علامة تجاريّة قويّة؛
- تحفيز الموظّفين لبذل المزيد من الجهد؛ عن طريق إتاحة الخيارات أمامهم وغيرها من المحفّزات الأخرى.

ويمكن تلخيص التّحوّلات التي أحدثتها الأسواق الناشئة في التّقاط التّالية:

- إتاحة الفرصة أمام الوافدين الجدد؛
- المرونة في التّعامل مع مختلف التّغيرات في السّوق؛
- قلب نموذج البحث عن مصادر خارجيّة رأسًا على عقب؛
- اتّباع استراتيجيّة من الجنوب-للجنوب؛
- حلّ مشكلة الرّمز البريدي عن طريق العالمية؛
- استخدام ستار التّحقّي عن طريق التّطلّع نحو التّحوّل إلى أضخم شركة لم يسمع بها أحد من قبل؛
- ترجمة استراتيجيّة "صن تسو" الحربيّة الصّينيّة الكلاسيكية إلى التّركيز على مجال تجاهلته الشّركات الرّائدة في السّوق؛
- تقديم قوّة عقليّة رخيصة بدلاً من القوّة العضليّة الرّخيصة (جعل تنمية البحث والتّطوير وبرامج الكمبيوتر في متناول الأيدي).

<sup>1</sup> أتوني فان أجميل، قرن الأسواق الناشئة، مرجع سابق، ص: 73-74.

## ثانياً: حوافز الاستثمار في الأسواق الناشئة

بعد التعرّف على الأسواق الناشئة وخصائصها، وأهميتها المتزايدة في الاقتصاد العالمي، نستنتج أنّ هذه الأسواق تُمثّل قنأة استثمارية هامة وراجحة وجذابة للاستثمار فيها بالنسبة لصناديق الثروة السيادية والمستثمرين بصفة عامة؛ وذلك للأسباب الرئيسة التالية<sup>1</sup>:

1. **إمكانات النمو:** لقد شهدت الاقتصادات الناشئة بشكل عام نمواً أعلى منه في الاقتصادات المتقدمة؛ حيث ثبت ذلك على المدى الطويل، وحتى مع حالة ركود الاقتصادات الناشئة الكبرى مثل روسيا والبرازيل؛ فقد وصل معدّل نموّ هذه الأسواق إلى 4,3% سنة 2016، ويُتوقّع أن تصل إلى 4,7% سنة 2017، أي أكثر من ضعف معدّل نموّ الأسواق المتقدمة بنسبة 2,2% للفترة نفسها؛ وفقاً لصندوق النقد الدولي.
2. **التنوع:** إنّ الاستثمار في الأسواق الناشئة يُساعد على تنوع المحفظة الاستثمارية للمستثمرين بصفة عامة، وصناديق الثروة السيادية بصفة خاصة، وهو ما يؤدي إلى تقليل المخاطر.
3. **تحسّن أسس الاقتصادات الناشئة:** حيث ارتفع احتياطي العملات الأجنبية في الأسواق الناشئة بشكلٍ مُطرد، واعتباراً من نهاية الربع الثالث من عام 2015؛ حازت الاسواق الناشئة على 7,4 تريليون دولار من احتياطي العملة، وهو ما يُعدّ أكثر بكثيرٍ من البلدان المتقدمة، والذي يصل إلى 4,3 تريليون دولار فقط. ومنذ أقل من 30 عاماً مضت، كانت الاقتصادات المتقدمة تُهيمن على الناتج المحلي الإجمالي العالمي، لكن ومنذ أوائل التسعينات، بدأت الأنظمة الاقتصادية الكبيرة بالتراجع إلى الوراء، مُفسحةً المجال أمام الأسواق الناشئة؛ ومن ثمّ، فليس من الحكمة للمستثمرين تجاهل البلدان التي تُولّد أكثر من نصف الناتج الاقتصادي العالمي.
4. **انخفاض معدلات الديون:** لقد تزايدت مديونية الاقتصادات المتقدمة بصورة كبيرة في الثلاثين عاماً الماضية. فمعدّل عبء المديونية الحالي في هذه البلدان يصل إلى 100% من الناتج المحلي. وفي الوقت الذي بدأت فيه العديد من البلدان المتقدمة تفقد السيطرة على مواردها الاقتصادية، يبدو أنّ الأمور تتحسن بشكل ملحوظ في البلدان النامية. فمعدّل عبء الدين الحالي في البلدان الناشئة والأسواق يُقدّر بحوالي 30% من مجمل الناتج المحلي، وهو في انخفاضٍ مستمر، وهذا لا يعني أنّ بعض الحكومات في الأسواق الناشئة ليس لديها الكثير من الديون؛ لكن مجمل الديون يُعدّ منخفضاً جداً مقارنةً بالناتج المحلي الإجمالي. كما يعني أنّ هناك مجالاً واسعاً لزيادة الاستهلاك في مثل هذه البلدان، الأمر الذي يُشير إلى مستويات نموّ مستقبلية واعدة.

<sup>1</sup> مارك بروسير، 3 محفزات للاستثمار في الأسواق الناشئة، مقال نشر بتاريخ: 2012/12/01، في الموقع الإلكتروني:

<http://www.forbesmiddleeast.com/news/read/articleid/3083> تاريخ الاطلاع على الموقع: "2013/3/2".

## المبحث الثالث: الاستثمار في التنمية المحلية

تُعتبر التنمية المحليّة ذلك التطور الذي يمسّ منطقةً محليّةً ما، من أجل توفير حياةٍ كريمةٍ لجميع أفرادها؛ انطلاقاً من بناء قوّةٍ اقتصاديّةٍ لهذه المنطقة بُغية تحسين اقتصادها، مع الأخذ بعين الاعتبار مميّزات هذه المنطقة وظروف سُكّانها. سنتطرق في هذا المبحث بالتفصيل لتعريف التنمية المحليّة وأهميتها وأهدافها وأبعادها، كما سنقوم باستعراض واقع وآفاق التنمية المحليّة في الجزائر، وصناديق الثروة السيادية التي تستثمر في التنمية المحليّة؛ من خلال المطالب التالية:

- المطلب الأوّل: ماهية التنمية المحليّة؛
- المطلب الثاني: التنمية المحليّة في الجزائر؛
- المطلب الثالث: صناديق الثروة السيادية تستثمر في التنمية المحليّة.

## المطلب الأوّل: ماهية التنمية المحليّة

سيتمّ التطرّق من خلال هذا المطلب إلى تعريف التنمية المحليّة وأهميتها وأهدافها وأبعادها.

## أولاً: تعريف التنمية المحليّة

بتطوّر مفهوم التنمية، ظهر وتطوّر مفهوم التنمية المحليّة؛ حيث حظيت المجتمعات المحليّة باهتمامٍ كبيرٍ في معظم الدّول النامية؛ كوسيلةٍ لتحقيق التنمية الشاملة على المستوى الوطني، وفيما يلي بعض التعريفات للتنمية المحليّة:

- تُعرّف التنمية المحليّة على أنّها: "العملية التي بواسطتها يُمكن تحقيق التّعاون الفعّال بين الجهود الشعبيّة والجهود الحكوميّة للارتفاع بمستويات التّجمعات والوحدات المحليّة اقتصاديًّا واجتماعيًّا وثقافيًّا وحضاريًّا، من منظور تحسين نوعيّة الحياة لسكّان تلك التّجمّعات المحليّة في أي مستوى من مستويات الإدارة المحليّة في منظومةٍ شاملة ومتكاملة"<sup>1</sup>.
- كما يُعرّفها "محي الدين صابر" على أنّها: "مفهومٌ جديد لأسلوب العمل الاجتماعي والاقتصادي في مناطق محدّدة، يقوم على أسسٍ وقواعد مُستمدّة من مناهج العلوم الاقتصاديّة والاجتماعيّة، وهذا الأسلوب يقوم على إحداث تغييرٍ حضاري في طريقة التّفكير والعمل والحياة عن طريق إثارة وعي البيئّة المحليّة، وأن يكون ذلك الوعي قائماً على أساس المشاركة في التّفكير والإعداد والتنفيذ من جانب أعضاء البيئّة المحليّة جميعاً، وفي كلّ المستويات عمليًّا وإداريًّا"<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> عبد المطلب عبد الحميد، التمويل المحلي والتنمية المحليّة، دار النشر الثقافيّة، الإسكندرية، 2001، ص: 13.

<sup>2</sup> كمال التابعي، تعريف العالم الثالث "دراسة نقدية في علم اجتماع التنمية"، دار المعارف، القاهرة، مصر، ط1، 1993، ص: 23.

- ويرى "موراي روس" أنّ مفهوم التنمية المحليّة يُعبّر عن: "العملية التي يتمكّن بها المجتمع المحلي من تحديد حاجاته وأهدافه، وترتيب هذه الحاجات والأهداف وفقاً لأولوياتها، ومع إدكاء الثقة والرغبة في العمل لمقابلة تلك الحاجات والأهداف، من خلال ذلك يمكن أن تنمو وتمتدّ روح التعاون والتضامن في المجتمع"<sup>1</sup>.
- كما تُعرّف التنمية المحليّة على أنّها: "العملية التي تتضافر فيها جهود الأهالي مع جهود السلطات الحكوميّة لتحسين الظروف الاقتصاديّة والاجتماعيّة والثقافية للمجتمعات المحليّة، والعمل على تكامل هذه المجتمعات في حياة الأمم وتمكينها من الإسهام إسهاماً كاملاً في التقدّم القومي"<sup>2</sup>.
- وتعرّف على أنّها: "حركةٌ تهدف إلى تحسين الأحوال المعيشيّة للمجتمع في مجمله على أساس المشاركة والمبادرة الإيجابية لهذا المجتمع، فإذا لم تظهر المبادرة تلقائياً تكون الاستعانة بالوسائل المنهجية لبعثها واستشارتها بطريقة تضمن لنا استجابةً حماسيةً فعّالة لهذه الحركة"<sup>3</sup>.
- وهناك من يرى بأنّها: "تلك السياسات والبرامج التي تتم وفق توجّهاتٍ عامة لإحداث تغييرٍ مقصود ومرغوب فيه في المجتمعات المحليّة، بهدف رفع مستوى المعيشة في تلك المجتمعات بتحسين نظام توزيع الدّخول"<sup>4</sup>.
- وقد وُصفت بأنّها: "عملية التغيير التي تتم في إطار سياسةٍ عامة تُعبّر عن احتياجات الإدارة المحليّة، وذلك بتضافر جهود كلّ من الحكومة والقيادات المحليّة والقطاع الخاص والمنظّمات غير الحكوميّة والمواطنين، بما يؤدّي في النهاية إلى رفع مستوى معيشة الأفراد ودمج المجتمعات المحليّة في المجتمع الوطني"<sup>5</sup>.

ومن خلال التعريفات السابقة يمكن تعريف التنمية المحليّة على أنّها:

عملية تعاون وتفاعل جميع أطراف البيئة المحليّة، من خلال تضافر جهود المواطنين وجهود الحكومات وجهود المجتمع المدني في إعداد وتنفيذ البرامج والخطط التنموية للارتقاء بمستوى التجمعات المحليّة في شتى المجالات التنموية، من أجل تحسين حياة السّكان بها انطلاقاً من الاعتماد على قدراتهم وإمكاناتهم الذاتية. وهي تلك المبادرات المختلفة التي يتم التحضير لها مسبقاً، وبمشاركةٍ واسعة من المهتمين والمعنيين بتحسين شروط حياة الجماعة المحليّة، على أن يقترن الهدف الاقتصادي للتنمية بالهدف الاجتماعي. ويبقى الهدف الأسمى لنهج التنمية المحليّة ورؤيتها القائمة على المشاركة هو تمكين الجماعات المحليّة لاسيما الفقيرة منها والضعيفة والمهمّشة وتوسيع نطاق الفرص والحياة المتاحة لها.

<sup>1</sup> هناء حافظ بدوي، التنمية الاجتماعية رؤية واقعية من منظور الخدمة الاجتماعية، دار المعرفة الجامعية، الإسكندرية، مصر، ط1، 2000، ص: 127.

<sup>2</sup> سامية محمد جابر وآخرون، علم اجتماع المجتمعات الجديدة، دار المعرفة الجامعية، الإسكندرية، مصر، ط1، 2000، ص: 15.

<sup>3</sup> رشيد أحمد عبد اللطيف، أساليب التخطيط للتنمية، المكتبة الجامعية، القاهرة، مصر، ط1، 2002، ص: 19.

<sup>4</sup> أحمد رشيد، التنمية المحليّة، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، ط1، 1986، ص: 16.

<sup>5</sup> سمير عبد الوهاب، الحكم المحلي والتنمية المحليّة، مؤتمر: تطوير الإدارة المحليّة في الوطن العربي، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، القاهرة، مصر، 2010، ص: 67.

## ثانياً: أهمية وأهداف التنمية المحلية

سيتم التطرق إلى أهمية وأهداف التنمية المحلية فيما يلي:

## 1. أهمية التنمية المحلية

إن للتنمية المحلية أهمية بالغة؛ نظراً للدور الذي تؤديه في تحقيق التنمية الشاملة، فهي تتسم بالتكامل بين تنمية المناطق الريفية والمناطق الحضرية، وتشمل جميع أبعاد التنمية الاقتصادية والاجتماعية والثقافية والسياسية، كما تمس كل المجتمعات المحلية وتعمل على نموها بشكل متوازن لتزيد من ترابطها وتماسكها. وتعمل التنمية المحلية على تفعيل مشاركة المواطنين في وضع وتنفيذ برامج التنمية وربطها بالمشاريع التنموية.

كما أنّ أهمية التنمية المحلية، نابعة في الأصل من تميز المجتمع المحلي ككيان اجتماعي يمكن المراهنة عليه للعبور إلى التنمية الشاملة أو الوطنية، فتنمية المجتمع المحلي تساعد في التنسيق بين الجهود الأهلية في الإصلاح جغرافياً ووظيفياً وعلى مختلف المستويات؛ حيث يُعتبر المجتمع المحلي جسراً في التنسيق بين الجهود الأهلية والحكومية<sup>1</sup>.

## 2. أهداف التنمية المحلية

تسعى التنمية المحلية إلى تحقيق مجموعة من الأهداف، نذكر أهمها فيما يلي<sup>2</sup>:

- تحقيق معدلات مرتفعة من النمو الاقتصادي؛ عن طريق زيادة المشاريع الاقتصادية المحلية، أو العمل على توسيعها؛
- القضاء على الفقر والجهل والتخلف، عن طريق توفير مناصب شغل؛ مما يؤدي إلى تخفيض معدلات البطالة ورفع القدرة الشرائية للأفراد، وكذا الحد من الفقر؛
- دعم الإدارة المحلية لتمكينها من التطور؛
- بروز إمكانات التكامل بين المناطق، ويُقصد بالتكامل التعاون من أجل الوصول إلى الأهداف المسطرة؛ وهو بمسّ مختلف المجالات ويساعد على تحسين نوعية الخدمات المقدمة، وكذا يُسرّع عملية التنمية؛
- تحقيق الرفاهية الاجتماعية والاقتصادية لجميع أفراد المجتمع؛
- إحداث تطوير في قيم الإنسان يُتيح للأفراد فرصة التكيف مع الظروف الجديدة، وأن يُعدّل هذا التطور ليتلاءم وسرعة التغيير والتأقلم مع الآلات الجديدة ذات التكنولوجيا العالية نسبياً؛
- إحداث التغيير على المستوى الاجتماعي، وذلك عن طريق تحسين مستويات المعيشة؛ من خلال فرض معايير محدّدة، كما تهدف إلى تحقيق الحماية الصحيّة للأفراد وضمان الرعاية الصحيّة للطبقة الفقيرة وتوفير المياه النظيفة الكافية للاستعمالات المعيشية؛

<sup>1</sup> شوقي عبد المنعم، مشاركة المواطنين في التنمية الريفية، مكتبة النهضة، القاهرة، مصر، ط1، 1993، ص: 54-55.

<sup>2</sup> عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق، ص: 10.

- تقليص الفجوة الاقتصادية بين المناطق الحضرية والريفية وخلق مجال تعاوني وتكاملي بين مختلف القطاعات، والعمل على رفع قيمة ناتجها المحلي؛ مما يؤدي إلى رفع الناتج الوطني الإجمالي، وكذا زيادة معدلات الإنتاجية الزراعية من أجل تحقيق الأمن الغذائي المحلي والوطني؛
- إيجاد منافذ لتحصيل الضرائب المحلية بشفافية؛
- تعزيز الوظائف ذات الجودة العالية؛
- تمكّن التنمية المحلية ممارستها من المحليين بمختلف توجّعاتهم من معرفة الكثير من الأعمال والحرف والتأهيل للوصول إلى نتائج مستدامة.

### ثالثاً: أبعاد التنمية المحلية

يمكن إيجاز أبعاد التنمية المحلية فيما يلي<sup>1</sup>:

1. **البعد الاقتصادي:** يُركّز هذا البعد على مجموعة من العناصر المتكاملة؛ نذكرها فيما يلي:
  - وضع رؤية استراتيجية ذات أهداف طويلة الأجل، مبنية على معلومات مُستمدّة من الواقع والخصائص التي تميّز بها كلّ منطقة؛ من أجل استغلال أمثل للموارد المتاحة؛
  - إنشاء صناديق جهوية للتنمية المحلية خاصة بكلّ إقليم، تتكفل بتطوير عملية التنمية؛ من خلال دراسة وتقييم ومتابعة المشاريع الاستثمارية؛
  - إنشاء المشاريع الإنتاجية الخاصة بكلّ منطقة، والتي تنسجم مع إمكانياتها وتتوافق مع مميّزاتها من أجل خلق مناصب شغل؛ الأمر الذي يؤدي إلى تحقيق قيمة إضافية محلية للاقتصاد الوطني؛
  - دعم إنشاء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتصنيفها وفق ما يحتاجه كلّ قطاع؛
  - الاستغلال الأمثل للمورد البشري؛ على اعتبار أنه أساس التنمية، وذلك من خلال التعليم والتكوين وبرامج التأهيل واستراتيجيات التدريب؛
  - تنظيم العلاقة القائمة والتنسيق بين القطاع العام والقطاع الخاص، بُغية التّهوض بمهام التنمية المحلية المعقّدة، والتي تستلزم تضافر الجهود؛
  - الرقابة المستمرة على الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة، مع إشراك الأفراد في القرارات.
2. **البعد الاجتماعي:** ويركّز هذا البعد على النقاط التالية:
  - التّهوض بمستوى العلاقة بين الإدارات الحكومية؛
  - وضع استراتيجيات وبرامج هادفة، للحدّ من الفقر ومحاربة البطالة والتّهوض بمستوى المناطق الأقل نمواً؛
  - إشاعة قيم التضامن والمشاركة والمسؤولية الفردية والجماعية؛
  - مكافحة الأمية ونشر الثقافة العالمية، بهدف التّهوض بمستوى الموارد البشرية وتنميتها؛

<sup>1</sup> راجع بوقرة، محاد عويوة، استراتيجية ترقية التشغيل في الجزائر في إطار برامج دعم التنمية المحلية، ملتقى دولي حول: استراتيجية الحكومة في القضاء على البطالة وتحقيق التنمية المستدامة، جامعة المسيلة، 15 16 نوفمبر 2011، ص: 11-13.

- تنمية المورد البشري بشكلٍ مترابطٍ ومتكامل مع الجوانب الأساسية؛ كالسياسات السكانية والخصائص الهيكلية للقوى العاملة وسياسات التربية والتدريب.
- 3. البعد البيئي: ويركز هذا البعد على النقاط التالية:
  - تطوير النظم المستخدمة لإدارة وجمع النفايات الصلبة، بجوانبها المنزلية والصناعية؛
  - القيام بدراسة التأثيرات البيئية عند وضع المشاريع التي يمكن أن تكون لها انعكاسات سلبية على البيئة؛
  - الأخذ بعين الاعتبار متطلبات البعد البيئي، الذي يؤدي إلى وقف استنزاف الموارد الطبيعية وترشيد استخدامها.

### المطلب الثاني: التنمية المحلية في الجزائر

إن الوسائل المالية الذاتية للجماعات المحلية تُشير أساسًا إلى مدى القدرة الذاتية للجماعات المحلية في الاعتماد على نفسها في تمويل التنمية المحلية؛ من خلال العمل الدائم والمستمر من أجل تقديم الخدمات المختلفة ذات الطابع المحلي في العديد من المجالات، بالإضافة إلى إقامة المشروعات اللازمة لإشباع الحاجات في المجتمعات المحلية؛ من خلال تقديم عددٍ من السلع المطلوبة لهؤلاء السكان. إن القيام بهذه المهام يتطلب وجود جهاز تمويل فعال يضمن تمويل الجماعات المحلية بما تحتاجه من موارد، وعمومًا فإن جهاز تمويل التنمية المحلية في الجزائر يشمل المصادر المالية المتاحة على المستوى المحلي، بالإضافة إلى المصادر التي يمكن الحصول عليها من جهات غير محلية، والتي تُصنّف حسب العديد من المختصين في مجال المالية العامة إلى مصدرين أساسيين<sup>1</sup>: مصادر داخلية (محلية) أو ذاتية، ومصادر خارجية. وفيما يلي تحليل للوسائل المالية المستخدمة في تمويل التنمية المحلية.

### أولاً: المصادر المالية المستخدمة في تمويل التنمية المحلية في الجزائر

تنقسم المصادر المالية المستخدمة في تمويل التنمية المحلية في الجزائر إلى مصادر داخلية وأخرى خارجية:

#### 1. المصادر الداخلية لتمويل التنمية المحلية

إن الإمكانيات الداخلية لتمويل التنمية المحلية تُمثل الميزة الأساسية بين مالية الدولة والمالية المحلية، ذلك أنها تخص أساسًا الجماعات المحلية وتتلخص في المصادر الجبائية (تتمثل في الجباية المحلية) والمصادر غير الجبائية (تتمثل في مداخيل الأملاك بالإضافة إلى التمويل الذاتي).

<sup>1</sup> Luc Sandj, Jean Luc Albert, " *Finances Publiques* ", Edition Dalloz, Paris, 2007, p : 469.

أ. **المصادر الجبائية (الجبائية المحلية):** إن دراسة الجبائية المحلية تتمحور من جهةٍ حول إمكانية الجماعات المحلية اللجوء إلى الضرائب لتمويل نفقاتها، ومن جهةٍ أخرى حول دراسة القدرة الجبائية المحلية. سيتم التطرق في نقطة أولى إلى واقع الجبائية المحلية، وفي نقطة ثانية لصعوبات الجبائية المحلية.

■ **واقع الجبائية المحلية:** تشمل الجبائية المحلية الضرائب والرّسوم التي تُحصّل لفائدة البلديات والولايات والصناديق المشتركة للجماعات المحلية، وتُفرض هذه الضرائب من قبل الهيئات المركزية؛ حيث تضع هذه الأخيرة كل الأحكام التي لها علاقة بالضرائب المحلية، وذلك بعد أن تُصادق عليها السلطات التشريعية<sup>1</sup>.

وتُعتبر الإيرادات الجبائية من أهم مصادر التمويل للجماعات المحلية؛ حيث تُقدّر مساهمتها بحوالي 90% إذا تم مقارنتها مع الإيرادات غير الجبائية، لذلك لا بد من الاهتمام بهذا النوع من المداخيل؛ حيث تُؤدّي دورًا فعالًا في تنمية وتسيير شؤون الجماعات المحلية. ويُمكن ذكر أنواع الضرائب والرّسوم التي تُقتطع لصالح الجماعات المحلية، فيما يلي<sup>2</sup>:

- **الرّسم على النشاط المهني:** أنشئ هذا الرّسم بموجب قانون المالية لسنة 1996، توحيدًا للرّسم على النشاط التجاري والصنّاعي، والرّسم على النشاط غير التجاري، يُحصّل هذا الرّسم بنسبة 2% بدايةً من سنة 2001؛
- **الرّسم العقاري:** يُقسّم إلى قسمين: الرّسم على الملكيات المبنية، والرّسم على الملكيات غير المبنية، أنشئ هذه الرّسم سنة 1967؛
- **رسم التطهير:** تم إنشاء هذا الرّسم سنة 1983، يتعلّق بإزالة القمامات، ويخصّ الممتلكات المبنية، ويُحصّل سنويًا من الملاك أو المنتفعين، ويُحدّد الرّسم من قبل الجماعات المحلية في الحدود التي ينصّ عليها القانون؛
- **الدّفع الجزافي:** كان يُفرض شهريًا على الأشخاص الطبيعيين والمعنويين الذين يمارسون نشاطًا على مستوى التراب الوطني والتي تدفع أجورًا ومرتبّاتٍ وعلاوات، وتم إلغاء هذا الرّسم بموجب قانون المالية لسنة 2007. وكان يتم حساب الدّفع الجزافي سابقًا بتطبيق نسبة 2% على الكتلة الأجرية؛
- **رسم الإقامة:** تأسّس بموجب قانون المالية لسنة 1998، وحسب المادة 67 من قانون المالية لسنة 2003، يُفرض على جميع المحلّات ذات الاستعمال السّكني؛
- **الرّسم على القيمة المضافة:** تضمّنه قانون الرّسم على الأعمال الصّادر سنة 1991، والمعدّل بقانون المالية لسنة 1994، ويطبّق هذا الرّسم بمعدّلين هما: 17% و7%؛
- **الرّسم على الدّبح:** تُحصّله البلديات من عمليّة ذبح الماشية، ويكون حسابه على أساس وزن اللّحوم التي يتم ذبحها بمعدّل الكيلوغرام الواحد بـ: 5 دج؛

<sup>1</sup> Hachemi Graba, *Les Ressources Fiscales Des Collectivités Locales*, Ed E.N.A.G, Alger, Algérie, 2002, p :20.

<sup>2</sup> سمايلي نوفل، الإطار النظري لحجم مصادر التمويل المحلي أمام حجم المسؤولية المحلية لحماية البيئة، الملتقى الوطني الأول حول التنمية المحلية المستدامة، جامعة تبسة، 29/ 30 ماي

2013، ص: 8.

- الضريبة على الممتلكات: يتشكّل الأساس الضريبي لهذه الضريبة من القيمة الصافية لجميع الممتلكات والحقوق والقيم الخاضعة للضريبة عند 01/01 من كل سنة، وتحدد الضريبة عن طريق جدول تدريجي يضم دميع الممتلكات، ويُقدّر معدّله الأعلى بـ: 2,5%؛
- قسيمة السيارات: يتحمّلها كلّ شخصٍ طبيعي أو معنوي يملك سيارةً خاضعةً للضريبة؛
- الضريبة الجزائرية الوحيدة: تأسست لتحل محلّ الدّفع الجزائري؛ من خلال تجاوز رقم الأعمال المنصوص عليه.
- صعوبات الجباية المحليّة: إن الصّعوبات التي تُعاني منها الجباية المحليّة يمكن إرجاعها بالدّرجة الأولى إلى ضعف المصادر الجبائية التي تُشكّل نسبةً كبيرةً من مجموع العوائد المحليّة، ومنه فإن تدهور الحالة المالية المحليّة عمومًا والجباية المحليّة خصوصًا، ناتجٌ عن عدّة عوامل وأسباب يمكن تلخيصها في النقاط التالية:
  - الغش والتّهرب الجبائي؛
  - كثرة الإعفاءات؛
  - احتكار الدّولة للسلطة.

ب. المصادر غير الجبائية: وتمثّل في مداخيل الأملاك والتمويل الدّاتي.

- مداخيل الأملاك: تتسم الإيرادات النّاتجة عن الأملاك والممتلكات بضعفٍ شديدٍ مقارنةً بالإيرادات الجبائية، ويعود هذا الضّعف إلى التنازل عن كل الممتلكات التي تُعتبر مصدر دخل في إطار القانون الصادر سنة 1981 المتعلق ببيع أملاك الدولة؛
- التمويل الدّاتي: يُعتبر التمويل الدّاتي عمليّةً داخلية يتم من خلالها اقتطاع مبلغ من إيرادات التسيير وتحويلها إلى نفقات التّجهيز؛ ومن ثم فهو لا يُعبر عن موردٍ حقيقي، كما أن وضعية ميزانية الجماعات المحليّة التي تتميز بضعفٍ كبير في إيراداتها يجعل هذا التمويل دون فعالية تذكر.

## 2. المصادر الخارجية لتمويل التنمية المحليّة

لعل من الضّروري الإشارة إلى أنّ توافر الإمكانيات المالية الخارجيّة للجماعات المحليّة مسألةٌ ضرورية، لكن في حدودٍ معينة مع التقليل من الاعتماد عليها تدريجيًا مع تقدم عملية التنمية المحليّة. في هذا الإطار وللاستجابة للحاجيات المحليّة في مجال التنمية، وضعت الدّولة الجزائرية غداة الاستقلال وسائل خاصة لتمويلها تمثلت في<sup>1</sup>:

### - المخططات البلدية للتنمية

هي عبارة عن مخططاتٍ شاملة للتنمية في البلدية جاءت لتكريس مبدأ اللامركزية، مُهمتها توفير الحاجات الضّرورية للمواطنين ودعم القاعدة الاقتصاديّة، تشمل هذه المخططات التّجهيزات الفلاحيّة والقاعدية وتجهيزات

<sup>1</sup> خيضر خنفرى، تمويل التنمية المحليّة في الجزائر واقع وآفاق، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2011، ص: 122.

الإيجاز والتجهيزات التجارية، وقد عرفها مرسوم قصيرة المدى تقرره السلطات المختصة في 09 أوت 1973 م بأنها برامج أعمال في إطار المخطط الوطني.

وتُنجز هذه المخططات بمراحل سنوية؛ حيث على كل بلدية القيام بإيجاز مشاريع المخططات البلدية للتنمية الخاصة بها، وعرضها على موافقة الوصاية (الولاية).

### - الصندوق المشترك للجماعات المحلية

مرّ هذا الصندوق بعدة مراحل منذ إنشائه؛ حيث عُرف أول مرة بصندوق تضامن العمالات والبلديات الجزائرية، والذي أُلغي سنة 1964 ليُعوّضه الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط. وبعد صدور قانون البلدية سنة 1967 وقانون الولاية سنة 1969، أُعيد تنظيم هيكل الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط؛ من خلال إنشاء صندوق تضامن البلديات والولايات، وكان هذان الصندوقان يمنحان إعانات مالية للجماعات المحلية مع استبعاد القروض والسلفيات لاجتناب استئذان الجماعات، ثم تحوّل هذا الصندوق سنة 1973 إلى هيئة تسمى مصالح الأموال المشتركة للجماعات المحلية، تخضع لسلطة وزارة الداخلية والجماعات المحلية، وكانت هذه الهيئة تتسم بنظام قانوني مركب يخضع في نفس الوقت إلى القانون الأساسي لمدرء الإدارة المركزية وإلى القانون الأساسي للمؤسسة العمومية<sup>1</sup>.

وفي سنة 1986، تحوّلت هذه الهيئة إلى مؤسسة عمومية ذات طابع إداري تُسمى بالصندوق المشترك للجماعات المحلية؛ حيث نص المرسوم 266/86 المؤرخ في 1986/11/04<sup>2</sup>، المتضمن تنظيم وتسيير الصندوق المشترك للجماعات المحلية على ما يلي: يمثّل الصندوق مؤسسة عمومية ذات طابع إداري تتمتع بالشخصية القانونية والاستقلال المالي، وهو موضوع تحت وصاية وزارة الداخلية والجماعات المحلية. يُسيّر الصندوق مجلس للتوجيه يرأسه وزير الداخلية والجماعات المحلية.

### - المخططات القطاعية غير الممركزة

هي مخططات ذات طابع وطني؛ حيث تدخل ضمنه كل استثمارات الولاية والمؤسسات العمومية التي تكون وصية عليها، ويتم تسجيل هذه المخططات باسم الوالي والذي يسهر على تنفيذها، ويكون تحضير المخططات القطاعية بدراسة المشاريع المقترحة على مستوى المجلس الولائي.

### - القرض المحلي.

بالإضافة إلى البرامج التنموية: المخططات البلدية للتنمية والمخططات القطاعية غير الممركزة، هناك برامج مرافقة ومدعمة للإصلاحات الاقتصادية استفادت منها الجماعات المحلية وهي:

<sup>1</sup> المجلس الوطني الاقتصادي والاجتماعي، التطور الذي يجب إضفاؤه على تسيير المالية المحلية في منظور اقتصاد السوق، الدورة 18، 2001، ص: 35.

<sup>2</sup> المرسوم 266/86 المؤرخ في 04 نوفمبر 1986 المتضمن تنظيم وتسيير الصندوق المشترك للجماعات المحلية وعمله.

## - برنامج دعم الإنعاش الاقتصادي

أُسِّس هذا البرنامج بموجب المادة 230 من قانون المالية لسنة 2002، ويغطي الفترة الممتدة بين 2001-2004، ويتمحور حول الأنشطة المخصصة لدعم المؤسسات والأنشطة الزراعية المنتجة وغيرها، كما يهدف إلى تعزيز المرافق العمومية في ميدان الري والنقل والمنشآت القاعدية وتحسين ظروف المعيشة والتنمية المحلية وتنمية الموارد البشرية. وقد قُدِّر الغلاف المالي المخصص لهذا البرنامج بـ: 525 مليار دج، منها 114 مليار دج حُصِّص للتنمية المحلية<sup>1</sup>. وسيتم التّطرق إليه بنوعٍ من التفصيل في الفصل الموالي.

## - برنامج دعم التّمو

امتدّ هذا البرنامج من 2005-2009، وحُصِّص له غلافٌ مالي يُقدَّر بـ: 9000 مليار دج، منها 1908,5 مليار دج للبرامج المحلية. يخصص هذا البرنامج التّفقات المتعلّقة بتنفيذ برامج الجهاز العمومي. وسيتم التّطرق إليه بنوعٍ من التفصيل في الفصل الموالي.

## - الصّناديق الخاصّة

تهدف هذه الصّناديق إلى التّكفل بالعجز في ميدان التّجهيزات عبر ولايات الوطن المتخلفة، مقارنةً مع ولايات أخرى في إطار سياسة التّوازن الجهوي. ومن بين هذه الصّناديق: الصّندوق الوطني للضّبط والتنمية الفلاحية وصندوق الكوارث الطّبيعية.

تُعَدّ الجزائر حاليًا 64 حسابًا تخصيصًا، تُقدَّر موجوداتها بـ: 22 مليار دولار؛ ومن ثمّ يُستحسن التّخلّص من حسابات التّخصيص التي لم تعد تواكب التّحول الجاري في الاقتصاد الوطني، أي تلك التي لم تعد تُقدّم إضافةً لمعدل التّمو.

علمًا أنّه حتى نهاية العام 2011، كان هناك 104 حساب خاص للخزينة، منها 75 حساب تخصيص خاص، وهي تنقسم إلى "حسابات التّخصيص الخاصة" و"حسابات الخزينة الخاصة"، وقد عمدت الحكومة منذ 2011 إلى إلغاء بعض حسابات التّخصيص. ففي 2012 أصبحت 74 حسابًا وفي 2013 أصبحت 71 حسابًا وأخيرًا جاء في قانون مالية 2016 الاستغناء عن 7 حسابات تخصيص؛ ومن ثمّ ومن التّاحية التّظرية هناك حاليًا 64 حساب تخصيص قُدّرت موجوداتها حتى فيفري 2016 بـ 22 مليار دولار.

ومن ثمّ، تُحاول الدّولة الاستمرار في تقليص عدد حسابات التّخصيص غير المجدية لأسبابٍ كثيرة، منها ضعف الرّصيد في بعضها إلى درجة العجز المالي، ضعف الاستهلاك من رصيد بعضها، انتفاء أسباب وجود بعضها مثل

<sup>1</sup> وزارة المالية، المديرية العامة للميزانية، برنامج الإنعاش الاقتصادي (2001-2004)، في الموقع الإلكتروني: <http://www.mf.gov.dz/rubriques/46/Budget.html> (2013/4/29).

حساب التخصيص للثورة الزراعية وحساب التخصيص للخدمات الطبية (1990)، وأخيراً حاجة الخزينة للسيولة لتمويل الحساب العام تحت ضغط تراجع رصيد الخزينة منذ نهاية 2014 تاريخ هبوط أسعار النفط وتراجع الحماية.

وهناك مجال واسع لمواصلة نفس المسعى خاصة مع الصناديق التي لا تملك دراسات إنجاز المشاريع مثل حسابات التخصيص للتنمية المحلية أو الهضاب أو الجنوب بشرط تحويل رصيدها إلى المخططات المحلية لتنمية نفس المناطق المعنية بها.

إنّ بعض هذه الصناديق وُجدت لأهدافٍ خاصة ومؤقتة ومرحلية، مثل مواجهة نتائج العشرية السوداء أو تفعيل الثورة الزراعية، وبعضها وجدت لأهداف تمويل عمليات خاصة خارج الإنفاق القطاعي والمحلي، أي خارج الإنفاق العام مثل صندوق الطاقات الجديدة والصندوق الخاص بتنمية الجنوب والهضاب العليا (11 ولاية) والحساب الخاص بتنمية الصادرات.

إنّ تجربة الصناديق الخاصة آلية مالية وتمويلية جدّ فعالة إذا عرفت الحكومات استغلالها، لأنها تدعم الإنفاق الحكومي خارج الحساب العام للخزينة، وتستهدف عمليات اقتصادية واجتماعية بعينها، ولذا أخذت بها دولٌ عدّة من الشّمال أو الجنوب مثل أمريكا، عن طريق صندوق خاص بالحماية الصحيّة، وبريطانيا عن طريق صندوق خاص للضمان الاجتماعي، وفرنسا عن طريق صندوق خاص لدعم المزارعين، ومصر التي أسّست هذا النوع من الصناديق في العام 1973، عن طريق صندوق خاص بالرعاية الصحيّة<sup>1</sup>.

وعن الطريقة الأمثل لتسيير الصناديق الخاصة في ظل تقارير مجلس المحاسبة التي تتحدث عن غياب الشّفافية في تسييرها، ومن ثمّ يُستحسن التّخلص من حسابات التّخصيص التي لم تعد تواكب التّحول الجاري في الاقتصاد الوطني، أي تلك التي لم تعد تقدم إضافة لمعدل النمو، ومن الصناديق التي لا تملك موارد مضمونة في المديين المتوسط والبعيد، ومن حسابات التّخصيص التي تمر بحالة عجز مالي وهي كثيرة.

أما الصناديق الخاصة المتوازنة ماليًا والمجدية اقتصاديًا، فلا بُدّ من تزويدها بخلايا لليقظة الماليّة يُديرها مهندسون في المالية والإحصاء، من أجل التّقييم الدّوري والمتابعة المحاسبية، وتخصيص الموارد للأهداف التي أنشئت لأجلها. ويمكن استبدال هذه الخلايا بخلية اليقظة القطاعيّة للمالية إذا ما تم تفعيل الفكرة لدى الحكومة، وهي نفسها الفكرة التي قدم فيها قطاع الاستشراف والإحصاء مشروع نص قانوني العام 2013، أي قبل حل القطاع بأشهر<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> بشير مصيطفي، 22 مليار دولار في الصناديق الخاصة، حوار مع الخبر، حاوره: محمد سيدمو، في الموقع الإلكتروني:

<http://www.elkhabar.com/press/article/110931/#sthash.wyiqLJcp.PFSrQ7Au.dpbs> (2016/12/27)

<sup>2</sup> المصدر نفسه.

وُمكن الإشارة إلى بعض هذه الصناديق فيما يلي:

### - صندوق الجنوب

أنشئ هذا الصندوق بموجب المادة 85 من قانون المالية لسنة 1998. وهو صندوق وطني جاء خصيصاً لتنمية مناطق الجنوب وترقيتها وإحداث نوع من التوازن الجهوي بين مختلف مناطق البلاد. كان في الفترة الممتدة من 1998 إلى غاية 2006، شمل 13 ولاية، ثم ابتداءً من سنة 2007 تم القيام بتقسيم جغرافي جديد يُميّز ولايات الجنوب؛ حيث أصبحت 10 ولايات فقط. بلغت الاعتمادات المخصصة لهذه الولايات 638 مليار دج، خلال الفترة (2006-2009)<sup>1</sup>.

وقد خصّصت الدولة ما نسبته 31% من ميزانية الاستثمار منذ نهاية تسعينيات القرن الماضي، لمنطقة الجنوب؛ حيث بلغت قيمة أموال الصندوق الخاصة لتنمية الجنوب حتى نهاية 2012 ما يعادل 238.4 مليار دينار، من أصل ميزانية قدرها 700 مليار دولار تم تخصيصها لتنمية الاستثمار بمختلف ولايات الوطن، ويخص صندوق تنمية مناطق الجنوب بنسبة تمويل قدرها 2% من ناتج الجباية البترولية منذ سنة 2002<sup>2</sup>.

لقد خُصّصت عمليات التجهيز القطاعية بمبلغ قيمته 4,127 مليار دينار، وبرنامج التقلبات الجوية والبرنامج الجديد للتجهيز بمبلغ 60.3 مليار دينار، وخصت السلطات المديرية العامة للخزينة بقيمة 21 مليار دينار تُضاف إلى مبلغ 6.9 مليار دينار موجهة لتخفيض فاتورة الكهرباء في مناطق الجنوب، بعد أن أصبح الصندوق ابتداءً من قانون المالية لسنة 2008 يتكفل بنحو 50% من فاتورة استهلاك الطاقة الكهربائية للأسر والفلاحين في المناطق الجنوبية، ثم أصبح ابتداءً من 2011 يمول بنسبة 10% النشاطات الاقتصادية خارج الفلاحة في ولايات الجنوب.

ولم تظهر نتائج التنمية بالجنوب الكبير رغم قيمة الأموال المرصودة، كما لم تُحمّل السلطة المعنية بمتابعة عملية التنفيذ نفسها عناء متابعة إنجاز المشاريع، ولا كيفية صرف هذه الميزانيات التي تُعد قليلة مقارنة بتلك المرصودة لإنجاز مختلف المشاريع على مدار الحماسيات السابقة، غير أنها تفي بغرض تحويل الجنوب إلى منطقة حضرية تُبعد الغبن عن السكان، سواء من حيث الهياكل القاعدية أو من حيث المنشآت والمرافق العمومية التي تُعاني نقصاً فادحاً يجبر المواطنين للتّقل إلى الجنوب بغرض قضاء أدنى حاجياتهم والحصول على حقوقهم في الاستطباب والتعليم والتكوين العالي، وحتى الشغل.

<sup>1</sup> رد وزير المالية كريم جودي أمام مجلس الأمة في الجلسة العامة المنعقدة في الجزائر العاصمة بتاريخ 23 سبتمبر 2010.

<sup>2</sup> دليّة بلخير وحسان حويشة، صندوق الجنوب "20 ألف مليار" في مهب الريح!، نُشر بتاريخ: 2015/2/2، في الموقع الإلكتروني:

<http://www.echoroukonline.com/ara/articles/231939.html> "2016/4/2".

ودعا أحد خبراء الاقتصاد لتحويل صندوق تنمية ولايات الجنوب إلى (بنك الجنوب للاستثمار) لمرافقة الجنوب لمواكبة حاجات النمو، خاصة وأنه يتمتع بموارد مالية تسمح بإطلاق نسيج صناعي من شأنه المساعدة في إدارة عجز الميزانية الذي سيلاص 17% من الناتج الداخلي الخام العام 2016<sup>1</sup>.

وشدد الخبير على ضرورة إطلاق مدينة اقتصادية في منطقة أدرار متخصصة في الفلاحة والسياحة والطاقت المتجددة بالنظر إلى مزاياها النسبية واستكمال الدراسة الاستشرافية اللازمة لذلك، وجدد الدعوة إلى حفز الادخار المحلي بتوسيع الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر إلى الهياكل الجهوية ومنها (بورصة الجنوب)، وكذا مراجعة نمط التكوين العالي ليلتقي مع أهداف النمو المحلي بإدماج البحث العلمي مباشرة في ملفات التنمية المستدامة وعلى رأسها توازن الأسواق وإطلاق الوظائف.

### - صندوق الهضاب

أسس هذا الصندوق بموجب المادة 67 من قانون المالية لسنة 2004، والمعدلة بالمادة 74 من قانون المالية لسنة 2006. ويهتم بالتمويل الجزئي أو الكلي لبرامج ومشاريع البنى التحتية لتنمية مناطق الهضاب العليا، كما يهتم بدعم الاستثمارات الإنتاجية في المنطقة، وكذا تمويل تخفيض تسعيرة الغاز بنسبة 50 لصالح الأسر الفقيرة بمناطق الهضاب العليا، بالإضافة إلى مشاريع نقل مياه الشرب. وفي هذا الإطار تم تخصيص أكثر من 1000 مليار دج<sup>2</sup>، وهذا للفترة الممتدة من 2006 إلى غاية 2009؛ بهدف التكفل بمشاريع التنمية المحلية المتأخرة والموارد البشرية.

<sup>1</sup> وليد أشرف، مصيطفى يدعو إلى تحويل صندوق تنمية الجنوب إلى بنك استثمار، في الموقع الإلكتروني: <http://aljazairlyoum.com/> (2016/06/25).

<sup>2</sup> رد وزير المالية كريم جودي أمام مجلس الأمة في الجلسة العامة المنعقدة في الجزائر العاصمة بتاريخ 23 سبتمبر 2010.

## ثانياً: آفاق تمويل التنمية المحليّة في الجزائر

يأتي إصلاح جهاز تمويل التنمية المحليّة كحتمية يُملئها الواقع الذي نعيشه؛ حيث دائماً ما تكون هناك تغييرات هيكلية تؤثر على جميع قطاعات النشاط وتُنبئ بوقوع تعديل جذري لجميع التوازنات. وسعيًا لتحقيق هذا الإصلاح لا بد من اعتماد خطة منهجية ومنسجمة ضمن استراتيجية واضحة المعالم.

## ■ تطبيق سياسة الإصلاح

يخص تطبيق سياسة التجديد عنصرين أساسيين هما:

- تجديد الوسائل المالية لتمويل التنمية المحلية؛
- تجديد وظيفي: يخص إعادة صياغة الوظائف الكلاسيكية للجماعات المحليّة من جهة، وإعادة صياغة وظيفتها الاقتصادية من جهة أخرى. وسنقوم فقط بالتركيز على العنصر الأول.

إنّ تجديد الوسائل المالية لتمويل التنمية المحليّة يخصّ الوسائل الداخليّة والوسائل الخارجيّة.

## 1. إصلاح الوسائل الداخليّة لتمويل التنمية المحليّة

إن إعادة النظر في الوسائل الداخليّة لتمويل التنمية المحليّة تمسّ أساساً الجباية، ذلك أن مداخيل الأملاك لا تمثل إلا جزءاً صغيراً من مداخيل الميزانية المحليّة. سيتم التطرّق في جزء أول سبل إعادة النظر في الجباية المحليّة، وفي جزء ثان سبل إعادة النظر في مداخيل الأملاك، على النحو الآتي:

## أ. تجديد الجباية المحليّة

تؤدّي الجباية المحليّة دوراً أساسياً على المستوى الاقتصادي والاجتماعي والمالي، لذلك سوف يتم التطرّق للإجراءات المتخذة للقيام بالإصلاح الجبائي المحلي وأهم المشاريع المقترحة لتنمية الجباية المحليّة.

## ■ الإصلاحات التي أجريت لتحسين وضعية الجباية المحليّة

نتيجةً للواقع الذي تُعاني منه الجماعات المحليّة الناتج أساساً عن الاختلالات التي تمس جهاز تمويل التنمية المحليّة خصوصاً في ميدان الجباية المحليّة، فقد حاولت الدولة تدارك هذه الوضعية؛ حيث بادرت بجملة من الإجراءات التي تهدف إلى إصلاح النظام الجبائي المحلي، وتمثّلت الخطوة الأولى في الإصلاح الجبائي للسنوات 1979-1991، ثم الإصلاح الجبائي لسنة 1992، ثم تبعتها إصلاحات أخرى خلال السنوات المتعاقبة، وتمثّلت أهم الإصلاحات فيما يلي<sup>1</sup>:

<sup>1</sup> خيضر خنفرى، مرجع سابق، ص: 161.

- تأسيس الرّسم التّوعي على البنزين العادي والممتاز والغاز والمواد الصيدلانية، وذلك ضمن قانون المالية لسنة 1979؛
  - تأسيس رسم التّطهير المضمن في قانون المالية لسنة 1981؛
  - تأسيس الضّريبة الوحيدة على التّقل الخاص (50% من عائداتها تعود للجماعات المحلية) بموجب قانون المالية لسنة 1984؛
  - تخصيص كل عائدات الدّفع الجزائري للجماعات المحلية بموجب قانون المالية التكميلي لسنة 1985؛
  - تأسيس الضّريبة على القيمة المضافة والضّريبة على أرباح الشركات والضّريبة على الدّخل الإجمالي بموجب قانون المالية لسنة 1991؛
  - تأسيس الضّريبة على الأملاك (الثروة) بموجب قانون المالية لسنة 1993؛
  - تأسيس الرّسم على النّشاط المهني ضمن قانون المالية لسنة 1996؛
  - تأسيس رسم الإقامة بموجب قانون المالية لسنة 1998؛
  - تأسيس الرسم على الصفائح المهنية والإعلانات ضمن قانون المالية لسنة 2000؛
  - تأسيس رسم التّطهير ضمن قانون المالية لسنة 2002؛
  - إلغاء ضريبة الدفع الجزائري بموجب قانون المالية لسنة 2006؛
  - تأسيس الرسم الوحيد الجزائري بموجب قانون المالية لسنة 2009.
- لكن كل هذه الإصلاحات تبقى دون المستوى المطلوب؛ حيث يجب إجراء إصلاحات أعمق حتى يتم تحسين موارد الجباية المحليّة.

#### ■ اقتراح مشاريع تنمية الجباية المحليّة

تُمثل الجباية الأداة الأساسيّة لتمويل التّفقات العموميّة وبصفة أوسع التّنمية المحليّة؛ مما يستوجب ضرورة إعادة الاعتبار لموارد الجباية المحليّة، وهذا التّجديد يجب أن يكون عن طريق رفع مردوديّة الضّرائب الموجودة حالياً، وذلك بإشراك الجماعات المحليّة أكثر في الاقتطاعات، وتخلي الدّولة عن بعض الضّرائب لصالح الجماعات المحليّة، وكذلك مكافحة التّهرب الضريبي<sup>1</sup>.

#### ب. إصلاح مداخيل الأملاك

إنّ نواتج الأملاك بالنّسبة للجماعات المحليّة تُعتبر ضعيفة؛ حيث تتراوح من 01% إلى 10% في أحسن الحالات، ولهذا وجب إعادة الاعتبار لها، وذلك بالتّحكم في تسييرها، فالجماعات المحليّة تتوافر على أملاك عقارية ومنقولة معتبرة، يمثل استعمالها من قبل الآخرين لأغراض خاصة مصدرًا ماليًا مُعتبرًا يجب تثمينه والرفع من مردوده.

<sup>1</sup> خيضر خنغري، مرجع سابق. ص: 161-171.

إنّ هذا الاستعمال يمكن أن يكون لأغراض تجارية كما يمكن أن يكون لأغراض غير تجارية، ولذلك فإن مبلغ الإتاوات مقابل شغل أملاك الدومين ينبغي أن يتغير حسب مردودية هذا الشغل، فإذا كان هذا الشغل هو مصدر أرباح بالنسبة للمستفيد فإن الإتاوة يجب حسابها على أساس مستوى الأرباح التي يُنتظر تحقيقها.

## 2. إصلاح الوسائل الخارجية لتمويل التنمية المحلية

إنّ الحديث عن تجديد أو إعادة صياغة الوسائل الخارجية لتمويل التنمية المحلية يُفسح المجال لتقديم عدّة اقتراحات في هذا المجال، منها<sup>1</sup>:

- العقود البلدية للنّجاعة؛
- الاتفاقيات البلدية للتنمية؛
- عقود التسيير المحلية؛
- الاقتراض البنكي؛
- الشركات المختلطة؛
- المنح الشاملة للتجهيز؛
- تحويل الصندوق المشترك للجماعات المحلية إلى بورصة الجماعات المحلية.

### المطلب الثالث: صناديق الثروة السيادية تستثمر في التنمية المحلية

لقد خصّصت صناديق الثروة السيادية في دول مجلس التعاون الخليجي 60 مليار دولار "220 مليار درهم" من أصولها المقدّرة بنحو تريليون دولار للاستثمار في مشاريع البنية التحتية والتنمية المحلية في بلدان المنطقة، حسب تقرير صادر عن مؤسسة إنفيسكو لإدارة الأصول لسنة 2010<sup>2</sup>.

ويكشف التقرير أنه خلافاً للاعتقاد السائد بأن غالبية أصول صناديق الثروة السيادية في منطقة دول مجلس التعاون الخليجي تقوم باستثمار أموالها في الخارج، إلا أنّ هذه الأصول لا تتجاوز نسبتها 5% من أصول صناديق الثروة السيادية، الأمر الذي يُشير إلى تحوّل جرى مؤخراً باتجاه الاستثمارات المحلية.

كما يُشير التحليل الذي توصل إليه نموذج "إنفيسكو" لصناديق الثروة السيادية إلى انتقال مزيدٍ من الأموال إلى النطاق المحلي في أعقاب الاضطرابات التي شهدتها المنطقة؛ حيث شكّلت الانتفاضات الحالية في مصر وسواها من الدول العربية، حافزاً لزيادة المخصّصات المحلية والإقليمية من قبل بعض الهيئات الحكومية، الأمر الذي قد يُبرر

<sup>1</sup> خيضر خنفرى، مرجع سابق. ص: 161-171.

<sup>2</sup> مصطفى عبد العظيم، 60 مليار دولار استثمارات الصناديق السيادية الخليجية في مشاريع التنمية المحلية، 24 مايو 2011، في الموقع الإلكتروني:

<http://www.alittihad.ae/details.php?id=49351&y=2011&article=full> (2016/7/14).

عمليات إعادة التصنيف قصير الأجل من (أدوات تنويع الاستثمار) إلى (هيئات التنمية)؛ حسب "نيك تولشارد" رئيس مؤسسة "إنفيسكو الشرق الأوسط".

و تشير الدراسة التي أجرتها "إنفيسكو" في عام 2010 إلى أن 64% من الاستثمارات التقليدية وصناديق الثروة السيادية أظهرت ميلاً إلى تفضيل الأسواق الناشئة، مقارنة بـ 25% فقط من صناديق الثروة السيادية والهيئات السيادية عام 2011<sup>1</sup>.

كما استعرضت "إنفيسكو" دراسةً أخرى تتعلق بتوجهات المستثمرين في دول مجلس التعاون الخليجي خلصت فيها إلى تفضيل نسبة كبيرة منهم تجنب المخاطر حالياً، مُشيرةً إلى انعدام الاستقرار على المستوى الإقليمي خلال عام 2011 يُعتبر أحد العوامل الرئيسة التي ساهمت في نمو الآفاق الاستثمارية قصيرة الأمد، إلى جانب النهج القائم على تجنب المخاطر من قبل المستثمرين في دول مجلس التعاون الخليجي. وتوقعت الدراسة أن يشهد هذا التوجه تغيراً كبيراً عام 2012.

وفيما يخص فئات الأصول المحددة، يبين أن الانقسام واضح بين المستثمرين في المنطقة حول الاستثمار في الأسهم العالمية؛ حيث يتم استثمار ما لا يتجاوز 10% من الأموال في فئة الأصول هذه في المقابل، جرى استثمار أربعة أضعاف أموال التجزئة "40%" في الأسهم العالمية، وتستحوذ أميركا الشمالية "11%" وأوروبا الغربية "11%" والهند "6%" على الحصة الإقليمية الأكبر، بما يعكس طبيعة الوافدين في المنطقة الذين يميلون إلى الاستثمار في أسواقهم المحلية.

وذكر أن المؤسسات الاستثمارية تنوع من استثماراتها لتشمل مجموعة أوسع بكثير من فئات الأصول مقارنة بالمستثمرين الأفراد الذين يقومون باستثمار النسبة ذاتها في الأسهم الخاصة "10%"، كما في الأسهم العالمية.

ومثلت الأسهم المحلية الخيار الأساسي للمؤسسات الاستثمارية في عام 2011؛ حيث جرى استثمار 32% من الأصول في هذه الفئة، وهي نسبة تفوق كل ما عداها.

وتأتي في المرتبة الثانية الأموال النقدية والعقارات كفئة أصول مفضلة بالنسبة للمستثمرين من الأفراد والمؤسسات على حدٍ سواء، بنسبة 16% للأصول النقدية و 12% للأصول العقارية، بما يعكس الخلفية الثقافية التي

<sup>1</sup> مصطفى عبد العظيم، 60 مليار دولار استثمارات الصناديق السيادية الخليجية في مشاريع التنمية المحلية، 24 مايو 2011، في الموقع الإلكتروني: <http://www.alittihad.ae/details.php?id=49351&y=2011&article=full> (2016/7/14).

تميل للاستثمار في الأصول المادية، في حين لم يُظهر المستثمرون ميلاً كبيراً للسلع الاستهلاكية والصكوك المحلية وصناديق التحوط<sup>1</sup>.

من خلال كلّ ما سبق نُلاحظ أهمية الاستثمار في التنمية المحلية كأحد الخيارات الاستراتيجية للاستثمار بالنسبة لصناديق الثروة السيادية بصفة عامة، وبالنسبة لصندوق ضبط الموارد في الجزائر بصفة خاصة.

<sup>1</sup> مصطفى عبد العظيم، 60 مليار دولار استثمارات الصناديق السيادية الخليجية في مشاريع التنمية المحلية، 24 مايو 2011، في الموقع الإلكتروني: <http://www.alittihad.ae/details.php?id=49351&y=2011&article=full> (2016/7/14).

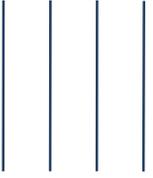
## خلاصة

إنّ الفكرة الأساسية من اقتراح هذه السياسات الثلاث بالذات؛ كانت من مُنطلق التفكير في استثمار أموال صناديق الثروة السيادية في مجالاتٍ مُختلفة، لتجنّب الاختلال أو الخسارة الكاملة لأصول الصندوق، في حال وقوع أزمات غير متوقّعة؛ على أساس توزيع المخاطر، وكذا لأنها متكاملة من حيث أجل تحصيل العائد؛ حيث يُوظّف الصندوق جزءًا من أمواله في صناديق التحوّط التي تتميّز بالعائدات الضّخمة والفوريّة، والتي تتكامل مع سياسة الاستثمار في مشاريع التنمية المحليّة، التي غالبًا ما تكون عائداتها على المدى الطّويل ولكنها تخدم الاقتصاد الوطني. ولا شكّ أنّ الاستثمار في الأسواق الناشئة؛ بالاعتماد على الدّراسة المرفقة تُعتبر مجالًا رائدًا للاستثمار فيه، رغم ما تتعرّض له هذه الأسواق من ضعفٍ مؤقتٍ بين فترةٍ وأخرى. ويُمكن إيجاز أهمّ ما جاء في هذا الفصل في النقاط التّالية:

- تُشير التّقديرات إلى أن صناعة صناديق التحوّط عمومًا، قد نمت الأصول التي تخضع لإدارتها من نحو 40 مليار دولار سنة 1990 إلى أكثر من 3.0 تريليون دولار في يونيو 2015؛ وهذا ما يجعل منها صناعة رائدة في السّوق العالمي؛
- إنّ عوائد صناديق التحوّط "غير مرتبطة" بعوائد السّوق من الاستثمارات التقليديّة مثل الأسهم والسّندات، وغياب هذا الارتباط يُعدّ سمةً جاذبة للمستثمرين الذين يحاولون إما خفض مخاطر محافظهم الاستثماريّة مع الحفاظ على عوائد ثابتة، أو زيادة العوائد دون زيادة المخاطر على المحافظ؛
- يُمكن لصناديق التحوّط أن تُؤدّي دورًا هامًا وقيّمًا في محفظة متنوّعة بشكلٍ جيّد، خصوصًا أن صناديق التحوّط تميل للحدّ من مخاطر السّوق؛ من خلال توفير حماية الاتجاه الهابط في الأسواق الهابطة "الانخفاضيّة" والمشاركة الصّاعدة في الأسواق الصّعوديّة، وكلّما فهم المستثمر أكثر صناديق التحوّط وكيفيّة عملها، استطاع أن يضع جانبًا المفاهيم الخاطئة، واستفاد من المزايا التي تُوفّرها هذه الصّناديق؛
- تتميّز صناديق التحوّط بمرونةٍ كاملة تقريبًا فيما يتعلّق بالاستثمارات، بما في ذلك المراكز الطويلة وقصيرة الأجل؛
- إن صناديق التحوّط تسعى بشكلٍ عام لتحقيق العائدات الإيجابيّة تحت أيّ ظرفٍ من ظروف السّوق، كما أنّها تحتفظ برأس المال المستثمر؛ ومن ثم فإن الاستثمار في صناديق التحوّط قد يؤدي في أغلب الأحوال إلى تكوين عائداتٍ أكبر طويلة الأجل وتقليل حجم المخاطر على الاستثمارات التقليديّة للأسهم والسّندات؛
- تُوفّر صناديق التحوّط عائداتٍ ثابتةً ترتفع من مستوى استقرار محفظة الاستثمارات التقليديّة عندما يكون أداؤها ضعيفًا، أو على أكثر تقدير لا يمكن التنبؤ بها؛
- إنّ الأسواق الناشئة كان لها الأثر البالغ على مدى الخمس وعشرين سنة الأخيرة في الارتفاع الكبير الذي حقّقه الاقتصاد العالمي، مقارنةً مع الدّول ذات الاقتصاديات المتقدّمة كالولايات المتّحدة الأمريكيّة

- وأوروبا واليابان؛ وذلك لأنّ بلدان الأسواق الناشئة لديها مواطن قوّة حقيقية، لاسيما الصادرات والإنفاق الرأسمالي والتي تُعدّ عناصرًا حيوية لارتفاع معدلات النمو الاقتصادي؛
- تمثل الأسواق الناشئة قريبًا أكثر من 50% من الناتج المحلي الإجمالي العالمي، فمنذ أقل من 30 عامًا مضت، هيمنت الاقتصاديات المتقدمة على الناتج المحلي الإجمالي العالمي؛ لكن ومنذ أوائل التسعينات، بدأت الأنظمة الاقتصادية الكبيرة بالتراجع إلى الوراء، مُفسحةً المجال أمام غيرها من الأسواق الناشئة؛
  - تتمتع الأسواق الناشئة بأقل معدلات للديون، مما يعني أن هناك مجالًا واسعًا لزيادة الاستهلاك في مثل هذه الدول، الأمر الذي يُشير إلى مستويات نموّ مستقبلية واعدة؛
  - إن للتنمية المحلية أهميةً بالغة نظرًا للدور الذي تُؤدّيه في تحقيق التنمية الشاملة، فهي تتسم بالتكامل بين تنمية المناطق الريفية والمناطق الحضرية، وتشمل جميع أبعاد التنمية الاقتصادية والاجتماعية والثقافية والسياسية، كما تُمسّ كل مجتمعات محلية وتعمل على نموّها بشكلٍ متوازن لتزيد من ترابطها وتماسكها. وتعمل التنمية المحلية على تفعيل مشاركة المواطنين في وضع وتنفيذ برامج التنمية وربطها بالمشاريع التنموية. وإن استغلال جزء من مداخيل الدولة في تمويل مثل هذه المشاريع سيعود بالخير الوفير عليها وعلى اقتصادها؛ في جوانب عديدة.

إنّ كلّ ما ذُكر من مميّزات الاستثمار في هذه القنوات الاستثمارية الثلاث؛ يجعل من الاستثمار في صناديق التحوّط والأسواق الناشئة ومشاريع التنمية المحليّة مكسبًا كبيرًا ومضمونًا بالنسبة لصناديق الثروة السيادية؛ من خلال اتباع استراتيجية توزيع المخاطر، والاستثمار في هذه القنوات متكاملٌ من حيث أجل تحصيل العائد. وقبل التّطرق بالدراسة لصندوق ضبط الموارد؛ لا بدّ من التعرّف أولاً على أهم الخصائص الهيكلية ومميزات الاقتصاد الجزائري؛ من خلال الفصل الموالي.



## الفصل الثالث

واقع الاقتصاد الجزائري في ظلّ هيمنة المحروقات



## تمهيد

بعد حصول الجزائر على استقلالها السياسي، كان لابد من رسم مسار سياسة تنموية واضحة المعالم لإعادة بناء الاقتصاد الوطني وتحويله إلى اقتصاد متكامل ومنسجم. وقد مرّ هذا الأخير بمجموعة من المراحل تخللتها العديد من الإصلاحات؛ تتجلى في التحول الذي حدث في الاقتصاد الجزائري من اقتصاد يتركز على الخطة المركزية إلى اقتصاد يعتمد على أدوات السوق.

ويُعتبر قطاع المحروقات القطاع الفاعل في الاقتصاد الجزائري، لأنه لا يزال بعد أكثر من أربعة عقود من الاستقلال القطاع المهيمن على النشاط الاقتصادي، فهو يُساهم في الصادرات الجزائرية بنسبة عالية جدًا. وقد مرّ القطاع في مسار تطوره بعد الاستقلال بثلاث مراحل رئيسية، لكل واحدة منها ملامحها الخاصة: المرحلة الأولى في الستينيات، وتميزت باستمرار العمل بنظام الامتيازات الموروث عن حقبة الاستعمار الفرنسي وبهيمنة الشركات الأجنبية على كامل النشاط تقريبًا. المرحلة الثانية بعد تأميم القطاع سنة 1971، وتميزت باحتكار الشركة الوطنية سوناطراك لنشاط الإنتاج، وانحصار دور الشركات الأجنبية في تقديم الخدمات. ثم المرحلة الثالثة، بداية من منتصف الثمانينيات، وتميزت بإعادة فتح القطاع من جديد أمام الاستثمار الأجنبي المباشر واعتماد خيار الشراكة مع الشركات الأجنبية في مجالي الاستكشاف والإنتاج معًا.

وسيتّم التّطرق إلى كلّ هذه العناصر بالتّفصيل من خلال المباحث التّالية:

- المبحث الأول: واقع الاقتصاد الجزائري وسماته منذ الاستقلال؛
- المبحث الثاني: الخصائص الهيكلية للاقتصاد الجزائري؛
- المبحث الثالث: أداء قطاع المحروقات في الجزائر.

## المبحث الأول: تطوّر الاقتصاد الجزائري وسماته منذ الاستقلال

لقد مرّ الاقتصاد الجزائري منذ الاستقلال بثلاث مراحل رئيسة؛ مرحلة التنمية الاقتصادية في ظلّ الاقتصاد الموجّه "1962-1985"؛ وتمثّل بداية تطبيق الاقتصاد المخطّط، مرحلة الأزمة الاقتصادية والتّوجّه نحو اقتصاد السوق "1986-1998"، وتُقابل التّحوّل أو الانتقال إلى اقتصاد السوق؛ ومرحلة تطبيق سياسات الإنعاش الاقتصادي "2000-2014"، وتمثّل مرحلة جديدة للنّهوض بالاقتصاد الجزائري.

وقد تمّ اعتماد هذا التّقسيم لأنّه ينطبق على التّحوّلات الاقتصادية التي عرفها الاقتصاد الجزائري، وسيتمّ عرض هذه المراحل الثلاث من خلال المطالب التالية:

- المطالب الأوّل: مرحلة التنمية الاقتصادية في ظلّ الاقتصاد الموجّه "1962-1985"؛
- المطالب الثّاني: مرحلة الأزمة الاقتصادية والتّوجّه نحو اقتصاد السوق "1986-1998"؛
- المطالب الثّالث: مرحلة تطبيق سياسة الإنعاش الاقتصادي "2000-2014".

## المطلب الأوّل: مرحلة التنمية الاقتصادية في ظلّ الاقتصاد الموجّه "1962-1985"

لقد مرّ الاقتصاد الجزائري بعدة مراحل منذ الاستقلال؛ حيث أتت الجزائر بعد استقلالها سياسة اقتصادية اشتراكية، إذ هيمنت الدولة على كل المجالات الاقتصادية باعتمادها على المؤسسات العمومية كأداة لتنفيذ سياستها. وكون المجتمع الجزائري مجتمعاً زراعياً، قامت الدولة الجزائرية في تلك الفترة بإنشاء مزارع ضخمة بعد تأميمها. وللقيام بذلك، اعتمدت على الإيرادات الناجمة من قطاع المحروقات التي تميّزت بالارتفاع في تلك الفترة؛ باستثناء الفترة 1986/1989 التي تميزت بانخفاض أسعار النفط. وستتم الإشارة إلى هذه المراحل؛ بدايةً من مرحلة الانتظار إلى مرحلة التّصحيح الهيكلي فيما يلي.

## أولاً: مرحلة الانتظار "1962-1966"

تميّزت هذه المرحلة بصفة عامة بمشاكل تسييرية فيما يخصّ الجهاز الإنتاجي نتيجة ذهاب المعمرين الأوروبيين، الأمر الذي أدى إلى تولي العمال الجزائريين إدارة المشروعات الاقتصادية الموجودة آنذاك وتسييرها تسييراً ذاتياً، مع وجود القطاع الخاص في المجال الصناعي والفلاحي والتجاري. وتعتبر هذه العملية أول مسيرة تصحيحية للاقتصاد بعد الاستقلال؛ رغم عدم وضوح النموذج الوطني للتنمية الاقتصادية. وقامت السلطات الجزائرية بتأميم الأراضي الزراعية سنة 1963، والمناجم سنة 1966، وبدأت اللجان التسييرية تزول في مجال الصناعة، وتحل محلّها الشركات الوطنية، بعدما قامت الدولة بإنشاء الأدوات التي تمكّنها من القيام بالتخطيط بعد توفير الشروط المناسبة.

إنّ أهم ما ميّز هذه المرحلة هو تبني الدولة لنظام الاقتصاد الموجّه كخيارٍ لتحقيق التنمية الاقتصادية، وتمّ ذلك عن طريق تطبيق التنمية المخطّطة؛ إذ تمّ الشروع فعلياً في تنفيذ هذه المخطّطات ابتداءً من سنة 1967.

## ثانياً: مرحلة التصحيح الهيكلي "1967-1985"

لقد شرعت الدولة في هذه المرحلة بتنفيذ مجموعة من المخططات التنموية هي المخطط الثلاثي، الرباعي الأول والثاني والمخططان الخماسيان الأول والثاني؛ حيث كان الهدف من المخطط الثلاثي الأول (67-69) هو تحضير الوسائل المادية والبشرية لإنجاز المخططات المقبلة، وأعطيت الأفضلية في هذه الفترة إلى الهياكل القاعدية للصناعات والمحروقات، أما المخطط الرباعي الأول (70-73) فحدد فيه الاتجاه نحو التخطيط لإنشاء الصناعات الثقيلة والتركيز على قطاع المحروقات، وأدخلت إصلاحات عميقة على شكل التمويل القديم وأجبرت المؤسسات العمومية على فتح حسابات للاستغلال والآخر للاستثمار مع منع التداخل بينهما.

أما المخطط الرباعي الثاني (74-77) فهو عبارة عن استمرار للمخطط السابق ومحاولة تحقيق أهدافه، ويتميز بمبلغ الاستثمارات الكبير بسبب ارتفاع أسعار النفط، فقد توسع إنتاج النفط بشكل كبير، وانتقل إنتاج النفط الخام من 22.8 مليون طن في سنة 1963 إلى 63 مليون طن في سنة 1979، كما انتقل إنتاج الغاز الطبيعي من 300000 طن إلى 30 مليون طن في نفس الفترة.

## جدول رقم (3-1): الأهداف الرئيسية للمخططات الخمسة للجزائر "1967-1989"

المخطط	الأهداف الرئيسية للمخطط
المخطط الثلاثي 1969-1967	برامج استثمارات موجهة خاصة لتنمية المناطق المحرومة؛ في إطار القضاء على الفوارق الجهوية. حُصص له مبلغ 11 مليار دج.
المخطط الرباعي الأول 1973-1970	الشروع في تنفيذ برنامج التصنيع وتأسيس التخطيط بإنشاء كتابة الدولة للتخطيط. حُصص له مبلغ 30 مليار دج.
المخطط الرباعي الثاني 1977-1973	تأمين الموارد الطبيعية وتكثيف التسيج الصناعي، وتكامل قطاعات الاقتصاد. تحسين تقنيات التخطيط وتنظيمها عن طريق تحديد الآجال وتنظيم المراحل. حُصص له مبلغ 100 مليار دج.
المخطط الخماسي الأول 1984-1980	إقرار التوازنات الاقتصادية من جديد وإعادة تنظيم المؤسسات، ضمان مردودية الإمكانيات وترتيب الأولويات لمنظمة التخطيط، تعميم التخطيط السنوي وتأسيس مخطط الولاية والعمل بمخطط الإنتاج، واستعمال أدوات الضبط، إنشاء وزارة التخطيط والتهيئة العمرانية. حُصص له مبلغ 250 مليار دج.
المخطط الخماسي الثاني 1989-1985	إعطاء الأولوية لتنمية الفلاحة والري والسكن والنقل، التخفيف من الديون الخارجية و ضمان فعالية التسيير في الداخل، المحافظة على السير نحو الغاية رغم الصعوبات التي ترجع إلى انخفاض الإيرادات، إنشاء المجلس الوطني للتخطيط "1987". حُصص له مبلغ 550 مليار دج.

المصدر: المؤسسة الوطنية للنشر والإشهار، الدليل الاقتصادي والاجتماعي، الجزائر، 1992، ص: 149.

أما المخططان الخماسي الأول (80-84)، والخماسي الثاني (85-89)؛ فهدفا إلى إقرار التوازنات الاقتصادية من جديد وإعادة تنظيم المؤسسات، ضمان مردودية الإمكانيات وترتيب الأولويات لمنظمة التخطيط، إعطاء الأولوية لتنمية الفلاحة والري والسكن والنقل والتخفيف من الديون الخارجية وضمنان فعالية التسيير في الداخل. كما هو موضَّح في الجدول أعلاه.

### ثالثاً: تقييم المخططات التنموية الخمسة

يُمكن القول أنّ النتائج المحقّقة من الاستثمارات الضخمة في الجزائر في السبعينات والثمانينات من القرن الماضي، لم تكن في مستوى الطموحات المنتظرة؛ حيث كانت المخططات سالفه الذكر تهدف إلى بناء الاقتصاد الوطني على أساس إنشاء شركات وطنية كبرى تحتكر السوق الوطنية، إلا أن هذا الأمر أدى إلى وجود ممارسات بيروقراطية، وزيادة مفرطة في عدد العمال، إضافة إلى عدم وجود توازن في حجم الاستثمارات. ويُمكن إيجاز النتائج السلبية فيما يلي<sup>1</sup>:

1. التكاليف الباهظة وامتداد الآجال المفروضة على الاقتصاد الوطني، والتي تبرز بوضوح من خلال الفوارق الملحوظة بين مبالغ الاستثمارات المحددة في بداية الفترة، والمبالغ المسجّلة في نهاية الفترة. ففي الفترة بين 1967-1978 تعدّت 300 مليار دج، وفي الفترة 1980-1985 بلغت 427 مليار دج؛

2. إنّ مسألة زيادة التكلفة في الصناعة الجزائرية يُعتبر ظاهرة معقّدة يُمكن إرجاعها إلى عوامل داخلية؛ هي نتاج نموذج ونمط التصنيع المختار، وعوامل خارجية تعود للمحيط الدولي وتدخل الشركات الهندسية. وتُشير بعض الدراسات إلى أنّه في المجموع، فإنّ الاستثمار الصناعي يُكلّف الجزائر ما بين 40-80% أعلى من أوروبا في نفس القطاعات الصناعية المستعملة لنفس التكنولوجيا؛

3. على الرّغم من الحجم الكبير للاستثمارات، فإنّ النتائج لم تكن في مستوى الطموحات المنتظرة؛ وهذا نتيجة التأخّر في الإنجاز وتفشّي البيروقراطية في الإدارات المركزية. ففي المخطط الثلاثي تمّ تنفيذ 82% فقط من الاستثمارات المخطّطة، أمّا المخطط الرباعي الثاني فزادت فيه تكاليف المخطّط بمقدار 15,154 مليار دج؛ وذلك راجع إلى التوسّع في الاستثمارات الناتجة عن ارتفاع أسعار البترول في سنة 1973، إلا أن 35,1% من قيمة الاستثمارات لم تُنفذ وذلك راجع لمحدودية مؤسسات الإنجاز. أمّا مشاريع المخطّط الخماسي الثاني فقد توقّفت بسبب انخفاض أسعار البترول سنة 1986 إلى أقل من 10 دولارات للبرميل الواحد؛ مما عقد مشكلة البطالة وظاهرة الندرة التي مسّت المواد الضرورية كالأدوية والمواد الغذائية<sup>2</sup>؛

<sup>1</sup> بوعشة مبارك، الاقتصاد الجزائري: من تقييم مخطّطات التنمية إلى تقييم البرامج الاستثمارية "مقارنة نقدية"، أبحاث المؤتمر الدولي: تقييم آثار برامج الاستثمارات العامة وانعكاساتها على التشغيل والاستثمار والنمو الاقتصادي خلال الفترة "2001-2014"، منشورات مخبر الشراكة والاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفضاء الأورومغاربي، 2013، سطيف، ص: 7.

<sup>2</sup> بوعشة مبارك، المرجع السابق، ص: 8.

4. إنَّ التَّأخِيرَ فِي إِنْجَازِ الْمَشَارِيعِ الصَّنَاعِيَّةِ فِي الْمَتَوَسِّطِ يُقَدَّرُ بِ: 2-3 سَنَوَاتٍ، وَلَوْحِظَ أَنَّ فِتْرَةَ إِنْجَازِ بَعْضِ الْمَشَارِيعِ امْتَدَّتْ مِنْ 5-7 سَنَوَاتٍ؛ وَالتَّكْلِيفُ الرَّائِدَةُ وَالْحَسَائِرُ الْمُتَعَلِّقَةُ بِهَذَا التَّأخِيرِ مُعْتَبَرَةٌ؛
5. إنَّ التَّوَسُّعَ السَّرِيعَ لِمُجَهِّزَاتِ الاسْتِمَارَاتِ أَحْدَثَ هُوَّةً وَاسِعَةً بَيْنَ الْكَمِّيَّاتِ الْمَعْرُوضَةِ وَالْكَمِّيَّاتِ الْمَطْلُوبَةِ مِنَ الطَّاقَاتِ الْبَشَرِيَّةِ وَالْمَادِّيَّةِ اللَّازِمَةِ لِلْاسْتِمَارِ؛ فَمَا تَكَادُ تَتِمُّ الدَّرَاسَةُ التَّقْنِيَّةُ الْاِقْتِصَادِيَّةُ لِمَشْرُوعَاتٍ جَدِيدَةٍ، حَتَّى يُقَرَّرَ الشَّرُوعُ فِي تَنْفِيذِهَا دُونَ اعْتِبَارِ لِحَالَةِ التَّقَدُّمِ فِي إِنْجَازِ الْمَشْرُوعَاتِ السَّابِقَةِ، وَهَذَا مَا سَاعَدَ بِدَوْرِهِ عَلَى تَعْمِيقِ تِلْكَ الْهَوَّةِ؛
6. إنَّ طَبِيعَةَ وَحْجَمِ الْمَشْرُوعَاتِ الصَّنَاعِيَّةِ قَدْ صُمِّمَتْ بِطَرِيقَةٍ غَيْرِ سَلِيمَةٍ، وَأُظْهِرَتْ مِنْ نَاحِيَةِ التَّكْنُولُوجِيَا أَوْ الْإِنْجَازِ رَغْبَةً فِي مَحَاكَاةِ مَشْرُوعَاتِ الْمَوْسَّسَاتِ الْوَطْنِيَّةِ أَكْثَرَ مِنْ الْاهْتِمَامِ بِالتَّلَاوُمِ مَعَ الطَّرُوفِ الْمَحَلِّيَّةِ لِلْمُرَافِقِ الْأَسَاسِيَّةِ وَالْيَدِ الْعَامِلَةِ، وَهَذَا مَا أَدَّى بِطَبِيعَةِ الْحَالِ إِلَى الزِّيَادَاتِ الْمَفْرِطَةِ فِي التَّكْلِيفِ؛
7. الْفَارِقُ الْهَامُّ بَيْنَ الْمَشْرُوعَاتِ الصَّنَاعِيَّةِ الْمُسَجَّلَةِ وَبَيْنَ تِلْكَ الَّتِي نُقِدَتْ فِعْلًا فِي الْمَكَانِ؛ إِذْ نَجِدُ فِي نَهَايَةِ سَنَةِ 1979، 978 مَشْرُوعًا لِلصَّنَاعَةِ الْمَحَلِّيَّةِ مُسَجَّلًا فِي قَائِمَةِ الْجِهَازِ الْمَرْكَزِيِّ لِلتَّخْطِيطِ، مِنْهَا 144 وَرَثَتْ عَنِ الْمَخْطَّطِ الرَّيَاعِيِّ الْأَوَّلِ، وَمِنْ ضَمَنِ 434 مَشْرُوعٍ صَغِيرٍ مُسَجَّلٍ بَيْنَ 1974-1979 نَجِدُ أَكْثَرَ مِنْ النِّصْفِ لَمْ يَتِمَّ الْإِتِّزَامُ بِهَا؛
8. يُمَكِّنُ إِرْجَاعِ حَالَاتِ الْعَجْزِ فِي تَنْفِيذِ الْمَشْرُوعَاتِ إِلَى سُوءِ تَدْبِيرِ الْأَجْهَازَةِ الْإِدَارِيَّةِ وَالتَّخْطِيطِ مِنْهَا عَلَى وَجْهِ التَّحْدِيدِ؛
9. إنَّ عَدَمَ التَّحَكُّمِ فِي تَسْيِيرِ الْمَشَارِيعِ وَتَحْصِيصِ الْوَسَائِلِ، أَدَّى إِلَى اخْتِلَالِ التَّوَازَنِ الْعَامِ لِهَيْكَلِ الْاسْتِمَارَاتِ، كَمَا أَدَّى إِلَى زِيَادَةِ الْأَخْطَارِ عَلَى جَمِيعِ الْمَسْتَوِيَّاتِ فِي بَعْضِ الْمَشَارِيعِ؛
10. إنَّ التَّكْلِيفَ الْبَاهِظَةَ وَتَمْدِيدَ الْأَجَالِ عَمِلَتْ كَلِّهَا عَلَى إِبْطَالِ مَخْطَّطَاتِ التَّمْوِيلِ مَهْمَا كَانَتْ جُودَتَهَا، فَأَجْبَرَتْ فِي بَعْضِ الْأَحْيَانِ الْمَوْسَّسَاتِ عَلَى تَسْدِيدِ الْقُرُوضِ قَبْلَ اسْتِغْلَالِهَا فِي الْاسْتِمَارَاتِ؛
11. نَظَرًا لِلنَّقْصِ الْمَلْحُوظِ فِي تَحْضِيرِ شُرُوطِ إِنْجَازِ الْمَشَارِيعِ، أُجْبِرَتْ الْمَوْسَّسَاتُ عَلَى أَنْ تَأْخُذَ عَلَى عَاتِقِهَا كُلِّ مَا يَتَعَلَّقُ بِالْمَحِيطِ (تَهْيِئَةُ الْمَنَاطِقِ، الرِّيِّ، الْمُنْشآتِ الْأَسَاسِيَّةِ، السَّكَنِ، التَّكْوِينِ)؛ الْأَمْرُ الَّذِي أَدَّى إِلَى زِيَادَةِ فِي التَّكْلِيفِ؛
12. إنَّ امْتِدَادَ الْأَجَالِ وَالتَّكْلِيفَ الْبَاهِظَةَ وَدَرَجَةَ الْإِنْجَازِ الْمُتَبَايِنَةَ لِأَعْمَالِ الْاسْتِمَارِ طَرَحَتْ مِنْ جَدِيدٍ مَشْكَلَ التَّرَابُطِ الْإِجْمَالِيِّ بِالذَّائِلِ وَالخَارِجِ لِلسِّيَاسَةِ الْاِقْتِصَادِيَّةِ الْمُتَبَعَةِ، وَقَلَّتْ مِنَ الْمَرْدُودِيَّةِ الْاِقْتِصَادِيَّةِ لِهَذِهِ الْأَعْمَالِ.

## المطلب الثاني: مرحلة الأزمة الاقتصادية والتوجه نحو اقتصاد السوق "1986-1998"

يُمكن تقسيم هذه المرحلة إلى مرحلتين فرعيتين:

## أولاً: مرحلة الأزمة الاقتصادية "1986-1988"

رغم الجهود المعتبرة التي بذلتها الدولة خلال فترة الستينات والسبعينات، من أجل تحقيق التنمية الاقتصادية وبناء اقتصاد قوي؛ من خلال اتباع أسلوب التنمية المخططة وإنشاء قطاع صناعي عمومي قوي، إلا أنه لوحظ أن الاقتصاد الوطني بدأ يعاني جملةً من المشكلات والصعوبات ابتداءً من فترة الثمانينات، كان أبرزها مشكلة المديونية التي تفاقمت أعباؤها نتيجة اتباع الحكومة سياسة التمويل الخارجي لمخططات التنمية المتعاقبة، وكذا الركود الذي أصاب كلاً من القطاع الصناعي العمومي؛ نتيجةً للحلل الهيكلي الذي عانت منه المؤسسات العمومية، والقطاع الزراعي بسبب عوامل طبيعية كالجفاف وعدم الاستغلال الأمثل للمستثمرات الفلاحية التابعة للدولة.

والجدول الموالي يعرض تطوّر بعض المؤشرات الكلية للاقتصاد الوطني خلال الفترة "1985-1988":

جدول رقم (2-3): تطوّر بعض المؤشرات الاقتصادية الكلية "1985-1988"

1988	1987	1986	1985	مؤشرات اقتصادية كلية
1,9+	0,7-	0,2-	5,6-	نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي "%
1,9+	7,1-	1,2+	5,7+	نمو قطاع المحروقات "%
26,745	25,022	22,906	18,401	حجم المديونية "مليار دولار أمريكي"
2,044-	0,141+	2,230-	1,038+	رصيد الحساب الجاري "مليار دولار أمريكي"
5,9	7,5	12,3	10,5	معدّل التضخم "%
-	21,4	-	9,7	معدّل البطالة "%

المصدر: المجلس الوطني الاقتصادي والاجتماعي، تقرير أولي حول الآثار الاقتصادية والاجتماعية لبرنامج التعديل الهيكلي، 1999، ص: 8.

نلاحظ من خلال الجدول الاعتماد شبه المطلق للاقتصاد الوطني على أداء قطاع المحروقات، سواء من حيث مدى إسهام هذا القطاع في صادرات البلد أو من حيث نسبة إسهامه في الناتج المحلي الإجمالي، كل ذلك جعل الاقتصاد الوطني عرضةً للصدمات الخارجية التي تحدث نتيجةً لتقلّب أسعار المحروقات؛ باعتبار أن أسعارها تُحدّد خارجياً، وهو ما حدث سنة 1986؛ إذ أدى الانخفاض الحادّ لأسعار المحروقات إلى أقل من 13 دولار أمريكي للبرميل الواحد إلى التعرّض لأزمة خطيرة، أدت إلى اختلال التوازنات الكلية للاقتصاد الوطني.

## ثانياً: مرحلة الإصلاحات الاقتصادية بالتعاون مع صندوق النقد الدولي "1989-1998"

رغم تطبيق الحكومة لبعض الإصلاحات الجزئية خلال الفترة "1986-1988"، إلا أنّ حِدّة الأزمة الاقتصادية شهدت تفاقماً من سنةٍ لأخرى، وقد تجلّت مظاهرها في ارتفاع حجم المديونية، كما أنّ التقلّب الحاد في أسعار المحروقات قد أثار سلباً على حجم صادرات البلد، كلّ ذلك أرغم الحكومة على اللّجوء إلى المؤسسات الاقتصادية الدولية وعلى رأسها صندوق النقد الدولي سنة 1989؛ حيث تم عقد اتّفاقيين مع هذا الأخير هما على التّوالي<sup>1</sup>:

- برنامج الاستعداد الائتماني الأول: وُقِع في 31 ماي 1989؛

- برنامج الاستعداد الائتماني الثاني: وُقِع في 3 جوان 1991.

هدفت الاتّفاقيّتان إلى منح قروضٍ ومساعدات من قبل صندوق النقد الدولي والبنك العالمي للجزائر، مقابل تنفيذ مجموعةٍ من الإصلاحات الاقتصادية كان أهمّها<sup>2</sup>:

- الاعتماد على آليات العرض والطلب لتحديد أسعار الفائدة وأسعار الصّرف؛
- تحرير التجارة الخارجية والمدفوعات بإلغاء التّخصيص المركزي للنقد الأجنبي؛
- إعطاء الاستقلالية التامة للمؤسسات في اتّخاذ القرارات الإدارية والمالية على أساس قواعد السّوق ومؤشّرات الربحية الاقتصادية والمالية وحرية تحديد الأسعار؛
- إصلاح نظام الأجور وتغيير سياسة الإعانات ونُظّم الدّعم وإلغاء التّمييز بين القطاع العام والقطاع الخاص فيما يتعلّق بالقروض وأسعار الفائدة.

كما تمّ في سنة 1990 إصدار قانون رقم 10/90 المتعلّق بالنقد والقرض، والذي اعتُبر نقطة تحوّلٍ هامة في مسار الاقتصاد الجزائري من الاقتصاد الموجه إلى اقتصاد السّوق؛ إذ تضمّن هذا القانون قواعد أُعدّت وفقاً لمبادئ اقتصاد السّوق، تضمنت تكييف القطاع المصرفي وفقاً لهذا التّوجه الجديد، كما أعيد للبنك المركزي مهامه التقليدية؛ باعتباره المشرف على تسيير السياسة النقدية للبلد بكلّ استقلالية.

ورغم تنفيذ معظم هذه الإصلاحات، إلا أنّ الأزمة الاقتصادية ازدادت خطورة؛ الأمر الذي أرغم الحكومة على اللّجوء مرّة أخرى لصندوق النقد الدولي؛ حيث تمّ الاتّفاق على تطبيق برنامج إصلاح اقتصادي هيكلي يمتدّ لأربع سنوات "1994-1998"، تحت إشراف صندوق النقد الدولي. وقد نُفِذ هذا البرنامج على مرحلتين هما:

<sup>1</sup> بلعوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004، ص 190.

<sup>2</sup> علي بطاهر، سياسات التحرير والإصلاح الاقتصادي في الجزائر، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة حسبية بن بوعلوي، الشّلف، الجزائر، 2004، ع 1، ص: 182.

## 1. مرحلة التثبيت الهيكلي "1993-1994":

شرعت الجزائر في تطبيق برنامج الاستقرار الاقتصادي المدعّم من قبل صندوق النقد الدولي والبنك الدولي لمدة سنة. وقد اتخذت عدّة إجراءات ذات طابع كلي، لتصحيح الاختلالات التي عرفها الاقتصاد الوطني، منها الانخفاض في سعر البترول، نقص التمويل الخارجي لانعدام الثقة لدى الشريك الأجنبي؛ نتيجة المحنة التي مرّت بها الجزائر (الإرهاب) وارتفاع المديونية وارتفاع التضخم، كل ذلك أثار على ميزان المدفوعات، وزاد الوضعية تدهورًا. إنّ اللجوء إلى برنامج التثبيت الهيكلي كان يهدف إلى تحقيق التوازنات الكبرى؛ من خلال تحقيق الأهداف التالية<sup>1</sup>:

- القضاء على عجز الموازنة العمومية أو على الأقلّ تخفيضها عن طريق ترشيد الإنفاق الحكومي؛
- تخفيض الدعم الموجه للأسعار وتثبيت كتلة أجور الوظيف العمومي؛
- إصلاح هيكل الإيرادات العمومية عن طريق توسيع القاعدة الضريبية وتحسين طرق تحصيل الضرائب؛
- إصلاح السياسة التقديرية ومراجعة سعر صرف الدينار الجزائري للوصول إلى قيمته الحقيقية؛ حيث تمّ تخفيض قيمته بنسبة 40,17% سنة 1994، وكذا الحدّ من التضخّم التقديري عن طريق التّحكّم في معدّل نمو الكتلة التقديرية وتحرير أسعار الفائدة الاسمية؛
- تحسين وضعية ميزان المدفوعات عن طريق اللجوء إلى التمويل الخارجي الثنائي ومتعدّد الأطراف، مع إعادة جدولة كلّ الديون الخارجية المتعلقة بفترة البرنامج؛
- تحرير التجارة الخارجية وإلغاء كلّ المعوّقات التي تحول دون قيام الخواص بعملية التصدير أو الاستيراد؛
- جعل الدينار قابلاً للتحويل بالنسبة للعمليات التجارية بعد تعديل سعر صرفه.

أُخذت هذه الإجراءات لتثبيت الاقتصاد الوطني، وقد نجحت نسبياً وبشكلٍ مؤقت في تحقيق التوازنات التقديرية والمالية على المستوى الكلي. ومن المؤشرات الدالة على ذلك<sup>2</sup>:

- انخفاض في عجز الميزانية من 7.8 % سنة 1993 إلى 4.4 % سنة 1994؛
- انخفاض معدل التضخم إلى 5.38%؛
- تحسين احتياط الصرف ليبلغ 64.2 مليار سنة 1994؛
- تم حل 88 مؤسسة عمومية، وتم إعطاء 5 مؤسسات استقلاليتها من أصل 23 مؤسسة، وإنشاء الصندوق الوطني للتأمين على البطالة، وعرض 5 فنادق للخصوصية.

<sup>1</sup> بلعوز بن علي، المرجع السابق، ص: 196.

<sup>2</sup> كروالي بغداد، نظرة عامة على التحولات الاقتصادية في الجزائر، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر - بسكرة، ع 8، جانفي 2005، ص: 10.

إن تحقيق تلك النتائج من خلال تطبيق إجراءات التثبيت الهيكلي لم تتم كما توقعت السلطات الجزائرية آنذاك؛ حيث كانت تطمح إلى أكثر من ذلك، فتزايد تراكم الخسائر المالية للمؤسسات العمومية والذي أثقل ميزانية الدولة، أثر على الوضعية الاقتصادية والاجتماعية العامة. ويمكن ذكر أهم الاختلالات الناتجة عن هذه المرحلة فيما يلي<sup>1</sup>:

- استمرار ارتفاع الديون الخارجية وعدم توازن ميزان المدفوعات؛
- ضعف دائم في استعمال الطاقات الإنتاجية، وضعف التكامل الصناعي وتزايد عدد السكان، الذي أدى إلى عدم التوازن بين العرض والطلب؛
- تزايد حجم البطالة وانخفاض عوائد الصادرات والاعتماد على استيراد المواد الغذائية أكثر من 50%.

وقد تمّ إنشاء الوكالة الوطنية للاستثمار الخاص سنة 1994 من أجل تسهيل الإجراءات الإدارية والتخفيف من العراقيل والتعقيدات البيروقراطية التي عاقت المستثمرين الخواص، إلا أنها لم تُحقق الأهداف المرجوة. وقد اتخذت عدّة إجراءات تحفيزية مثل التخفيف من القيود الصّربية لصالح الاستثمارات الإنتاجية، تشجيع الترقية العقارية، وإنشاء سوق مالي.

## 2. مرحلة التعديل الهيكلي "1995-1998":

لقد مسّ البرنامج الخاص بالتثبيت الهيكلي (1993-1994) جميع المجالات المالية والتقنية، والتجارية والهيكلية وحتى القضايا الاجتماعية. وكان هدف الجزائر من تطبيق هذه الإصلاحات من خلال برامج التصحيح الهيكلي، إحداث تحولات جذرية في الجانب الاقتصادي والاجتماعي عن طريق تطبيق سياسات معينة، ترمي إلى تحقيق الاستقرار الاقتصادي الكلي. وقد تضمّن برنامج التعديل الاقتصادي الذي تم الاتفاق عليه مع صندوق النقد الدولي يوم 22 ماي 1995 مجموعة من الأهداف<sup>2</sup>:

- مواصلة عملية التحرير الاقتصادي وتعميق الإصلاحات الهيكلية للمؤسسات العمومية، والبدء بخصوصية جزء منها؛
- تحقيق نمو اقتصادي في إطار الاستقرار المالي، وكذا ضبط سلوك ميزان المدفوعات؛ حيث يتحقق معدّل نمو حقيقي للناتج المحلي الإجمالي خارج المحروقات بنسبة 5% خلال فترة البرنامج؛
- تخفيض نسبة التضخم لتبلغ 10,3%؛
- التحرير التدريجي للتجارة الخارجية، وتحرير الأسعار وإلغاء التدعيم للسّلع؛

<sup>1</sup> كربالي بغداد، مرجع سابق، ص: 11-12.

<sup>2</sup> بلعوز بن علي، مرجع السابق، ص: 196.

- أن يُعادل احتياطي الصّرف 3 أشهر من الواردات؛
- التحضير لإنشاء سوق الأوراق المالية.

تميزت سيرورة الإصلاح الاقتصادي بعدة سماتٍ إيجابية تمثلت بصورةٍ عامّة في<sup>1</sup>:

- تحقيق معدل نمو 9.3%، 4% و 5.4% خلال السنوات 1995 و 1996 و 1997 على التوالي؛
- تحقيق فائض في الميزانية بلغ 3% من إجمالي الإنتاج الخام سنة 1996، و 3.1% في سنة 1997، مع تحقيق عجز يُقدّر بـ: 4.1% في سنة 1995. يمكن أن نرجع السّبب في ذلك إلى الارتفاع النسبي في أسعار البترول؛
- انخفاض معدّل التضخّم ليلغ 21.7% و 18.7% و 7% خلال 1995، 1996، 1997. إنّ هذا الانخفاض راجعٌ للتّعديلات التي مسّت أسعار بعض السلع المدعومة، وانخفاض قيمة العملة الوطنية؛
- ارتفاع الإيرادات من 6.27% إلى 33% وإلى 34% من الناتج المحلي الإجمالي خلال السّنوات 93 و 96 و 97. أما التّفقات العامة فحقّقت النّسب التّالية: 6.33% و 29% و 31% خلال السّنوات 95، 96، 97 على التوالي؛
- تقليص المديونية نتيجة عملية إعادة جدولة بعض ديونها؛ حيث انخفضت نسبة خدمة الدّين إلى السلع والخدمات من 82% في سنة 1993 إلى 24% في سنة 1997. وقد قُدّر إجمالي الدّين الخارجي في سنة 1995 بـ: 31,573 مليون دولار، و 33,561 مليون دولار في سنة 1996، و 31,222 مليون دولار في سنة 1997، و 30,473 في سنة 1998؛
- إصدار قانون سنة 1995 يرمي إلى إعادة الأراضي المؤمّمة إلى مالكيها، ودعم القطاع مع تحفيز المستثمرين الخواص؛
- إصدار قانون حوصصة المؤسّسات العموميّة في المرسوم الرئاسي 95/22 المؤرّخ في 15 أوت 1995 المعدّل في مارس 1997 في الأمر 97/12، وشُرع في تنفيذ هذه العملية في أبريل 1996؛ حيث مسّت 200 مؤسّسة عموميّة محلية صغيرة أغلبها في قطاع الخدمات، وفي نهاية عام 1996 تسارعت وتيرة حل الشّركات وخصصتها بعد إنشاء 5 شركاتٍ جهوية قابضة. تواصلت حوصصة أكثر من 800 مؤسّسة محلية وهذا في شهر أبريل 1998. أما قانون الحوصصة المعدل في مارس 1997، فهدف إلى بيع 250 مؤسّسة كبرى خلال الفترة 1998-1999. كما أن القطاع الصّناعي كان هو المتضرّر الأكبر من تلك العملية بـ 54%، ثم يليه

<sup>1</sup> كريالي بغداد، مرجع سابق، ص: 12.

قطاع البناء والأشغال العمومية والرّي بـ 30%، بالإضافة إلى تسريح حوالي 213 عامل إلى جوان 1998. ساهم برنامج الخوصصة لسنة 1995 في إدخال رأس المال والتكنولوجيا المتطورة إلى قطاع الصناعة لإعطائه ديناميكية والرّفيع من قدراته؛ حيث واجه صعوباتٍ جمة نتيجة انخفاض الطاقة الإنتاجية وارتفاع التكاليف في السابق. كلفت عملية تطهير المؤسسات 13 مليار دولار خلال الفترة 1994 و1999 من أجل إعادة تنظيم القطاع العام، غير أنها لم تُحقّق الأهداف المسطرة؛ رغم أن الحكومة أنشأت وزارة إعادة هيكلة كاملة لهذه العملية. وقد مسّت عملية التّطهير 23 مؤسسة في نهاية 1996، مما ترتّب عنها تسريح العمال بصورةٍ جماعية في معظم القطاعات، وعلى سبيل المثال فقدان قطاع البناء 80,000 عاملاً.

لقد حققت عملية الإصلاح الاقتصادي معدلات نمو مرتفعة نوعاً ما على ضوء الأهداف المسطرة، أي تحقيق الاستقرار الاقتصادي الكلي ولكن بدرجةٍ نسبية، وأهملت بعض الجوانب الاجتماعية، كالبطالة التي ارتفعت إلى 28% سنة 1998 نتيجة عملية تصفية المؤسسات وخوصصة البعض منها. كما أن تحرير أسعار السلع الاستهلاكية نتيجة رفع التدعيم سنة 1996، انعكس سلباً على مستوى المعيشة لأغلبية المواطنين، نتيجة انخفاض الأجور الحقيقية وخاصةً في الفترة 94-97 وساهم إلى حدّ ما في اتّساع رقعة دائرة الفقر. وقد أكّد تقرير الأمم المتحدة الصّادر في جويلية 1999، أن ما يقارب 6 ملايين من الجزائريين لا يتجاوز دخلهم اليومي 2 دولار؛ أي دون الأجر الوطني القاعدي الذي كان يُقدّر بـ: 6000 دج.

## المطلب الثالث: مرحلة تطبيق سياسة الإنعاش الاقتصادي "2000-2014"

بعد انتهاء فترة العمل ببرنامج التعديل الهيكلي سنة 1998، تميّزت الوضعية الاقتصادية بنوع من التناقض؛ فمن جهة كان هناك تحسّن في أداء بعض المؤشرات الاقتصادية الكلية، كميزان المدفوعات، احتياطي الصّرف، معدّلات التّضخّم وحجم المديونية، بسبب ارتفاع أسعار المحروقات والإجراءات التي اتّخذت في إطار برنامج التعديل الهيكلي، ومن جهة أخرى كان هناك تباطؤ في معدّلات النمو الاقتصادي مصحوباً بارتفاع معدّلات البطالة<sup>1</sup>، وهو ما يوضّحه الجدول الموالي:

## جدول رقم (3-3): تطوّر أهمّ المؤشرات الاقتصادية في الفترة "1999-2001".

السنوات	1999	2000	2001
نسبة نمو الناتج المحلي الإجمالي "%	3,2	2,2	2,1
حجم البطالة "%	29	29	29
رصيد ميزان المدفوعات	2,38-	7,57	6,19
احتياطي الصّرف	4,4	11,9	18,0
حجم المديونية	28,315	25,261	22,571
سعر البرميل من البترول "د.أ"	17,8	28,5	24,3
معدّل التّضخّم "%	2,6	0,3	4,2
رصيد الموازنة العامة "مليار دج"	11,2-	400,00	184,5

المصدر: الدّيون الوطني للإحصائيات

وأمام هذا الواقع لجأت الحكومة إلى اتّباع سياسة اقتصادية جديدة تمثّلت في سياسة الإنعاش الاقتصادي، وهي سياسة كينزيّة تهدف إلى رفع معدّل النمو الاقتصادي وتخفيض معدّلات البطالة؛ عن طريق رفع الإنفاق الحكومي الاستثماري؛ حيث تُعتبر التّفقات العامة من أهم أدوات السياسة المالية المتّبعة في الدّول النامية بصفة خاصة، وفي ذلك سيرٌ على منهج التحليل المالي للفكر الكينزي الذي يُعتبر أهم من أشار إلى فعالية السياسة المالية، وبالخصوص من خلال التّفقات العامة في دعم الانتعاش الاقتصادي؛ نظراً للدور الهام الذي وجب أن تضطلع به الدّولة في النشاط الاقتصادي باعتبارها عوناً رئيساً من الأعوان الاقتصاديين؛ خاصّة في ظلّ الأزمات الاقتصادية والمالية.

فالفكر الكينزي يُؤكّد على أنّ التّفقات العامة تُعتبر إحدى أهم عناصر الطلب الكلي التي من شأنها التأثير على حجم الناتج، ومن ثمّ حجم الدّخول والعمالة؛ انطلاقاً من قانون "الطلب يخلق العرض"؛ حيث يُشير إلى أنه في وجود جهاز إنتاجي مرن، فإنّ الزيادة في الطلب الكلي التي من شأنها أن تتوافر في ظلّ التّوسّع في التّفقات العامة،

<sup>1</sup> بلعوز بن علي، مرجع السابق، 196.

تعمل على تنشيط الجهاز الإنتاجي الذي يستجيب لتلك الزيادة في الطلب الكلي؛ بما ينعكس إيجاباً على معدلات النمو الاقتصادي وحجم العمالة<sup>1</sup>.

وقد تضمنت هذه السياسة تنفيذ برامج متعددة على غرار برنامج دعم الإنعاش الاقتصادي "2001-2004" بقيمة 525 مليار دينار جزائري "07 مليار دولار أمريكي"، بالإضافة إلى البرنامج التكميلي لدعم النمو "2005-2009"، الذي خصص له مبلغ 4202,7 مليار دينار جزائري "150 مليار دولار أمريكي"، وبرنامج مواصلة دعم النمو "2010-2014" الذي خصص له مبلغ 250 مليار دولار أمريكي، والذي يُعتبر أكبر برنامج تنموي شهدته البلاد منذ استقلالها<sup>2</sup>.

### أولاً: برنامج دعم الإنعاش الاقتصادي "2001-2004"

تبنت الدولة منذ سنة 2000 سياسة اقتصادية جديدة، اعتمدت على التوسع في حجم الإنفاق الحكومي الاستثماري، وتحلت معالمها من خلال برنامج دعم الإنعاش الاقتصادي، وهو عبارة عن برنامج متوسط الأجل، امتد على طول أربع سنوات، خصص له مبلغ 7 مليار دولار، كان يهدف أساساً لتمويل الأنشطة الموجهة لدعم المؤسسات والنشاطات الإنتاجية الفلاحية وتقوية الخدمات العمومية.

#### 1. أهداف برنامج دعم الإنعاش الاقتصادي

يُمكن إيجاز أهداف هذا البرنامج فيما يلي<sup>3</sup>:

- تحسين المستوى المعيشي؛
- فكّ العزلة عن المناطق النائية؛
- إصلاح وتوسيع شبكة التزويد بالمياه الصالحة للشرب وتطويرها؛
- تطوير المنشآت الصحية؛
- تحسين ظروف التمدرس؛
- إعادة تأهيل المرافق الاجتماعية؛
- تطوير المنشآت والمرافق الجوارية؛
- توسيع شبكات الاتصال السلكية واللاسلكية والخدمات البريدية؛
- توفير مناصب شغل والتقليل من البطالة؛

<sup>1</sup> عماري عمار ومحمادي وليد، أثر الاستثمارات العمومية على الأداء الاقتصادي في الجزائر، أبحاث المؤتمر الدولي: تقييم آثار برامج الاستثمارات العامة وانعكاساتها على التشغيل والاستثمار والنمو الاقتصادي خلال الفترة "2001-2014"، منشورات مخبر الشراكة والاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفضاء الأورومغاربي، 2013، سطيف، ص: 77.

<sup>2</sup> بلعزوز بن علي، مرجع سابق، ص: 198.

<sup>3</sup> عمار عماري ومحمادي وليد، المرجع السابق، ص: 80-81.

- تخفيض أزمة السكن، بتوجيه جزء كبير من هذه الأموال إلى هذا القطاع؛
- تطوير وتنمية القطاع الزراعي من أجل تخفيض التبعيّة الغذائيّة، بالاعتماد على إصلاح الأراضي؛ خاصّة في الجنوب.

## 2. مضمون برنامج دعم الإنعاش الاقتصادي

جدول رقم (3-4): التوزيع القطاعي لبرنامج دعم الإنعاش الاقتصادي

الوحدة: مليار دج

المجموع "مبالغ"	المجموع "%"	2004	2003	2002	2001	القطاع السنوات
210,5	40,1%	2,0	37,6	70,2	100,7	أشغال كبرى وهياكل قاعدية
204,2	38,8%	6,5	53,1	72,8	71,8	تنمية محلية وبشرية
65,4	12,4%	12,0	22,5	20,3	10,6	دعم قطاع الفلاحة والصيد البحري
45,0	8,6%	-	-	15,0	30,0	دعم الإصلاحات
525,0	100%	20,5	113,9	185,9	205,4	المجموع

المصدر: المجلس الوطني الاقتصادي والاجتماعي، تقرير حول الوضعية الاقتصادية والاجتماعية للجزائر خلال السداسي الثاني من سنة 2001، ص: 87.

نلاحظ من خلال الجدول ما يلي:

- أنّ قطاع الأشغال الكبرى والهياكل القاعدية قد حُصَّ بأكبر نسبة من إجمالي المبالغ المخصّصة للبرنامج؛ حيث استفاد من برنامج خاصّ يُقدَّر بـ210 مليار دج على مدى أربع سنوات، أي ما يُعادل 40,1% من إجمالي المبلغ المخصّص للبرنامج، مما يدلّ على عزم الحكومة على تدارك العجز والتأخّر الحاصل في هذا القطاع نتيجة لتأثيرات كلّ من الأزمة الاقتصادية التي شهدتها البلاد سنة 1986، والإصلاحات التي طبّقت في فترة التسعينات من القرن العشرين، والتي أجبرت الحكومة على تقليص حجم الإنفاق الحكومي الموجه للاستثمار؛ بغية استعادة التوازن المالي للموازنة العامة، كما أنّ دعم هذا القطاع سيُساهم في إنعاش المؤسسات الإنتاجية الوطنية "العامة والخاصة"؛ من خلال توسيع مجال نشاطها، مما يؤدي إلى توفير مناصب عمل جديدة، ومن ثمّ تقليص نسبة البطالة، كما سيُساهم في مجال الهياكل القاعدية في توفير الظروف الملائمة للاستثمار، ورفع معدلات الاستثمار المحلية والأجنبية؛
- بلغت نسبة المبالغ المخصّصة لقطاع التنمية المحلية والبشرية: 38,8% من إجمالي المبلغ المخصّص للبرنامج، ويُعدّ ذلك مؤشراً على سعي الحكومة لتحقيق أهداف البرنامج المتمثلة في تحقيق التوازن الجهوي بين مناطق الوطن وتحسين الإطار المعيشي للمواطن؛ خاصّة في المناطق الريفية المعزولة. كما سيؤدي دعم الموارد البشرية إلى رفع معدلات التنمية البشرية؛ ومن ثمّ تخفيض نسبة الفقر بين أفراد المجتمع؛

- أمّا قطاع الفلاحة والصيد البحري فلم ينل إلا مبلغ 65,4 مليار دج، أي ما يعادل نسبة 12,4% من إجمالي المبلغ المخصّص للبرنامج، ويعود ذلك إلى أنّ هذا القطاع قد استفاد من برنامج خاصّ ابتداءً من سنة 2000، والمتمثّل في البرنامج الوطني للتنمية الفلاحية، وهو برنامج مستقلّ عن برنامج دعم الإنعاش الاقتصادي؛
- فيما يخصّ المبلغ المخصّص لدعم الإصلاحات فقد قدر بـ 45 مليار دج، أي نسبة 8,6% من إجمالي المبلغ المخصّص للبرنامج، ووجه أساساً لتمويل الإجراءات والسياسات المصاحبة لهذا البرنامج، والتي تهدف إلى دعم وترقية القدرة التنافسية للمؤسّسات الوطنية العامة والخاصة؛
- أمّا فيما يخصّ التوزيع السنوي لبرنامج دعم الإنعاش الاقتصادي، فيلاحظ أنّه تمّ على مدى السنوات: 2001، 2002، 2003 بقيمة: 205,4 مليار دج، 185,9 مليار دج، 113,2 مليار دج على التوالي، أي بنسبة: 39,12%، 35,4%، 21,76% من قيمة المبلغ المخصّص للبرنامج، في حين أنّ سنة 2004 لم تخصّص إلا بـ: 20,5 مليار دج، أي بنسبة 3,9% من حجم المبلغ المرصود للبرنامج؛ وهو الأمر الذي يدلّ على عزم الحكومة على تنفيذ معظم العمليات والمشاريع الخاصة بالبرنامج خلال أقصر فترة زمنية ممكنة، بغرض تحسين الظروف الاقتصادية التي عرفتها البلاد، وما تبعها من إصلاحات اقتصادية خلال فترة التسعينات من القرن العشرين، والتي كان لها انعكاسات سلبية على المستوى المعيشي للسكان.

### 3. تقييم برنامج دعم الإنعاش الاقتصادي "2001-2004"

يُمكن إنجاز حصيلة برنامج دعم الإنعاش الاقتصادي فيما يلي<sup>1</sup>:

- تمّ استهلاك 96,22% من إجمالي المبلغ المخصّص لهذا البرنامج؛
- تمّ إنجاز 73% من المشاريع؛ أي حوالي 1181 مشروع؛
- يوجد 26% من المشاريع قيد الإنجاز؛ أي حوالي 4093 مشروع؛
- 1% من المشاريع لم يُشرع في تنفيذها؛ أي حوالي 159 مشروع؛
- لم يتجاوب القطاع الصناعي بالشكل المطلوب مع برنامج دعم الإنعاش الاقتصادي، بالنظر للمشاكل المادية والهيكليّة التي يُعاني منها القطاع العمومي؛
- تدهور المناخ الاستثماري؛ خصوصاً في الجانب التمويلي والإداري، مما ساهم في عرقلة تطوّر القاع الخاص؛ وهذا ما أدّى إلى عجز الجهاز الإنتاجي عن الاستجابة للطلب الكلي المتزايد جزاء تطبيق هذا البرنامج؛
- إنّ طبيعة الأهداف التي حدّدت لبرنامج دعم الإنعاش الاقتصادي تجعل من الصّعب تحقيقها؛ حيث أنّ تحقيق أهدافٍ كبرى مثل رفع معدّل النمو الاقتصادي وتخفيض نسبة البطالة والفقر يتطلّب من الحكومة اتباع استراتيجية واضحة وطويلة الأجل، مبنية على مجموعة من السياسات والبرامج الخاصة بكلّ هدف؛

<sup>1</sup> بوعشة مبارك، مرجع سابق، ص: 12.

- تباطؤ الإصلاح الاقتصادي أثر على فعالية هذا البرنامج؛ حيث أنّ الزيادة في الإنفاق الحكومي المخصّص للتجهيز، في ظلّ ظروفٍ اقتصاديةٍ تتّصف بنقص الكفاءة والفعالية في القطاع الصناعي وعدم مساندة الجهاز المصرفي والإدارة للتغيرات الاقتصادية، سيؤدّي لا محالة إلى التقليل من النتائج المترتبة عن هذا الإنفاق؛
- لقد أدت زيادة الإنفاق المتّبعة من قبل الدولة إلى ارتفاع حجم الواردات بنسبةٍ كبيرة خلال فترة تطبيق البرنامج؛ بغرض الاستجابة للطلب الكلي المتزايد؛
- حقّق هذا البرنامج نموًّا سنويًّا خارج المحروقات بلغ 5%، إلاّ أنّه لم يتمكّن على الصّعيد الهيكلي من تجسيد هدفه المتمثّل في دعم النمو.

### ثانيًا: برنامج دعم التّمو الأوّل "2009-2005"

جاء هذا البرنامج في إطار مواصلة وتيرة البرنامج والمشاريع التي سبق إقرارها وتنفيذها في إطار مخطّط دعم الإنعاش الاقتصادي "2004-2001"، وذلك بعد تحسن الوضعية المالية للجزائر نتيجة ارتفاع أسعار البترول والذي وصل إلى حدود 38,5 دولار سنة 2004.

#### 1. أهداف برنامج دعم التّمو الأوّل "2009-2005"

في ظلّ استمراريّة مسار الإنعاش الاقتصادي الجاري، فإنّ هذا البرنامج هدف إلى تحقيق العديد من الأهداف، أهمّها<sup>1</sup>:

- استكمال الإطار التحفيزي والاستثمار عن طريق إصدار نصوصٍ تنظيميّة من شأنها أن تُكَمّل قانون الاستثمار وتطوّر التدابير الكفيلة بتسهيل الاستثمار الخاص الوطني والأجنبي؛
- مواصلة تكييف الأداة الاقتصادية والمالية الوطنيّة مع الانفتاح العالمي؛ سواء تعلق الأمر بتأهيل أداة الإنتاج أو بالإصلاح المالي والبنكي؛
- انتهاز سياسة ترقية الشراكة والخصوصية، مع الحرص الشديد على تعزيز القدرات الوطنيّة في مجال خلق الثروات ومناصب الشغل وترقية التنافسيّة؛
- تعزيز مهمّة ضبط ومراقبة الدولة قصد محاربة الغشّ والمضاربة والمنافسة غير المشروعة التي تُخلّ بقواعد المنافسة والسوق على حساب المؤسّسات الوطنيّة المنتجة؛
- تحديث وتوسيع الخدمات العامّة؛ حيث أنّ ما مرّت به الجزائر خلال فترة التسعينات من القرن الماضي؛ سواء كانت الأحداث السياسيّة أو الأزمة الاقتصادية أثر سلبيًّا على نوع وحجم الخدمات العامّة، بشكل جعل من تحديثها وتوسيعها ضرورة ملحة قصد تحسين الإطار المعيشي من جهة، ومن جهة كتكملة لنشاط القطاع الخاص في سبيل ازدهار الاقتصاد الوطني.

<sup>1</sup> بوعشة مبارك، مرجع سابق، ص: 13.

## 2. مضمون برنامج دعم النمو الأول "2005-2009"

يُعتبر البرنامج التكميلي لدعم النمو برنامجًا غير مسبوقٍ في تاريخ الاقتصاد الجزائري من حيث قيمته، والتي بلغت 4202,7 مليار دج، ويشمل هذا البرنامج في مضمونه خمسة محاور رئيسة، والجدول الموالي يُوضّح ذلك:

### جدول رقم (3-5): التوزيع القطاعي لبرنامج دعم النمو الأول "2005-2009"

الوحدة: مليار دج

النسبة من المبلغ الإجمالي	المبالغ المخصصة للبرنامج	البرنامج
45,5%	1908,5	تحسين ظروف معيشة السكان
40,5%	1703,1	تطوير الهياكل القاعدية
8%	337,2	دعم التنمية الاقتصادية
4,8%	203,9	تطوير الخدمة العمومية
1,2%	50	تطوير التكنولوجيات الحديثة للإعلام والاتصال
100%	4202,7	المجموع

المصدر: بوعشة مبارك، الاقتصاد الجزائري: من تقييم مخططات التنمية إلى تقييم البرامج الاستثمارية "مقارنة نقدية"، أبحاث المؤتمر الدولي: تقييم آثار برامج الاستثمارات العامة وانعكاساتها على التشغيل والاستثمار والنمو الاقتصادي خلال الفترة "2001-2014"، منشورات مخبر الشراكة والاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفضاء الأورومغاربي، 2013، سطيف، ص: 15.

يُبيّن الجدول أنّ القطاعات المستفيدة من البرنامج تمثّلت في:

- قطاع التنمية المحلية والبشرية: استفاد من برنامجٍ خاصّ يصل إلى 1908,5 مليار دج، ما يُمثّل نسبة 45,5% من إجمالي البرنامج التكميلي؛
- قطاع الأشغال العمومية والهياكل القاعدية: يُقدّر المبلغ المخصّص له بـ: 1703,1 مليار دج، أي 40,5% من إجمالي البرنامج؛
- قطاعات الصناعة، الفلاحة، الصيد البحري: استفادت من 337,2 مليار دج، أي ما يُمثّل نسبة 8% من إجمالي البرنامج؛
- القطاع الإداري الحكومي: استفاد من برنامجٍ خاصّ لتطوير وإصلاح أهم الهيئات الحكومية على غرار: الداخلية، العدالة، المالية؛ تصل قيمته إلى 203,9 مليار دج، أي ما يُعادل نسبة 4,8% من المبلغ المخصّص للبرنامج التكميلي؛
- قطاع التكنولوجيات الحديثة للإعلام والاتصال: استفاد من 50 مليار دج، أي ما يُعادل نسبة 1,2% من البرنامج التكميلي.

## 3. تقييم برنامج دعم النمو الأول "2005-2009":

توضّح حصيلة برنامج دعم النمو الأول ما يلي<sup>1</sup>:

- اتّسم النمو الاقتصادي خلال الفترة "2009-2005" بالانخفاض، وذلك راجعاً إلى تراجع أسعار المحروقات، بسبب نقص الطلب على المحروقات عالمياً نتيجة الأزمة المالية العالمية أواخر 2007؛
- حقّق القطاع الصناعي الخاص معدلات نموّ موجبة لكنّها تبقى دون المستوى، أمّا القطاع الصناعي العام فقد سجّل معدلات نموّ سالبة خلال الفترة "2007-2005"؛
- ساهم برنامج دعم النمو الأول في تخفيض نسبة البطالة؛ حيث انتقلت من 17,7% سنة 2004 إلى 10,3% سنة 2009؛
- تمّ الكشف عام 2008 عن عمليّات إعادة تقييم المشاريع المعتمدة في برنامج دعم النمو وتأخّر في إنجاز المشاريع بمبلغ 130 مليار دولار، ويرجع ذلك إلى:
- أ. أهمية البرنامج في حدّ ذاته مما أدّى إلى نُدرّة العقار وتشبّع مكاتب الدراسات ووسائل الإيجار والتّمديد في آجال الموافقة على الصّفقات العموميّة؛
- ب. العبء المالي للبرنامج نتيجة حجم عمليّات إعادة التّقييم النّاتجة عن:
  - النّقص في نضج الدّراسات؛
  - ارتفاع أسعار المواد وغيرها من المدخلات؛
  - شهد البرنامج إعادة تقييم برسم سنة 2010 فقط بقيمة 815 مليار دج.
- غياب استراتيجيّة واضحة، وكذا غياب مكاتب دراسات مؤهلة لوضع الدّراسات التّقنيّة في تنفيذ ومراقبة البرامج الاستثماريّة؛
- غياب الاستغلال الأمثل للموارد الماليّة، مما أثر سلّبا على فعاليّة الإنفاق العام في التّأثير على النمو الاقتصادي؛
- استحواذ الشّركات الأجنبيّة على مُعظم الصّفقات العموميّة والمشروعات الخاصّة بالهياكل القاعدية وهميش الشّركات الوطنيّة.

<sup>1</sup> بوعشة مبارك، الاقتصاد الجزائري: من تقييم مخطّطات التنمية إلى تقييم البرامج الاستثمارية "مقارنة نقدية، مرجع سابق، ص: 15.

## ثالثاً: برنامج دعم النمو الثاني "2010-2014"

لقد خصّصت الجزائر خلال الفترة "2010-2014" غلافًا ماليًا لم يسبق لها في واقع الأمر أن خصّصت مثله لبرنامج تنموي؛ حيث أنّ الظروف كانت مُلائمةً لهذا الالتزام المتميّز، من أجل تسريع إنجاز مشاريع اجتماعية واقتصادية لدعم النمو والمقدّر بـ: 286 مليار دولار، والذي من شأنه تعزيز الجهود التي شرع فيها منذ سنواتٍ في هندسة التنمية الاقتصادية والاجتماعية في الجزائر.

## 1. أهداف برنامج دعم النمو الثاني

تعكس قيمة الاستثمارات العمومية للبرنامج الخماسي "21214 مليار دج" إرادة السلطات العمومية في المحافظة على "الديناميكية الخاصة" التي تشمل جميع قطاعات النشاط؛ لاسيما بالنسبة لمنشآت الطرق والنقل بالسكك الحديدية والصحة وإدخال الكهرباء الريفية أو التزويد بالمياه الصالحة للشرب، حتى في المناطق الريفية الأكثر عزلةً ويُعدّ. ولعلّ من بين أهداف البرنامج الخماسي ما يلي<sup>1</sup>:

- دعم التنمية البشرية التي تُعتبر الركيزة الأساسية للبرنامج الاقتصادي الاجتماعي؛
- تحسين الخدمات العمومية، المحركة للفعاليات الاقتصادية والاجتماعية؛
- دفع قطاع الأشغال العمومية لفكّ العزلة عن كلّ المناطق؛
- مواصلة الجهود الرامية إلى تحسين التزوّد بالمياه الصالحة للشرب واستكمال المشاريع الجارية؛
- دعم الجماعات المحلية والأمن والحماية المدنية؛
- الاستمرار في توسيع قاعدة السكن وإعادة الاعتبار للنسيج العمراني؛
- تحسين المستوى الصحي للسكان وإعطاء دفعة قويّة للقطاع الصحي؛
- التّهوض بالبحث العلمي والتكنولوجيات الجديدة للإعلام والاتصال؛
- التأكيد على أهمية التعليم والتكوين العالين وتوسيع قاعدتهما.

## 2. مضمون برنامج دعم النمو الثاني

لقد تمّ تقسيم هذا البرنامج إلى ستّة برامج فرعية<sup>2</sup>، يمكن توضيحها من خلال الجدول التالي:

<sup>1</sup> عمّاري عمار ومحمادي وليد، مرجع سابق، ص: 83-84.

<sup>2</sup> بلعوز بن علي، المرجع السابق، ص: 197.

## جدول رقم (3-6): التوزيع القطاعي للبرنامج الخماسي "2010-2014"

الوحدة: مليار دج

النسبة من المبلغ الإجمالي	المبالغ المخصصة للبرنامج	البرنامج
49,5%	10122	1. التنمية البشرية التربية، التعليم العالي، السكن، الصحة، المياه، التضامن، الشؤون الدينية، الرياضة، الطاقة، المجاهدين، التجارة.
31,5%	6448	2. المنشآت الأساسية - الأشغال العمومية: الطرق، الموانئ، المطارات؛ - النقل: السكك الحديدية، المحطات الجديدة، المطارات؛ - تهيئة الإقليم: المدن الجديدة.
8,16%	1666	3. تحسين الخدمة العمومية - العدالة، المالية، التجارة، العمل؛
7,7%	1566	4. التنمية الاقتصادية - الملاحة، الصيد البحري، المؤسسات الصغيرة، إنعاش وتحديث المؤسسات العمومية
1,8%	360	5. مكافحة البطالة
1,2%	250	6. البحث العلمي والتكنولوجيات الجديدة للاتصال
100%	20412	المجموع

المصدر: مصالح الوزير الأول، ملحق بيان السياسة العامة، الملحق II: قوائم برنامج التنمية الاقتصادية الاجتماعية "2010-2014"، أكتوبر 2010.

يُبيّن الجدول أنّ القطاعات المستفيدة من البرنامج الخماسي تتمثل في:

- قطاع التنمية البشرية الذي استفاد من برنامج خاص؛ نُخصّص له مبلغ 10122 مليار دج، أي نسبة 49,5% من إجمالي المبلغ؛
- قطاع الأشغال العمومية والهياكل القاعدية بمبلغ 6448 مليار دج، أي ما يُمثّل نسبة 31,5% من إجمالي المبلغ؛
- استفادت قطاعات الخدمة العمومية والتنمية الاقتصادية من مبالغ 1666 مليار دج و1566 مليار دج، أي بنسبة "15,23%" من المبلغ الكلي، النسبة المتبقية والمقدّرة بـ: 3 تم تخصيصها لمشاريع البحث العلمي والتكنولوجيا الجديدة للاتصال، ومكافحة البطالة.

ويمكن القول أنّ التوزيع القطاعي للبرامج سابقة الذكر يعكس رغبة الحكومة في استهداف القطاعات التي تؤثر بصورة مباشرة في معدلات النمو الاقتصادي ومستويات التشغيل.

## 3. خصائص برنامج دعم النمو الثاني "2010-2014"

لقد تمّ وضع جملةٍ من الترتيبات من أجل عقلنة الإنفاق الحكومي وتعزيز مكافحة أعمال المساس بالأموال العمومية والوقاية منها، نصّت على ما يلي<sup>1</sup>:

- لا يمكن تنفيذ أي مشروع ما لم تنتهي الدراسات التكنو-اقتصادية، وما لم يتوافر الوعاء العقاري لإنجازه؛
  - عندما يتعلّق الأمر بدراساتٍ تفوق قيمتها مبلغ 20 مليار دينار، يجب أن تخضع لموافقة صندوق التجهيزات التابع لوزارة المالية؛
  - كلّ عملية إعادة تقييم لرخصة برنامج قد يتبيّن أنّها ضرورية، يجب أن تكون مسبوقاً بشطب مشاريع بمبلغ معادل من مُدوّنَة القطاع المعني؛
  - تعبئة الأوعية العقارية المطلوبة لإنجاز برنامج التجهيزات العمومية؛ مع الحفاظ على الأراضي الفلاحية الخصبة؛
  - تسريع إجراءات الصّفقات، وكذا احترام الإجراءات في مجال التّفقات العمومية؛
  - تدعيم أدوات الدّراسة والإنجاز؛
  - تمويل البرنامج حصرياً من الموارد الوطنية، واستبعاد أي استدانةٍ خارجيّة؛ تحديداً من صندوق ضبط الموارد.
4. نتائج برنامج دعم النمو الثاني "2010-2014"

لقد استطاعت الدّولة بعد 3 سنوات من تبني هذا البرنامج أن تُحقّق النتائج التّالية<sup>2</sup>:

- ارتفاع نسبة التّشغيل وانخفاض نسبة البطالة التي وصلت سنة 2012 إلى 9,7%؛
- ارتفاع عدد المؤسّسات الصّغيرة والمتوسّطة، التي وصل عددها سنة 2011 إلى 642913 مؤسّسة صغيرة ومتوسّطة، توفّر ما يقارب 1,676,196 منصب عمل؛
- ارتفاع حجم الصّادرات خارج المحروقات بنسبة 25,77%؛ حيث بلغت 1,22 مليار دولار سنة 2011 مقابل 0,97 مليار دولار سنة 2010؛
- ارتفاع عدد الاستثمارات الأجنبيّة؛

<sup>1</sup> بوعشة مبارك، مرجع سابق، ص: 17.

<sup>2</sup> جديدي روضة، أثر برنامج سياسة الإنعاش الاقتصادي على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر، أبحاث المؤتمر الدولي: تقييم آثار برامج الاستثمارات العامة وانعكاساتها على التشغيل والاستثمار والنمو الاقتصادي خلال الفترة "2001-2014"، منشورات مخبر الشراكة والاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفضاء الأرومغاري، 2013، سطيف، ص: 130-131.

- ارتفاع عدد المشاريع الاستثمارية نتيجة إقبال الشباب على الاستثمار في العديد من المجالات؛ عن طريق أجهزة دعم التشغيل بفضل الفرص الاستثمارية التي وفرتها الدولة من خلال برنامج الإنعاش الاقتصادي؛
- تحسّن ملحوظ في الهياكل القاعدية.

ويُمكن إيجاز الملاحظات الجوهرية على مخططات البرامج الاستثمارية العامة فيما يلي:

إنّ التجربة الجزائرية في مجال التخطيط هامة جداً؛ حيث شهدت المرحلة الاشتراكية تطبيق خمس خططٍ تنموية (1967-1989)، والتي شملت القطاعات الإنتاجية وقطاع البنية الأساسية ورأس المال الاجتماعي، خلافاً للبرامج العامة الجديدة التي ركزت على الاستثمارات غير الإنتاجية في مجال القاعدة الهيكلية والخدمات العامة. إنّ المتابعة التقييمية للمرحلتين تُؤكّد عدم الاستفادة من خبرة التجربة السابقة في تتمين إنجازاتها وعدم تكرير أخطائها، ويُمكن تتبّع ذلك من خلال الملاحظات الجوهرية على مخططات البرامج الاستثمارية العامة خلال الفترة "2001-2014"، والتي نوجزها فيما يلي<sup>1</sup>:

- الارتفاع الكبير للمخصصات الاستثمارية: حيث بلغ إجمالي مُخصّصات تلك البرامج حوالي 500 مليار دولار. لقد أدى هذا الارتفاع إلى تجاوز قدرة الأجهزة المؤسسية على مختلف المستويات في التحكم والتسيير العقلاني لتلك الاستثمارات وإدارتها بكفاءة؛
- ارتفاع تكاليف المشاريع المُقامة: حيث أنّ محدودية قُدرات مكاتب الدراسات في مجال دراسة جدوى المشاريع المُقامة، وتقدير تكاليفها الحقيقية، مما أدى إلى المبالغة في تقدير قيمة المشاريع وتجاوزها أحياناً للمتوسّطات العالمية والإقليمية المماثلة؛
- ارتفاع حجم الاستثمارات العامة المُتبقيّة: الجارية بعد فترة البرامج المحدّدة، وما رافقها من إعادة تقييم للمشاريع، وتمديد لآجال الصّفقات؛
- تعدّد البرامج الاستثمارية العامة: إنّ الإعلان عن مشاريع تكميلية جهوية كذلك الخاصة بالجنوب والهضاب العليا والسّكن، والبرامج التكميلية المحلية والاستثمارات الإنتاجية المختلفة؛ جعل هناك صعوبة في تحديد المخصّصات الاستثمارية العامة الحقيقية خلال فترات البرامج المُخطّطة، وصعوبة أكبر في متابعتها وتقييمها ومعرفة حجم البرامج الجديدة؛
- عدم وجود خطة سنوية تفصيلية ومرنة: يتم على أساسها تقدير الإمكانيات الحقيقية للإنجاز وربط المخصّصات الاستثمارية بالقُدرات الواقعية والمدة الزمنية التي تتطلبها عملية الإنجاز؛ مع التقيّد بمعايير الجودة والإتقان.

<sup>1</sup> صالح صالح، تأثير البرامج الاستثمارية العامة على النمو الاقتصادي والاندماج القطاعي بين النظرية الكينزية واستراتيجية النمو غير المتوازن الفترة 2001/2014، منشورات خبير الشراكة والاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفضاء الأورومغاربي، 2013، سطيف، ص: 43-44.

## المبحث الثاني: الخصائص الهيكلية للاقتصاد الجزائري

إنّ الناظر للخصائص الهيكلية للاقتصاد الجزائري، سيلاحظ بشكلٍ لا جدال فيه أنّه اقتصادٌ ربيعيّ؛ نظرًا لاعتماده على عائدات النفط المتأتية من قطاعٍ واحد هو قطاع المحروقات، كما سيلاحظ محدودية إسهام القطاعات الأخرى. سيتمّ التطرّق من خلال هذا المبحث إلى التطوّرات التي طرأت على أداء الاقتصاد الجزائري، وكذا إلى الخصائص الهيكلية للميزان التجاري والموازنة العامة من خلال المطالب التالية:

- المطلب الأول: خصائص الاقتصاد الجزائري وتطوّر أدائه؛
- المطلب الثاني: الناتج المحلي الإجمالي والميزان التجاري الجزائري؛
- المطلب الثالث: خصائص ومميّزات الموازنة العامة في الجزائر.

## المطلب الأول: خصائص الاقتصاد الجزائري وتطوّر أدائه

إنّ تحديد طبيعة الآثار الاقتصادية للبرامج الاستثمارية ومدى ارتباطها الأولي بالتنظّرات الاقتصادية ذات الصّلة، يتطلّب معرفة الخصائص الظرفية المرحلية للاقتصاد الجزائري، وخصائصه الهيكلية والبنوية والقطاعية، وكذلك الخصائص المرتبطة بطبيعة السياسات والتحوّلات الانفتاحية.

## أولاً: الخصائص المرحلية والهيكلية للاقتصاد الجزائري خلال فترة التحوّلات اللبرالية

يتميّز الاقتصاد الجزائري بمجموعةٍ من الخصائص الظرفية المرحلية، رغم أهميتها الاستراتيجية؛ سواء المتعلقة بالموارد والإمكانات والموقع الجيوستراتيجي أو تلك المتعلقة بالفوائض والاحتياجات المالية والفُرص التنافسية المرتبطة بها، وسوف يتمّ التطرّق إليها فيما يلي<sup>1</sup>:

## أ. الخصائص الظرفية المرحلية المُرتبطة بالموارد الاقتصادية

يتميّز الاقتصاد الجزائري بقدراته التنافسية المرتبطة بحجم موارده الاقتصادية وثروته الطاقوية، ولكن التطوّرات الاقتصادية المتسارعة تجعلها ظرفيةً ومرحليةً، لأنّ العالم يتّجه لثورةٍ صناعيةٍ ثالثة تقوم على استدامة الموارد وتطوير الطاقات المتجددة؛ الأمر الذي يتطلّب مراجعةً جوهريّةً للبرامج الاستثمارية لتنمية الاستخدامات الأولية للطاقات غير المتجددة في المدى المتوسط المقدّرة بـ: 70 مليار دولار حتى عام 2016، ولصالح تطوّر آلاف المنتجات الصناعية منها.

<sup>1</sup> صالح صالح، مرجع سابق، ص: 28.

## ب. الخصائص الظرفية المرحلية المرتبطة بالموقع الجيوستراتيجي

يُساهم الموقع الجيوستراتيجي للاقتصاد الجزائري في ترقية مكانته التنافسية؛ سواء تعلّق الأمر بقربه من الأسواق الديناميكية أو بقدراته الإنتاجية، ولقد أدّت التطوّرات الاقتصادية الحديثة إلى تطوّر القُدّرات التنافسية للاقتصادات التي استخدّمت سياساتٍ رشيدة لاستغلال المتاح من مواردها وإمكاناتها، ولذلك تضاءلت أهمية بعض المواقع رغم أهميتها الاستراتيجية، وذلك لمحدودية مساهمتها في الاقتصاد الإنتاجي والحدي العالمي؛ حيث أنّ الاقتصاد الصيني أو الهندي أو بعض اقتصادات بلدان شرق آسيا أهمّ للاتحاد الأوروبي من اقتصاداتٍ محيطية قريبة منه، كالاقتصادات المغاربية؛ ومن ثمّ فقد أصبحت هذه المكانة ظرفية ومرحلية.

## ج. الخصائص الظرفية المرحلية المرتبطة بالفوائض والاحتياطات المالية وتحول الاقتصاد الجزائري

لقد انتقل الاقتصاد الجزائري من اقتصاد مديونية يُعاني من أزمة نقص موارد إلى اقتصادٍ يُعاني من أزمة فائض موارد؛ حيث تطوّرت الاحتياطات المالية في الجزائر بسبب التطوّرات في السوق الطاقوية العالمية. وترتبط جاذبية هذه الاحتياطات بالقدرة الاستخدامية لتحويلها لاستثماراتٍ إنتاجية وخدمية حقيقية، والتقليل من مخاطر توظيفها في سندات الخزينة؛ خاصّة في البلدان التي تُعاني من أزمة ديونٍ سيادية. وتُشير بعض المعطيات إلى أنّ 80% من تلك الاحتياطات موظّفة في الخارج، بين الولايات المتحدة والاتحاد الأوروبي. وقد تطوّر إجمالي الاحتياطات في الجزائر؛ كما هو مُبيّن في الجدول والشكل التاليين:

جدول رقم (3-7): تطوّر الاحتياطات في الجزائر خلال الفترة "2007-2014"

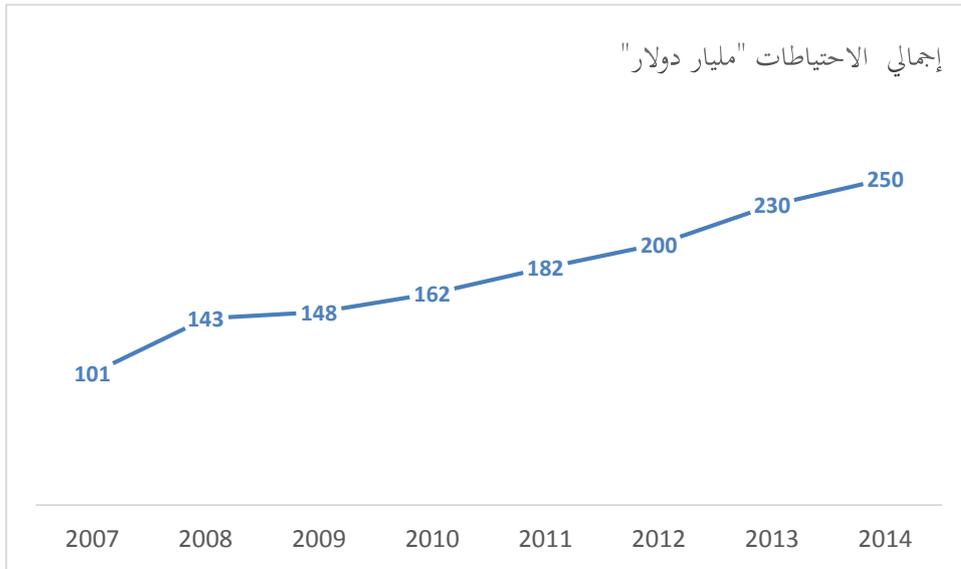
الوحدة: مليار دولار

السنة	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
إجمالي الاحتياطات	101	143	148	162	182	200	230	250

Source: Bank of Algeria, Evolution Economique et Monétaire en Algérie, Rapport 2011, Mai 2012, p: 50.

ويتجلى الارتفاع بصورةٍ أوضح؛ من خلال الشكل الموالي:

## شكل رقم (1-3): تطوّر الاحتياطات في الجزائر خلال الفترة "2007-2014"



المصدر: بالاعتماد على الجدول رقم (7-3)

ولذلك فهذه الاحتياطات النقدية لها أهمية ظرفية مرحلية، تتغير وفقاً لتطورات السوق الدولية، ولطبيعة التوظيفات والاستخدامات الاستثمارية والفرص التنافسية المرتبطة بفائض الموارد.

## 2. الخصائص الهيكلية والبنية التحتية والمؤسسية والقطاعية للاقتصاد الجزائري

يُعاني الاقتصاد الجزائري من اختلالات هيكلية وبنية مؤسسية غير تنافسية، وتركيب قطاعي غير متوازن وغير متنوع؛ يعتمد على قطاع طاقتي استخراجي ريعي يرتكز على الطاقات غير المتجددة، يُساهم بنسبة تزيد عن 37% من الناتج الداخلي الإجمالي وحوالي 70% من العائدات الجبائية وأكثر من 98,4% من الصادرات، ولا تُساهم القطاعات الإنتاجية خارج المحروقات إلا بنسبة ضئيلة في الناتج الداخلي الإجمالي، وتزداد تناقصاً؛ حيث بلغت 4,3% بالنسبة للقطاع الصناعي و8% بالنسبة للقطاع الزراعي؛ في ظلّ ضعف معدلات الاندماج القطاعي والترابط بين الأنشطة والفروع، إضافةً إلى تطوّر الاقتصاد غير الرسمي الذي أضحى يُشكّل أكثر من 50% من الناتج الداخلي الخام<sup>1</sup>.

إذا أضفنا إلى ذلك ضعف البنية التحتية الأساسية في ظلّ منظومة مؤسسية غير كفؤة، تمس أحياناً الإصلاحات الجوهرية، فإنّ توجيه حجمٍ مُعتبر من الاستثمارات العامة يجب أن يُراعي هذه الخصائص؛ لتخفيض حدة الاختلالات الهيكلية.

<sup>1</sup> صالح صالح، المرجع السابق، ص: 30.

### 3. الخصائص المتعلقة بيئة الأعمال وحوافز الاستثمار وتكاليف القيام بأنشطة الأعمال ومستويات الفساد الاقتصادي

يتميز الاقتصاد الجزائري بمحدودية مؤشرات تنافسيته المتعلقة ببيئة الأعمال المناسبة وحرية الاستثمار، بالإضافة إلى ارتفاع تكاليف القيام بأنشطة الأعمال وتطور آليات الفساد الاقتصادي<sup>1</sup>.

#### أ. الخصائص المتعلقة بيئة الأعمال وحوافز الاستثمار

إنّ وضعيّة بيئة الأعمال في الجزائر وما يرتبط بها من حوافز ومناخ استثماري غير مُلائمة وغير تنافسيّة؛ بالمقارنة مع الدول المجاورة، بل إنّ الجزائر قد رُتبت وفق تقرير التنافسيّة العالميّة والعربيّة في المراتب التي لا تتناسب مع ثروتها ومواردها وإمكانيّاتها وحجم استثماراتها العموميّة.

#### ب. الخصائص المتعلقة بتكاليف القيام بأنشطة الأعمال وتطور آليات الفساد الاقتصادي

يُعاني الاقتصاد الجزائري من ارتفاع تكلفة القيام بأنشطة الأعمال، وما يرتبط بها من تنفيذ المشروعات وتصفيتهما وحماية المستثمرين وتسجيل الملكية والحصول على التّموليل وسرعة تطبيق اتّفاقيات الشّراكة والعقود الخاصّة، بالإضافة إلى تطوّر الفساد الاقتصادي.

إنّ هذا الوضع بخصائصه السّلبية يتطلّب إصلاحاتٍ جذريّة لضمان حسن تنفيذ المخطّطات الاستثماريّة العامّة والتّقليل من تكاليفها المرتفعة؛ بالمقارنة مع المتوسّطات العالميّة والإفريقيّة بالنّسبة للمستثمرين والاقتصاد الوطني.

### ثانياً: تطوّر أداء الاقتصاد الجزائري

لقد طرأت على الاقتصاد الجزائري تغييراتٌ جذريّة، منذ منتصف الثّمانينات؛ إذ تحوّل من نظام التّخطيط المركزي باحتكاره لمعظم الأنشطة الاقتصاديّة، إلى اقتصاد يُسيّر حسب آلية السّوق. فمنذ الانخفاض الدّي عرفته أسعار النّفط سنة 1986، والأزمة الاقتصاديّة التي ترّبت عن ذلك؛ شرعت الجزائر في إدخال إصلاحاتٍ هيكلية، والتي كانت بدايتها الفعلية منذ سنة 1994، عندما تمّ توقيع اتّفاق مساندة مع صندوق النّقد الدوليّ لمُدّة سنة، والتي شملت كلّ القطاعات بعد توقيع الاتّفاق الثّاني مع الصّندوق في ماي 1995 لثلاث سنوات، إلى غاية أفريل 1998. إلّا أنّ البلاد دخلت ابتداءً من سنة 1992 في مرحلةٍ من الاضطرابات السياسيّة والأمنيّة، التي غيرت من أولويّات السّلطة؛ ممّا جعل القضايا الاقتصاديّة عالقةً إلى غاية سنة 1994؛ حيث أمضت السّلطات الجزائرية على عقد إعادة جدولة اللّديون العموميّة مع نادي باريس، بالتّوازي مع إبرام عقدٍ جديد مع صندوق النّقد الدوليّ<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> صالح صالح، المرجع السابق، ص: 30.

<sup>2</sup> عبد المجيد قدي، "إمكانية تطبيق مبادئ منظمة التعاون والتنمية الاقتصاديّة بخصوص حوكمة الشركات في البلاد العربيّة: الجزائر نموذجاً"، مجلّة اقتصاديات شمال إفريقيا، الشلف، ع 6، 2011، ص: 9.

وقد عملت السلطات العمومية منذ سنة 1995 على تطهير مناخ الأعمال، وتوسيع مجال الحريات الاقتصادية، عن طريق مراجعة المنظومة المصرفية وإصلاحها من جهة، ومن جهة أخرى تأسيس سوق مالية تُمكن من طرح بدائل تمويلية مباشرة، وتبسيط النظام الضريبي والتحكّم في مؤشرات الاقتصاد الكلي<sup>1</sup>.

إنّ سعي الجزائر إلى الاندماج في الاقتصاد العالمي والانتقال إلى اقتصاد السوق، جعلها تخضع للالتزامات المنظمات الدولية "صندوق النقد الدولي والبنك العالمي"، التي تقوم على الشفافية وتعزيز التنافسية وزيادة تحرير الاقتصاد، وهذا ما انعكس على مراجعة آليات إدارة الاقتصاد وزيادة الانفتاح على المبادرات الخاصة الوطنية والأجنبية. ولقد تجسّد هذا الانفتاح في السعي إلى الشروع في حوصصة القطاع العام، وإزالة القيود أمام تكوين مؤسسات القطاع الخاص بشكلٍ جعل إسهام القطاع الخاص في الناتج المحلي الخام خارج المحروقات يصل إلى 79,56% سنة 2006<sup>2</sup>.

وعلى الرغم من أوجه القصور، لاسيما المتعلقة منها بسوق العمل والقدرة الشرائية، فإنّ الاقتصاد الجزائري عرف تحسّناً ملحوظاً في أدائه في ظلّ مرحلة الإصلاحات، وكانت آثاره واضحة على الاقتصاد الكلي والتوازنات المالية، وخاصة النمو الاقتصادي؛ من خلال التطوّر الإيجابي في السوق النفطية وعائدات المحروقات الكبيرة في السنوات الأخيرة، مما انعكس على تحسّن العديد من المؤشرات، كما يوضّح الجدول التالي:

جدول رقم (3-8): بعض مؤشرات أداء الاقتصاد الجزائري "1999-2014"

السنوات	معدّل النمو %	معدّل البطالة %	معدّل التضخّم %	المديونية الخارجية "مليار دولار"	احتياطات الصرف "مليار دولار"
1999	3,2	29,20	2,64	28,31	4,40
2000	2,2	29,50	0,33	25,26	11,9
2001	2,1	27,30	4,22	22,57	17,96
2002	4,1	25,90	1,41	22,64	23,94
2003	6,8	23,71	2,58	23,35	32,11
2004	5,2	17,70	3,56	21,82	43,11
2005	5,1	15,26	1,64	16,40	56,18
2006	1,8	12,30	1,80	15,50	77,78
2007	4,6	11,80	4,60	5,57	110,10
2008	4,8	11,30	4,46	4,80	140,00
2009	4,8	10,20	5,70	5,60	148,90
2010	3,6	10,00	4,10	5,60	162,20
2011	2,9	10	4,50	4,4	182,22
2012	3,4	11	8,90	3,7	190,66
2013	2,8	9,8	3,30	3,4	194,00
2014	3,8	10,6	2,90	3,7	178,94

المصدر: بالاعتماد على بيانات البنك المركزي الجزائري، متوفرة على الموقع الإلكتروني:

<http://www.bank-of-algeria.dz/html/indicateur.htm>

<sup>1</sup> عبد المجيد قدي، المرجع السابق، ص: 9.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص: 26.

تُلاحظ من خلال الجدول ما يلي:

- انخفاض المديونية الخارجية التي كانت تُشكّل في السابق عائقًا كبيرًا بالنسبة للاقتصاد الجزائري، وقد أصبحت الآن قابلةً للتسيير ولا تُشكّل أيّ خطرٍ على الاقتصاد الوطني؛ حيث بلغت 3,7 مليار دولار نهاية 2014، بعدما وصلت 28,31 مليار دولار سنة 1999 و21,82 مليار دولار سنة 2004؛
- فيما يخصّ البطالة، فهي في انخفاضٍ مستمرٍّ؛ حيث تقلّصت من 29,50% سنة 2000 إلى 15,26% سنة 2005، إلى 10,6% سنة 2014؛
- احتياطات الصرف في تحسّنٍ مُستمر، فبعدما كانت تُقدّر بـ: 4,40 مليار دولار سنة 1999، تجاوزت 43 مليار سنة 2004 و148,9 سنة 2009، لتصل إلى 178,94 مليار دولار في نهاية 2014.

## المطلب الثاني: الناتج المحلي الإجمالي والميزان التجاري الجزائري

سيتم التطرق من خلال هذا المطلب إلى مميزات الناتج المحلي الإجمالي وهيكل الميزان التجاري.

## أولاً: الخصائص الهيكلية والتركيبة القطاعية للناتج المحلي الإجمالي

يُمكن إبراز مميزات الناتج المحلي الإجمالي عن طريق دراسة تطوّر هيكله في فترة زمنية معينة، وهو ما يوضّحه الجدول رقم (3-9)، الذي يُبيّن أنّ أهم القطاعات الاقتصادية المكوّنة للناتج المحلي الإجمالي تتمثّل في<sup>1</sup>:

1. **قطاع المحروقات:** يُعتبر القطاع الرئيس المؤثر في الناتج المحلي الإجمالي؛ باعتبار أنّ نسبة إسهامه في الناتج تعدّت 37,33% خلال فترة الدراسة، مما يعني أنّ معدّل التّموا الاقتصادي في الجزائر يتحدّد أساساً بمستوى أداء قطاع المحروقات الذي يرتبط بدوره بمستويات الأسعار في الأسواق الدوليّة، وهو ما يوضّحه الجدول رقم (3-10).
2. **قطاع الخدمات:** يُعتبر ثاني قطاع مؤثر في الناتج المحلي الإجمالي بنسبة متوسّطة تُقدّر بـ 33,42%، مع العلم أنّه يتكوّن من قطاعين هما قطاع الخدمات الحكوميّة وقطاع الخدمات غير الحكوميّة.
3. **قطاع البناء والأشغال العموميّة:** إنّ نسبة تأثير القطاع في الناتج ضعيفة مقارنةً بقطاع المحروقات والخدمات؛ حيث قدّر متوسّطها بـ 9,24%، علماً أنّ القطاع سجّل ارتفاعاً نسبياً في نشاطه في فترة الدراسة نتيجةً لاستفادته المباشرة من تطبيق سياسة الإنعاش الاقتصادي في نفس الفترة؛ حيث أدّى رفع الإنفاق الحكومي الاستثماري إلى ارتفاع معدّلات نموّ القطاع.
4. **قطاع الفلاحة:** يُعتبر قطاعاً غير مؤثر في الناتج المحلي الإجمالي؛ حيث يُساهم فقط بنسبة 8,46% في الناتج، كما أنّ معدّلات نموّه غير مستقرّة بسبب ارتباطها بالظروف الطبيعيّة والمناخيّة السائدة، ممّا يجعلها عُرضة لتقلّباتٍ حادّة.
5. **قطاع الصناعة:** يُعدّ أضعف قطاع مساهمة في الناتج المحلي الإجمالي بنسبة متوسّطة تُعادل 5,08%، بسبب المشكلات الماليّة والهيكلية التي يُعاني منها القطاع بنوعيه الخاص والعمومي، والتي تُساهم في عرقلة نموّ وتطوّر القطاع؛ ومن ثمّ عجزه عن الاستجابة للطلب الكلي المتزايد.

<sup>1</sup> نبيل بوفليح: دور صناديق القروّة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النقطية: الواقع والآفاق مع الإشارة إلى حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، فرع نقود ومالية، قسم علوم التسيير، كلية العلم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، 2010، ص: 211.

جدول رقم (3-9): تطوّر هيكل الناتج المحليّ الإجماليّ في الفترة "2004-2014"

الوحدة: "%"

القطاع	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	المتوسط
المحروقات	37,71	44,32	45,56	43,94	45,48	31,2	34,9	36,1	34,4	30,0	27,1	37,33
الخدمات	30,98	28,43	28,00	28,93	29,32	35,6	34,8	36,4	36,7	38,4	40,1	33,42
البناء والأشغال العموميّة	8,25	7,46	7,91	8,86	8,80	11,0	10,5	9,1	9,2	9,8	10,8	9,24
الفلاحة	9,43	7,68	7,52	7,56	6,57	9,3	8,5	8,1	8,8	9,0	10,6	8,46
الصناعة	6,34	5,55	5,21	4,98	4,39	5,7	5,1	4,6	4,5	4,6	5,0	5,08
ضرائب ورسوم على الواردات	7,25	6,53	5,77	5,70	5,42	7,15	6,23	5,85	6,65	7,46	7,19	6,47
المجموع	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

المصدر: البنك المركزي الجزائري، تقرير حول الوضعيّة الاقتصاديّة والتّقديّة للجزائر في سنة 2008، سنة 2014.

جدول رقم (3-10): العلاقة بين معدّل النمو الاقتصادي وقطاع المحروقات في الفترة "2004-2014".

الوحدة: "%"

السنوات	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
معدّل نمو قطاع المحروقات	3,3	5,8	2,5-	0,9-	2,3-	0,8-	2,2-	3,3-	3,4-	5,5-	0,6-
معدّل نمو الناتج المحليّ الإجمالي	5,2	5,1	2,0	3,0	2,4	1,6	3,6	2,9	3,4	2,8	3,8

المصدر: البنك المركزي الجزائري، تقرير حول الوضعيّة الاقتصاديّة والتّقديّة للجزائر في سنة 2008، سنة 2014.

## ثانيًا: التركيب الهيكلي للميزان التجاري

يُمثّل الميزان التجاري نوعًا من المعاملات التجارية، والمتمثلة في المبادلات من السلع. فإذا زادت الصادرات السلعية عن الواردات السلعية، فمعناه أنّ هناك فائضًا في الميزان التجاري، أمّا إذا زادت الواردات عن الصادرات من السلع فمعناه أنّ هناك عجزًا في الميزان التجاري، غير أنه لا يُمكن القول بأنّ الفائض في الميزان التجاري في صالح البلد، أو العجز في الميزان التجاري في غير صالح البلد قبل التطرّق للأهمية النسبية للميزان التجاري في ميزان الحساب الجاري، بالإضافة إلى الظروف الاقتصادية التي يتحقّق في ظلّها الفائض والعجز في الميزان.

يُمثّل الميزان التجاري صافي إيرادات الواردات والصادرات للدّولة؛ حيث أنّ أسعار الصادرات تكون بالعملة المحليّة، في حين تكون أسعار الواردات بالعملة الأجنبيّة<sup>1</sup>، فالميزان التجاري يُمثّل الفرق بين قيم الصادرات وقيم الواردات من السلع خلال فترة زمنيّة، عادة ما تكون ثلاثة أشهر.

لا يختلف الميزان التجاري الجزائري في هيكله عن الدّول الأخرى، إلّا من حيث ما يعكسه من وضع خاصّ بالجزائر، فيما يخصّ موقعها من المعاملات الدوليّة والتي تظهر من خلال الدّور الاستراتيجي للصادرات البتروليّة التي تُمثّل مصدر الإيرادات الأساسي للاقتصاد الجزائري. إنّ تحديد خصائص ومميّزات الميزان التجاري تتطلّب دراسةً هيكليةً للصادرات والواردات.

والجدول رقم (3-11) يعرض تطوّر الميزان التجاري الجزائري خلال الفترة "2004-2014"؛ حيث نلاحظ من خلال بيانات الجدول أنّ التجارة الخارجيّة تميّزت بفائضٍ تجاريٍّ مستمر خلال الفترة "2004-2008"، وبعد الانخفاض الشّديد الذي عرفته أسعار التّفط سنة 2009، تقلّص هذا الفائض بسبب الأزمة الماليّة العالميّة، ثم عاد للارتفاع سنة 2010. كما يتبيّن أنّ رصيد الميزان التجاري للجزائر خلال الفترة "2004-2010"، كان إيجابيًا على العموم، إلّا أنّ نسبة التّغطية انخفضت بشكلٍ ملحوظ منذ سنة 2008؛ بسبب الارتفاع المستمر والمتصاعد لحجم الإيرادات. وقد تطوّر الميزان التجاري الجزائري بشكلٍ ملحوظ خلال أربع سنوات متتالية، من 26470 مليون دولار سنة 2005 إلى 40520 مليون دولار سنة 2008؛ وذلك بسبب تحسّن السّوق التّفطيّة، ليتراجع إلى أدنى مستوى له سنتي 2009 و2010 بـ: 7780 مليون دولار و18200 مليون دولار على التّوالي. وقد وصل الميزان التجاري إلى أقصى مستوى سنة 2008 بـ: 40520 مليون دولار، ويرجع ذلك إلى الارتفاع غير المسبوق لأسعار التّفط من جهة، والزيادة الكبيرة في صادرات المحروقات التي تُعتبر قياسيّة هي الأخرى، من جهةٍ أخرى.

<sup>1</sup> عدنان تايه التعميمي، إدارة العملات الأجنبيّة، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2012، ص: 76.

جدول رقم (3-11): تطوّر الميزان التجاري الجزائري خلال الفترة "2004-2014"

الوحدة: مليون دولار

السنوات	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
الصّادرات من المحروقات	31550	45590	53610	59610	77190	44420	56121	71661	70583	63663	58362
سعر البرميل من البترول	38,66	54,64	65,85	74,95	99,97	62,25	80,15	112,94	111,05	109,55	100,77
الصّادرات خارج المحروقات	660	740	1130	980	1400	770	970	1227	1153	1151	1634
الصّادرات الكليّة	32220	46330	54740	60590	78590	45180	57090	72888	71736	64714	59996
نسبة الصّادرات خارج المحروقات	%2,04	%1,59	%2,06	%1,61	%1,78	%1,70	%1,69	%1,67	%1,70	%2,02	%2,73
نسبة الصّادرات من المحروقات	%97,92	%98,40	%97,93	%98,38	%98,21	%98,29	%98,30	%98,32	%98,30	%97,97	%97,27
الواردات	-17950	-19860	-20680	-26350	-38070	-37400	-38885	-46927	-51569	-54987	-59670
نسبة التّغطية	%179,5	%233,2	%264,7	%230,0	%106,4	%120,8	%146,8	%155,3	%139,1	%117,1	%119
الميزان التجاري	14270	26470	34060	34240	40520	7780	18200	25960	20167	9727	326

المصدر: البنك المركزي الجزائري، تقرير حول الوضعيّة الاقتصاديّة والتّقدية للجزائر في سنة 2008، سنة 2015

1. **هيكل الصادرات:** تُعبّر الصادرات عن قوّة الجهاز الاقتصادي للدولة؛ حيث تُعرّف على أنّها ذلك الجزء من الناتج الوطني الداخلي المباع إلى العالم الخارجي (تدفّقات السلع والخدمات نحو البلدان الأخرى)، والجدول الموالي يُبيّن تطوّر هيكل الصادرات في الجزائر خلال الفترة "2005-2014":

جدول رقم (3-12): تطوّر هيكل الصادرات في الفترة "2005-2014"

الوحدة: مليار دولار

السنوات	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
الصادرات	46,33	54,74	60,59	78,59	45,18	57,090	72,888	71,736	64,714	59,996
صادرات المحروقات	45,59	53,61	59,61	77,19	44,41	56,12	71,66	70,58	63,66	58,36
النسبة %	98,40	97,93	98,38	98,21	98,29	98,30	98,31	98,38	98,37	97,27
الصادرات المحروقات خارج	0,74	1,13	0,98	1,40	0,77	0,97	1,22	1,15	1,05	1,63
النسبة %	1,6	2,07	1,62	1,79	1,71	1,7	1,69	1,62	1,63	2,73

المصدر: بالاعتماد على بيانات البنك المركزي الجزائري، تقارير 2008، 2013، 2014.

يُبيّن الجدول أنّ صادرات المحروقات تُهيمن على الصادرات السلعية بنسبة متوسطة تجاوزت 97,77% في فترة الدراسة، مما يعني أنّ تطوّر الصادرات في الجزائر مرتبطٌ أساسًا بمستويات أسعار المحروقات في الأسواق الدولية، وهو ما تُؤكّده النتائج المسجّلة في سنة 2009؛ حيث أدّى الانهيار المسجّل في أسعار النفط بسبب الأزمة الاقتصادية العالمية إلى تسجيل انخفاضٍ قياسيٍّ في مداخيل الصادرات من 77,19 مليار دولار سنة 2008 إلى 45,44 مليار سنة 2009 وبنسبة 41,13%، بينما لم تتعدّ نسبة الصادرات خارج المحروقات 2,21% كمتوسط في نفس الفترة، وهي نسبة هامشيّة تُشير إلى عجز القطاع الإنتاجي في الجزائر عن تحقيق فائضٍ قابلٍ للتصدير.

2. **هيكل الواردات:** الواردات هي ذلك الجزء من الناتج الوطني للدول الأخرى، والذي يتم استعماله في حدود هذه الدول عن طريق تدفق استيراد السلع والخدمات من خارج حدود هذه الدول؛ حيث يتم بيع هذه السلع إلى المواطنين داخل الدولة، وتصب قيمة هذه السلع في مصلحة الدولة الأجنبية المنتجة لهذه السلع. فالواردات هي جميع السلع والخدمات المقدّمة من غير المقيمين للمقيمين بمقابل؛ حيث أن زيادة الواردات تُؤدي إلى تخفيض الطلب على السلع والخدمات المحلية، ومن ثمّ فهي تطرح من قيمة الناتج الوطني الذي يمثل فقط الإنتاج المنتج داخل حدود الوطن. والجدول الموالي يُبيّن تطوّر هيكل الواردات في الجزائر خلال الفترة "2005-2014":

جدول رقم (3-13): تطوّر هيكل الواردات السلعية في الفترة "2014-2005"

السنّات	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
الواردات "مليار دولار"	20,357	21,456	27,631	39,479	39,109	38,053	46,409	51,050	54,461	59,019
تجهيزات صناعية "%"	41,51	39,74	36,1	38,4	38,46	38,6	32,5	25,1	28,0	30,7
مواد غذائية "%"	17,62	17,71	18,0	19,79	14,85	15,0	20,0	16,6	16,5	17,9
منتجات استهلاكية مصنّعة "%"	15,26	14,03	18,97	16,20	15,58	14,8	14,8	18,4	19,4	16,8
منتجات استهلاكية نصف مصنّعة	20,08	22,99	25,71	25,56	26,20	25	21,6	20	19,6	21
باقي الواردات "%"	5,51	5,48	6,49	5,47	4,88	6,6	11,1	19,9	16,5	13,6

المصدر: بالاعتماد على بيانات البنك المركزي الجزائري، تقارير 2008، 2013، 2014.

يُشير الجدول إلى أنّ هيكل الواردات يتكوّن أساساً من السلع الموجهة للقطاع الإنتاجي، سواء كانت تجهيزات صناعية أو منتجات نصف مصنّعة والذي مثل مجموعهما حوالي 58% من إجمالي السلع المستوردة في الفترة "2005-2014"، ممّا يعني أنّ القطاع الصناعي في الجزائر غير مستقلّ عن الخارج؛ بالنظر لاعتماده الكبير على مُدخلات إنتاج أجنبية، بالإضافة إلى السلع الاستهلاكية "مواد غذائية أو منتجات صناعية استهلاكية" التي مثلت نسبة 33,57% من الواردات السلعية المسجّلة في نفس الفترة. إنّ هذه النتائج تُبيّن عجز الجهاز الإنتاجي عن تغطية الطلب الكليّ الداخلي بنوعيه الاستهلاكي والإنتاجي، ممّا يؤدّي إلى ارتفاع مستمرّ في حجم الواردات لتغطية العجز.

## المطلب الثالث: خصائص ومميزات الموازنة العامة في الجزائر

إن إعداد وتنفيذ الموازنة العامة لأي بلد، ورغم أنه يخضع لقواعد وأسس متفق عليها، إلا أن ذلك لا يعني عدم تأثر الموازنة العامة بالظروف الاقتصادية الخاصة بكل بلد، إذ غالبًا ما تُعدّ الموازنة العامة وفقًا للظروف الاقتصادية السائدة، كما أن الأهداف التي تُحدّد لها غالبًا ما تتوافق مع الأهداف الاقتصادية التي يودّ البلد تحقيقها، وفي نفس السياق تتميز الموازنة العامة في الجزائر بخصائص تشمل كلاً من الإطار القانوني وهيكل الموازنة.

## أولاً: التركيب القانوني للموازنة العامة

يُعتبر القانون رقم 17-84 المؤرّخ في 1984/7/7<sup>1</sup>، والمتعلّق بقوانين المالية؛ المرجع الرئيس للمالية العامة في الجزائر، إذ حدّد هذا القانون ماهية الموازنة العامة للدولة من حيث مفهومها ومكوناتها ومراحل إعدادها وتنفيذها، كما أنه أضفى صبغة قانونية على الموازنة العامة؛ من خلال تقديمها في شكل قانون مالية يتم المصادقة عليه سنويًا من قبل الهيئة التشريعية.

## 1. تعريف قانون المالية

وفقًا للمادة 03 من القانون "17-84"، فإنّ قانون المالية يُقرّ ويُرخّص بالنسبة لكلّ سنة مدنيّة مجمل موارد الدولة وأعبائها، وكذا الوسائل المالية الأخرى المخصّصة لتسيير المرافق العمومية وتنفيذ المخطّط الإنمائي السنوي. كما أنّ الهدف من إعداد قانون المالية يتمثل في تحديد طبيعة الموارد والأعباء المالية للدولة ومبلغها وتخصيصها في إطار التوازنات العامة المسطّرة في مخطّطات التنمية الاقتصادية والاجتماعية متعدّدة السنوات والسنوية<sup>2</sup>.

كما يشمل قانون المالية كلاً من قانون المالية السنوي وقانون المالية التكميلي والقانون المعدّل وقانون ضبط الميزانية<sup>3</sup>؛ إذ أنّ المصادقة على قانون المالية السنوي لا يعني أن تبقى الاعتمادات المفتوحة في أول السنة على حالها خلال مرحلة تنفيذ الموازنة، وإنّما يمكنها أن تتغيّر نتيجة تغيير بعض المعطيات الاقتصادية أو الاجتماعية أو حتى الطبيعية، ومن أجل ذلك يتم إعداد قانون مالية تكميلي أو معدّل يسمح بتكييف الموازنة العامة وفقًا لهذه التغيرات، كما أنّ قانون ضبط الميزانية يهدف إلى ضبط التّأخّج المالية لكل سنة وإجازة الفروقات بين ما تمّ تنفيذه فعلاً وما كان متوقّعاً. كما يُعتبر أداةً لمراقبة تنفيذ الموازنة العامة وأداةً أساسيةً أيضاً في تقدير بيانات وإعداد الموازنات المستقبلية.

<sup>1</sup> قانون رقم 17-84 المؤرّخ في 08 شوال 1404 هـ الموافق لـ 07 جويلية 1984، المتعلّق بقانون المالية الصادر في الجريدة الرسمية، ع 28، الصادرة بتاريخ 10 جويلية 1984. متوافر

على الموقع الإلكتروني: <http://www.joradp.dz/HAR/Index.htm>

<sup>2</sup> وفقاً للمادة الأولى من القانون 17-84، المرجع السابق.

<sup>3</sup> وفقاً للمادة الثانية من القانون 17-84، المرجع السابق.

يُلاحظ أنّ مبادئ الموازنة العامة في الجزائر هي نفسها المبادئ المعمول بها عالمياً، والمتمثلة في: مبدأ السنوية، مبدأ الوحدة، مبدأ التوازن ومبدأ العمومية، إلا أنّ هناك استثناءً فيما يخص مبدأ العمومية؛ إذ أقرت المادة 08 من القانون 17-84 بإمكانية تخصيص الموارد لتغطية بعض النفقات. وتكتسي هذه العمليات حسب الحالات الأشكال التالية<sup>1</sup>:

- الميزانيات الملحقة؛
- الحسابات الخاصة للخزينة؛
- الإجراءات الحسابية الخاصة ضمن الميزانية العامة التي تسري على الأموال المخصصة للمساهمات أو استعادة الاعتمادات.

2. **مكونات الموازنة العامة:** تُبين المادة 06 من القانون 17-84 مكونات الموازنة العامة للدولة؛ إذ تتشكل من الإيرادات والنفقات النهائية للدولة المحددة سنوياً بموجب قانون المالية والموزعة وفقاً للأحكام التشريعية والتنظيمية المعمول بها.

أ. **الإيرادات العامة للدولة:** حدّد القانون 17-84 موارد الموازنة العامة للدولة فيما يلي<sup>2</sup>:

- الإيرادات ذات الطابع الجبائي وكذا حاصل الغرامات؛
- مداخيل الأملاك التابعة للدولة؛
- التكاليف المدفوعة لقاء الخدمات المؤدّاة والأتاوى؛
- الأموال المخصصة للمساهمات والهبات والهدايا؛
- التسديد بالرأسمال للقروض والتسبيقات الممنوحة من قبل الدولة من الميزانية العامة وكذا الفوائد المترتبة عنها؛
- مختلف حواصل الميزانية التي ينصّ القانون على تحصيلها؛
- مداخيل المساهمات المالية للدولة المرخص بها قانوناً؛
- المدفوعات التي تقوم بها صناديق المساهمة بصدد تسيير حافظة الأسهم التي تشحنها لها الدولة.

ب. **النفقات العامة للدولة:** حدّدت المادة 23 من القانون 17-84 النفقات العامة للدولة فيما يلي:

● **نفقات التسيير:** تتكوّن من<sup>3</sup>:

- أعباء الدين العمومي والنفقات المحسومة من الإيرادات؛
- تخصيصات السلطات العمومية؛
- النفقات الخاصة بوسائل المصالح؛
- التدخّلات العمومية.

<sup>1</sup> وفقاً للماد الأولى من القانون رقم 17-84 المؤرخ في 08 شوال 1404 هـ الموافق لـ 07 جويلية 1984.

<sup>2</sup> وفقاً للمادة 11 من القانون 17-84، المؤرخ في 08 شوال 1404 هـ الموافق لـ 07 جويلية 1984.

<sup>3</sup> وفقاً للمادة 24 من القانون 17-84، المؤرخ في 08 شوال 1404 هـ الموافق لـ 07 جويلية 1984.

- **نفقات الاستثمار:** تتكوّن من<sup>1</sup>:
  - الاستثمارات المنقّذة من قبل الدّولة؛
  - إعانات الاستثمار الممنوحة من قبل الدّولة؛
  - التّفقات الأخرى بالرّأسمال.
- **القروض والتّسبيقات:** تتكوّن من<sup>2</sup>:
  - قروض على المدى الطّويل تُمنح من موارد الادّخار التي تُحصّلها الخزينة والمؤسّسات الماليّة المتخصّصة الأخرى؛
  - قروض مصرفيّة يمكن حسمها لدى مؤسّسة الإصدار؛
  - مساهمات خارجيّة معبّأة من قبل الخزينة العموميّة والبنوك والمؤسّسات العموميّة مع مراعاة التّوازنات الماليّة الخارجيّة، ووفقًا لإجراءات تُحدّد عن طريق التّنظيم؛
  - الأموال الخاصّة للمؤسّسات العموميّة؛
  - مساهمات نهائيّة عند الاقتضاء من الميزانيّة العامّة للدّولة.

### ثانيًا: التّركيب الهيكلي للموازنة العامة في الجزائر

تتميّز الموازنة العامّة في الجزائر بخصائص هيكلية تشمل جانب الإيرادات وجانب التّفقات، وهي كما يلي:

1. **الإيرادات العامّة:** تتميّز الإيرادات العامّة في الجزائر بميزة خاصّة تتمثّل في أنّ جزءًا كبيرًا من هذه الإيرادات يُحصّل عن طريق الجباية البتروليّة التي تُعتبر أهمّ موردٍ من موارد الدّولة لتأتي بعد ذلك الإيرادات العاديّة المتكوّنة من الإيرادات الجبائيّة وغير الجبائيّة، وهو ما يوضّحه الجدول التالي:

جدول رقم (3-14): تطوّر هيكل الإيرادات العامّة في الفترة "2010-2014"

الوحدة: مليار دج

السّنوات	2010	2011	2012	2013	2014
الإيرادات العامّة	4392,9	5790,1	6339,3	5940,9	5719,0
جباية بتروليّة	2903,70	3977,79	4183,93	3665,53	3385,64
النّسبة من الإيرادات العامّة	66,1	68,7	66,0	61,7	59,2
الإيرادات العاديّة	1489,2	1812,31	2155,37	2275,37	2333,36
النّسبة من الإيرادات العامّة	33,9	31,3	34,0	38,3	40,8
متوسّط سعر البرميل "دولار أمريكي"	80,15	112,94	111,04	109,55	100,76

المصدر: بالاعتماد على بيانات البنك المركزي الجزائري، تقرير 2014.

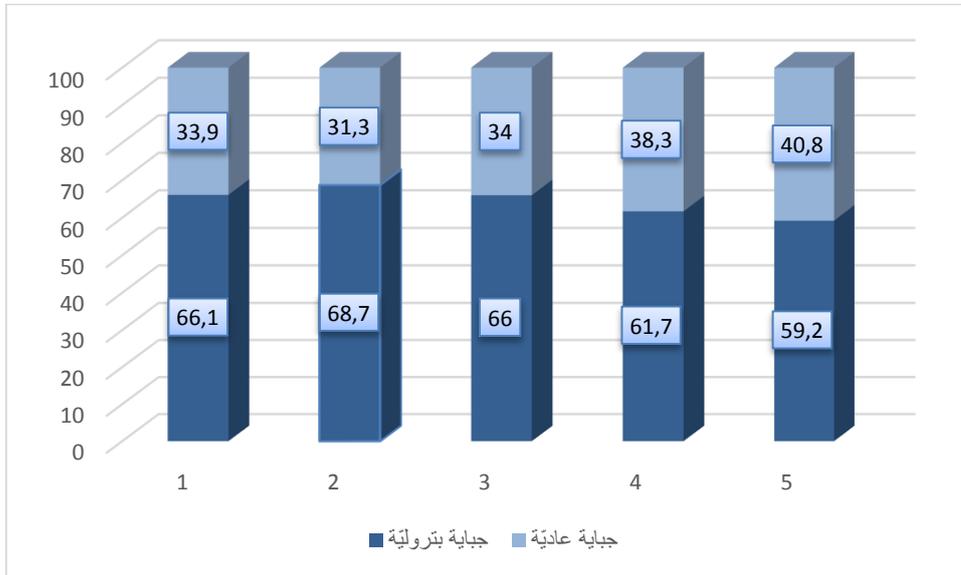
<sup>1</sup> وفقًا للمادة 35 من القانون 84-17، المتعلق بقانون المالية المعدّل، المؤرخ في 08 شوال 1404 هـ الموافق لـ 07 جويلية 1984.

<sup>2</sup> وفقًا للمادة 42 من القانون 84-17، المتعلق بقانون المالية المعدّل، المؤرخ في 08 شوال 1404 هـ الموافق لـ 07 جويلية 1984.

يُبيّن الجدول مدى أهمية الجباية البترولية؛ كموردٍ من موارد الدولة، إذ تراوحت نسبة مساهمتها في حصيلة الإيرادات العامة بين 66,1% و59,2% في الفترة "2004-2010"، وبالمقابل فإنّ نسبة مساهمة الإيرادات العادية في حصيلة الإيرادات العامة تُعدّ ضعيفة مُقارنةً مع الجباية البترولية؛ حيث تراوحت بين 33,9% و40,8%، كلّ ذلك يُبيّن أنّ الإيرادات العامة للدولة حساسة للتغيرات التي تشهدها أسعار المحروقات. فعلى سبيل المثال، لما ارتفعت أسعار المحروقات من 80,15 دولار للبرميل سنة 2010 إلى 112,94 دولار للبرميل سنة 2011، سجّلت حصيلة الإيرادات العامة ارتفاعاً قياسيًّا بنسبة، إذ ارتفعت من 4392,9 مليار دج سنة 2010 إلى 5790,1 مليار دج سنة 2011، مما يُبيّن الارتباط القويّ بين حصيلة الإيرادات العامة وأسعار المحروقات، وهذا ما يجعل الموازنة العامة عُرضةً للصدمات الخارجية.

وللتوضيح أكثر نورد الشكل الموالي:

شكل رقم (2-3): تطوّر هيكل الإيرادات العامة للدولة في الفترة "2010-2014"



المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على معطيات الجدول رقم (3-14).

2. التّفقات العامة: يُمكن توضيح الخصائص التي تُميّز التّفقات العامة في الجزائر؛ من خلال الجدول الموالي:

جدول رقم (3-15): تطوّر هيكل النفقات العامة في الفترة "2010-2014"

الوحدة: مليار دج

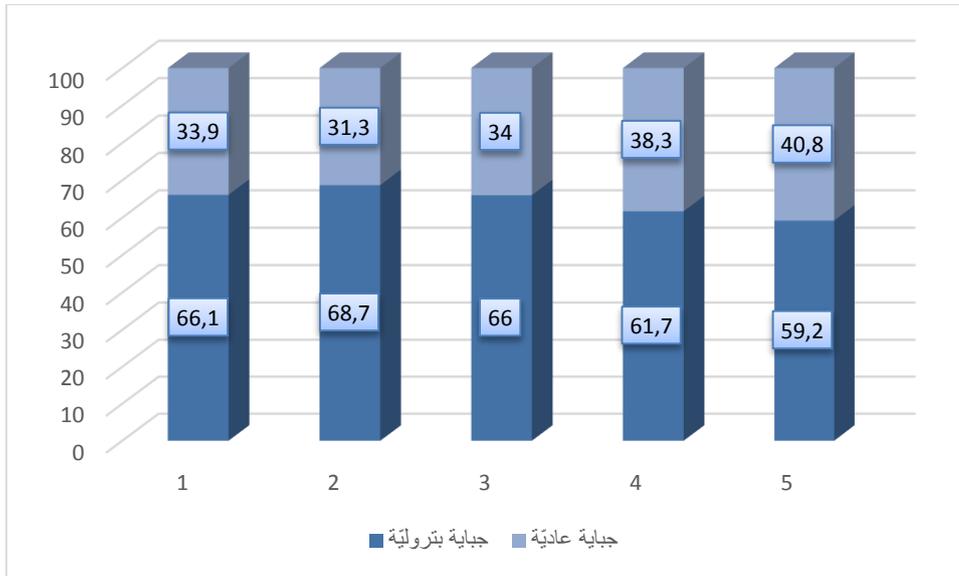
السنوات	2010	2011	2012	2013	2014
النفقات العامة	4466,9	5853,6	7058,1	6024,2	6980,2
نفقات التسيير	2659,0	3879,2	4782,6	4131,6	4486,3
النسبة من النفقات العامة	59,5	66,3	67,7	68,6	64,3
نفقات التجهيز	1807,9	1974,4	2275,5	1892,6	2493,9
النسبة من النفقات العامة	40,5	33,7	32,3	31,4	35,7
متوسط سعر البرميل "دولار أمريكي"	80,15	112,94	111,04	109,55	100,76

المصدر: من إعداد الباحثة، بالاعتماد على بيانات البنك المركزي الجزائري، تقرير 2014.

يُبيّن الجدول أنّ نفقات التسيير تُمثّل النسبة الأكبر من الإنفاق الحكومي؛ حيث قُدّر متوسط نسبتها في الفترة "2010-2014" بـ: 65,28%. إنّ هذا الارتفاع يُعزى إلى مجموعة من العوامل أهمّها ارتفاع أعباء الأجور والتحويلات الاجتماعية، بالإضافة إلى عمليّات سداد الدين العمومي، وفي المقابل تُسجّل نفقات التجهيز انخفاضًا هامًا من سنةٍ لأخرى؛ إذ انخفضت نسبتها من 40,5% سنة 2010 إلى 35,7% سنة 2014، وهو انخفاضٌ ناتج عن تنفيذ الحكومة لسياسة تعتمد على الحدّ من التوسّع الإنفاق الحكومي الاستثماري. كما يُبيّن الجدول وجود علاقةٍ طرديةٍ بين حجم الإنفاق الحكومي وأسعار النفط، مما يدلّ على أنّ السياسة المالية المنفّذة في الجزائر غير مستقلة، بل تخضع لتقلّبات أسعار النفط في الأسواق الدولية.

والشّكل الموالي يوضّح أكثر تطوّر هيكل النفقات في الجزائر:

شكل رقم (3-3): تطوّر هيكل النفقات العامة للدولة في الفترة "2010-2014"



المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على معطيات الجدول رقم (3-15).

## المبحث الثالث: أداء قطاع المحروقات في الجزائر

يُعتبر قطاع المحروقات القطاع المهيمن على النشاط الاقتصادي، فهو يُساهم في الصادرات الجزائرية بنسبة تزيد عن 95% في المتوسط، وفي الإيرادات الجبائية للدولة بنسبة تتراوح بين 60 و75% وفي الناتج المحلي الخام بحوالي 30%. وقد مرّ القطاع في مسار تطوره بعد الاستقلال بثلاث مراحل رئيسة، لكل واحدة منها ملامحها الخاصة، سيتم التعرف عليها، وكذا على الإصلاحات التي تم إدخالها على قطاع المحروقات، وأداء هذا القطاع؛ من حيث الإنتاج والاحتياطي والتصدير، من خلال المطالب التالية:

- المطلب الأول: الإطار القانوني والتنظيمي لقطاع المحروقات بالجزائر قبل الإصلاحات؛
- المطلب الثاني: الإصلاحات الاقتصادية في قطاع المحروقات بالجزائر "1990-2010"؛
- المطلب الثالث: أداء قطاع المحروقات في الجزائر خلال الفترة "1990-2014".

## المطلب الأول: الإطار القانوني والتنظيمي لقطاع المحروقات بالجزائر قبل الإصلاحات

تغيّر التشريع الجزائري الخاص بقطاع المحروقات منذ الاستقلال عدّة مرّات، وفي كلّ مرّة كان القانون الجديد يأتي بإطار تنظيمي وتعاقدية يختلف تمامًا عن الإطار السائد في المرحلة التي سبقتة؛ ما جعل أداء القطاع ونتائجه تختلف بدورها في كلّ مرحلة. ويمكن تعيين ثلاث مراحل رئيسة مرّ بها قطاع المحروقات في الجزائر منذ الاستقلال، كالآتي:

## أولاً: مرحلة نظام الامتيازات "1962-1971"

استمرت الجزائر بعد الاستقلال في العمل بالقانون رقم 11/58 الصادر بتاريخ 22 نوفمبر 1958، والذي أصدرته السلطات الاستعمارية، وقامت بتعديله مرّتين لأسباب سياسية<sup>1</sup>؛ حيث كان هدف التعديل الأول الذي أُجري سنة 1959 هو دعم المصالح الاستعمارية وتوسيع صلاحيات الدولة الفرنسية، وقد سار التعديل الثاني سنة 1961 في الاتجاه الذي يُقلّص من صلاحيات الدولة الجزائرية، وذلك بعد التأكيد من مسألة استقلال الجزائر. ومن بين ما فرضه التعديل الأخير، إلغاء اللجوء للدولة في حلّ المنازعات التفضية واللجوء إلى التحكيم الدولي<sup>2</sup>.

وقد فرض المفاوضات الفرنسي في اتفاقية إيفيان على الجزائر التّعهد لفرنسا ضمن إطار "السيادة الجزائرية"، بأن تتم مواصلة الجهود الرامية إلى استثمار الثروات الباطنية، عن طريق جهازٍ مشترك يُعرف اختصارًا بالهيئة الصحراوية أو الهيئة الفنية لاستغلال ثروات باطن الأرض في الصحراء. كما ألزمها بضمان جميع الحقوق البترولية التي منحتها فرنسا للشركات الفرنسية والأجنبية، بموجب قانون البترول الصحراوي قبل الاستقلال، بمعنى استمرار سريان مفعول التّعهدات الفرنسية واستمرار العمل بالشهادات المنجمية الممنوحة من قبل.

<sup>1</sup> عاطف سليمان، معركة البترول في الجزائر، دار الطليعة، بيروت، لبنان، ط1، 1974، ص: 1.

<sup>2</sup> Belkacem Bouzana, *Le Contentieux des Hydrocarbures entre l'Algérie et Les Sociétés Etrangères*, OPU-PUBISUD, Alger, 1985, p : 78.

إنّ هذا القانون البترولي لا يُشكّل في جوهره استثناءً على السّياق العام لتلك المرحلة، فقد كان الإطار القانوني والتّعاقدية الذي أرساه والقائم على نظام الامتياز لا يختلف في شيءٍ عمّا هو سائدٌ في باقي البلدان المتّجهة، وخصوصاً في الشّرق الأوسط.

لقد حاولت الجزائر بعد الاستقلال مباشرةً كسر هذا القيد، وطالبت بتاريخ 19/10/1963 بإعادة فتح باب المفاوضات من جديد؛ من أجل مراجعة بعض البُند الخاصّة باستغلال المحروقات الواردة في اتّفاقية إيفيان، والتي كانت تُعتبر حاجزاً في وجه المشاركة الفعليّة في العمليّات البتروليّة. وقد استجابت فرنسا لهذا الطّلب بعد تردّد، وقدمت بعض التّنازلات خصوصاً في اتّفاق الجزائر لعام 1965؛ إلا أنّها استمرّت في نهج المماطلة طوال سنوات السّتينات، إلى أن حسمت الجزائر الأمر بقرار تأميم المحروقات في مطلع السّبعينات. وقد كانت الجزائر، منذ البداية تُحاول بسط سيطرتها على ثروتها النّفطية، وخطّطت للوصول إلى هذا الهدف عبر مراحل؛ حيث كانت الخطوة الأولى هي إنشاء شركة سوناطراك في شهر ديسمبر 1963<sup>1</sup>؛ لتكون الأداة التي تُحقّق من خلالها أهدافها الميسّرة. واقتصر دور هذه الشركة عند إنشائها على نقل وتجارة المحروقات فقط، ثمّ تعرّض هذا الدّور سنة 1966؛ عندما توسّع نشاطها إلى المجالات الصناعيّة، قبل أن تصبح في بداية 1971 الفاعل الرّئيس في قطاع المحروقات بالجزائر.

### ثانياً: مرحلة التّأميمات واحتكار سوناطراك للقطاع "1971-1986"

أرست الجزائر بعد تأميم قطاع المحروقات وإلغاء نظام الامتياز عام 1971، نظاماً جديداً لاستغلال المحروقات، قام على تثبيت الملكيّة والسيادة الوطنيّة على الحقول النّفطيّة، وجعل شركة سوناطراك الفاعل الأساسي في القطاع، ووضع الآليات والإجراءات المناسبة التي تسمح لها ببسط نفوذها المطلق على كلّ الحقول المكتشفة؛ حيث حصر شكل العقود التي يُمكن للشركات الأجنبية إبرامها مع سوناطراك في نوع واحد، هو عقود الخدمات؛ وقد اشتهر منه في الجزائر صنفان<sup>2</sup>:

- **صنفٌ أوّل:** يُعرف بعقود الخدمة بالأخطار، تقوم بموجبه الشركة الأجنبية بتقديم الخدمة ولا تتحصّل على المكافأة وتعويض تكاليف الاستكشاف إلا في حال الحصول على نتيجة إيجابية، وتحمّل وحدها الخسارة في حال الحصول على نتيجة سلبية؛
- **صنفٌ ثان:** يُعرف بعقود المساعدة التّقنيّة، لا تتحمّل فيه الشركة الأجنبية المخاطر، ويقتصر دورها على تقديم الخدمات المطلوبة منها، وعادةً ما تكون خدمات التّقيب والإنتاج لفائدة الشركة الوطنيّة؛ مقابل مكافأة متّفق عليها مُسبقاً.

<sup>1</sup> الجريدة الرّسمية، المرسوم 63-491، المؤرخ في 31/12/1962. ع 82.

<sup>2</sup> منى البرادعي، *ملامح في اقتصاديات البترول*، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، ط1، 2008، ص:111.

لكن بعد 15 سنة من التطبيق، أثبتت التجربة محدودية قانون 1971، وعجزه عن رفع التحدّيات الجديدة التي واجهت القطاع بعد عمليّات التأميم، فقد كانت النتائج المحقّقة متواضعة جدًّا؛ فعلى طول الفترة "1971-1985"، لم تُبرم الجزائر مع الشّركات الأجنبية سوى 25 عقدًا، أي بمعدّل أقل من عقدين في السنة، ولم تتجاوز مساحة المجال المنجمي المغطّى بعقود الاستكشاف 10% من مجموع مساحة المجال المنجمي، ولم تُحقّق أعمال الاستكشاف سوى اكتشافات قليلة، لم تكن كافيةً لتعويض ما يتم إنتاجه، ممّا جعل مستويات الاحتياطي تتراجع بشكلٍ كبير؛ وهو الأمر الذي دفع المشرّع الجزائري إلى التفكير في تغيير ذلك القانون، وسنّ قانونٍ جديد أكثر جاذبيّة وفُدرة على تحريك القطاع<sup>1</sup>.

### أ. الإطار القانوني والتنظيمي لقانون الإصلاح القطاعي 14-86

سارعت الجزائر بعد الأزمة النّفطيّة الحادّة لعام 1986، إلى إجراء تغييراتٍ عميقة في قطاع المحروقات؛ حيث ألغت القانون السابق وأصدرت قانونًا جديدًا، أرسى نظامًا يقوم على تقاسم الإنتاج وفتح القطاع بشكلٍ غير مسبوق أمام الاستثمار الأجنبي المباشر. ويمكن الاطلاع على هذا القانون فيما يلي:

صدر القانون رقم 14-86 الذي يُعتبر أوّل قانونٍ لإصلاح قطاع المحروقات بالجزائر سنة 1986، وتضمّن هذا القانون البُنى الخاصّة بفتح القطاع أمام الاستثمار الأجنبي المباشر، وحدّد إطار الشّراكة بين الشّركة الوطنيّة سوناطراك والشّركات النّفطيّة الأجنبيّة، ثمّ صدر بعد ذلك سنة 1991 القانون رقم 21-91 الذي أدخل تعديلاتٍ هامّة على القانون السابق، ووسّع مجال الشّراكة لتشمل قطاع الغاز خاصّةً. وفيما يلي عرضٌ لبنود قانون 14-86<sup>2</sup>:

- سمح هذا القانون لأوّل مرّة بأربع صيغٍ للشّراكة:
  - الشّراكة في صيغة عقد تقاسم الإنتاج هي الصّيغة الرّئيسة والوحيدة تقريبًا التي تمّ استعمالها؛
  - الشّراكة في صيغة عقد خدمات؛
  - الشّراكة في صيغة شركة تجاريّة تخضع للقانون الجزائري، ويكون مقرّها في الجزائر، لكنّها لا تحمل الشّخصية المعنويّة؛
  - الشّراكة في صيغة شركة أسهم تخضع للقانون الجزائري ويكون مقرّها الجزائر.
- اقتصر منح الشّهادات المنجميّة على الشّركة الوطنيّة سوناطراك وحدها، التي تقوم مقام الدّولة وتُمارس لحساب هذه الأخيرة كشكلٍ من أشكال الاحتكار نشاط الاستكشاف والاستغلال، وترك لسوناطراك بعد أن تحصل على هذه الشّهادات خيار التفاوض مع الشّركاء الأجانب واختيار الكيفيّة المثلى لاستغلال المحروقات وفق إحدى الصّيغ الأربع المذكورة سابقًا.

<sup>1</sup> Omar Khelif, *Dynamiques des Marchés et Valorisation des Hydrocarbures*, Edition CREAD, Alger, 2005, p: 109.

<sup>2</sup> Mustapha Mekideche, *L'Algérie entre Economie de Rente et Economie de Marché*, Dahlab, Alger; 2000, p :96.

## المطلب الثاني: الإصلاحات الاقتصادية في قطاع المحروقات بالجزائر "1990-2010"

لم تمض سوى سنواتٍ قليلة على دخول قانون 86-14 مجال التطبيق، حتى تأكّد المشرّع الجزائري أنّ هذا القانون تشوبه نقائص، مما فرض ضرورة إدخال تحسينات على نصّه، وهو ما تمّ فعلاً سنة 1991.

## أولاً: قانون 1991 "قانون النقد والقرض"

مع التوجّه الجديد للاقتصاد الجزائري بتبنيّه اقتصاد السوق، والتّخلّي بالمقابل عن نمط الاقتصاد الميسّر، صدر قانون 90-10 المتعلّق بالنقد والقرض، والدّي أعاد هيكله القطاع المصرفي الجزائري بصفةٍ كليّة؛ بشكلٍ يتماشى وطبيعة المرحلة الجديدة التي كانت تمرّ بها الجزائر آنذاك. ويُعتبر هذا الإصلاح المرحلة الفاصلة، بالتّخلّي عن الاقتصاد الميسّر وبدأ العمل بآليات ومبادئ اقتصاد السوق، وبقي قانون 90-10 ساري المفعول إلى حين استبداله بالأمر رقم 03-11 المؤرّخ في 26/08/2003.<sup>1</sup>

ويأتي إصدار قانون النقد والقرض 90-10 تزامناً مع إصدار الاتفاقية الأولى للجنة بازل سنة 1988، لذلك فإنّ صدور هذا القانون كان من شأنه تدشين مرحلةٍ جديدة من مراحل تطوّر النظام المصرفي الجزائري، تخلّت فيها السّلطة بشكلٍ أكثر جرأة عن أسلوب التسيير الإداري للقرض؛ حيث تمّ هذا التّخلّي عن طريق الإقرار بمبدأ الفصل بين الجهاز التّفيذي وهيئات القرض والنقد عبر منح الاستقلالية لها.<sup>2</sup>

لقد أحدث قانون النقد والقرض نقلةً نوعيّة للنظام المصرفي الجزائري، الذي كان يتميّز باحتكار الدولة له؛ حيث قام بفتح السوق المصرفية أمام المستثمرين المقيمين وغير المقيمين أيّاً كانت جنسيّتهم، فتسارعت نتيجة لذلك وتيرة إنشاء البنوك الخاصّة؛ إذ بلغ عددها سنة 1999 حوالي عشرة بنوك، دون حساب الفروع ومكاتب التّمثيل<sup>3</sup>. وفي نفس السياق طُرحت لأوّل مرّة في تاريخ الجزائر فكرة خوصصة البنوك العموميّة؛ من خلال فتح رساميلها أمام الاستثمار الخاصّ الوطني أو الأجنبي.

<sup>1</sup> حبار عبد الرزاق، تطور مؤشرات الأداء ومسار الإصلاحات في القطاع المصرفي الجزائري، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة بسكرة، ع 10، ديسمبر 2011، ص: 39.

<sup>2</sup> المصدر نفسه.

<sup>3</sup> المصدر نفسه، ص: 40.

إنّ صدور قانون التّقد والقرض 90-10 مثل بدايةً لإطلاق حزمةٍ من التّشريعات العامّة للنّشاط المصرفي؛ عن طريق عدّة أنظمة وقوانين تُرتّب وفق عناوين رئيسية، كما يلي:

- قوانين وأنظمة عامّة مُتعلّقة بالبنوك والمؤسّسات الماليّة؛
- أنظمة وقوانين خاصّة بقواعد التّسيير؛
- أنظمة وقوانين عامّة للرّقابة على الصّرف والتّجارة الخارجيّة؛
- أنظمة وقوانين متعلّقة بخلق وصالّ وإنشاء وتداول القطع التّقديّة المعدنيّة وأوراق البنك.

لقد احتوى قانون التّقد والقرض 90-10 على العديد من النّقائص فيما يخصّ اعتماد البنوك الخاصّة، وطريقة نشاطها والرّقابة عليها، مما هدّد بشكلٍ مباشر استقرار النّظام المصرفي؛ من خلال موجةٍ من الإفلاسات المتتالية للقطاع الخاص، انتهت بزواله، وتبديد أموال المودعين وتأثّر مصداقية النّظام الاقتصادي بشكلٍ عام؛ كل هذه العوامل دفعت السلطة إلى إدخال مجموعة من الإصلاحات؛ من خلال الأمر 11/03 المؤرّخ في 26/08/2003.

وقد أبقى قانون التّقد والقرض 29-21 الصّادر في 04 ديسمبر 1991 فيما يخصّ قطاع المحروقات على بنودٍ رئيسية من القانون السّابق، وأضاف بنودًا أخرى تحتوي تعديلات جوهريّة؛ فأما البنود التي أبقى عليها فهي<sup>1</sup>:

- احتكار الدّولة لأنشطة استكشاف واستغلال ونقل المحروقات؛
- السّماح للشّركات الأجنبيّة بممارسة الأنشطة السّابقة عدا نشاط النّقل، عندما تكون هذه الممارسة وفق التّرتيبات الخاصّة بالشّراكة مع الشركة الوطنيّة المعنيّة؛
- مهما كان شكل الشّراكة المعتمّدة بين الشركة الوطنيّة والشّريك الأجنبي، فإنّ نسبة الطّرف الوطني يجب ألا تقلّ عن 51%؛ حتّى يحتفظ بدور رئيس المشروع، وهو ما يُعطي للشّركة الوطنيّة الأولويّة في تحديد سياسات الإنتاج ومخطّطات تطوير الحقل.

أما التّعديلات التي أضافها فهي كما يلي<sup>2</sup>:

- وسّع مجال الشّراكة ليشمل الحقول النّفطيّة المكتشّفة؛
- وسّع القانون مجال الشّراكة في قطاع الغاز أيضًا؛
- توسّع القانون الجديد أيضًا في منح الامتيازات الجبائيّة؛ بهدف جلب الشّركات الأجنبيّة للاستثمار، وميّز بين المناطق وأفرد لكلّ منطقة؛ وفق أهمّيّتها، معدّلات جبائيّة مُحدّدة تخضع لها كلّ النّشاطات.

<sup>1</sup> Mustapha Mekideche, op cit, pp.96-97.

<sup>2</sup> Ibid.

## ثانياً: الإصلاحات الجديدة لقطاع المحروقات خلال الفترة "2010-2005"

لقد أثبت قانون 86-14 نجاعته في جلب الاستثمار الأجنبي المباشر؛ رغم الظروف السياسية في تلك الفترة؛ حيث تمكنت الجزائر من تحقيق أعلى معدل لجذب الاستثمار الأجنبي المباشر في قطاع المحروقات في العالم سنة 2001. لكن تم اعتبار أن بند تقاسم الإنتاج الذي يقوم عليه هذا القانون لم يعد مجدياً، ما دعا إلى وضع القانون رقم 07-05 الذي يتبنى نظاماً تعاقدياً قريباً من نظام الامتياز الذي كان سائداً قبل التأميم.

## 1. أهم بنود قانون الإصلاح 07-05

يتكوّن قانون المحروقات رقم 07-05 المؤرخ في 28 أبريل 2005 من 115 مادة موزعة على عدّة أبواب، تتناول كلّ المسائل المتعلقة بتنظيم القطاع، بدايةً من كفاءات منح تراخيص الاستكشاف والاستغلال وكفاءات ممارسة النشاط، وانتهاءً بالمنظومة الجبائية التي يخضع لها النشاط، وذلك بعد إدخال العديد من التعديلات على نصّ مشروع النسخة الأصلية للقانون التي نُشرت أول مرة في شهر سبتمبر لعام 2001. وأهمّ ما جاء به<sup>1</sup>:

أ. **الفصل التام بين عمل الدولة ونشاط شركة سوناطراك:** تمّ تجريد شركة سوناطراك من ممارسة دور القوة العمومية الذي كانت تقوم به من قبل لحساب الدولة، وتمّ استحداث وكالتين جديدتين للمحروقات؛ تتمتعان بالشخصية المعنوية والاستقلالية المالية، توكل إليهما صلاحيات سوناطراك السابقة، ويفوض إليهما أداء دور القوة العمومية السابق. الوكالة الأولى هي الوكالة الوطنية لمراقبة وضبط النشاطات بمجال المحروقات، والتي تُعرف اختصاراً بـ: "سلطة الضبط للمحروقات"، والوكالة الثانية هي "الوكالة الوطنية لتأمين موارد المحروقات"؛

ب. **إلغاء نظام تقاسم الإنتاج وإرساء نظام تعاقدي جديد:** إنّ الفكرة التي أثارَت أكبر قدرٍ من الجدل، هي التي وردت في المادة 48؛ والتي ألغت ضمناً تقريباً العمل بعقود تقاسم الإنتاج، عندما أعطت المستثمر الأجنبي الحق في امتلاك 70% على الأقل من حقوق المساهمة في أية شراكة، ولم تترك سوى خيارٍ يتراوح بين 30% على الأكثر و20% على الأقل لشركة سوناطراك. وقيدت ذلك بشرط موافقة هذه الأخيرة في أجل لا يتجاوز مدة شهر بعد المصادقة على مخطط التطوير الذي تُنجزه الشركة صاحبة الاكتشاف؛ ما يعني ضمناً وعملياً الدور المتنامي للحضور الأمريكي في قطاع المحروقات بالجزائر، والذي أصبحت تُمثله ثلاث شركات أمريكية؛ وكلّ واحدة من هذه الشركات تستأثر بمجالٍ محدد.

<sup>1</sup> بلقاسم سرايري، دور ومكانة قطاع المحروقات في الجزائر في ضوء الواقع الاقتصادي الدولي الجديد وآفاق الانضمام إلى المنظمة العالمية للتجارة، رسالة ماجستير "غ منشورة"، قسم العلوم الاقتصادية، فرع اقتصاد دولي، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2008، ص: 148.

## المطلب الثالث: أداء قطاع المحروقات في الجزائر خلال الفترة "1990-2014"

عرف النشاط البترولي تطورات كبيرة في مجال الاستكشاف والاحتياطي والإنتاج والتصدير، يتجلى من خلال الارتفاع الكبير الذي شهدته هذا القطاع، وأيضاً من خلال الإصلاحات الاقتصادية التي ساهمت في الزيادة من مردودية قطاع المحروقات وتنظيمه.

## أولاً: تطور نشاط الاستكشاف والاحتياطي والإنتاج والتصدير البترولي في الجزائر خلال الفترة "1990-2014"

على اعتبار أنّ النفط من أهم الموارد الذي يعتمد عليه الاقتصاد العالمي؛ حيث يلقي اهتماماً كبيراً من قبل شركات عالمية من أجل الاستكشاف والاستثمار في هذا القطاع، تتأثر أنشطة الاستكشاف والإنتاج على العموم بمستوى الأسعار في السوق الدولية، فكّما ارتفعت الأسعار وحقق البلد المنتج عائدات كبيرة نتيجة رفع الصادرات البترولية، سمح ذلك لهذا البلد بزيادة حجم الاعتمادات المخصصة للاستثمار في البحث عن حقول جديدة للنفط والغاز وتطويرها، أو تطوير حقول تم اكتشافها من قبل، وكّما ارتفعت الأسعار أيضاً شجّع ذلك الشركات الأجنبية على الإقبال أكثر على الاستثمار<sup>1</sup>.

## 1. تطور نشاط الاستكشاف في الجزائر خلال الفترة "1990-2014"

يشمل نشاط الاستكشاف أشغال المسح الزلزالي وأشغال الحفر.

أ. **المسح الزلزالي:** هو عبارة عن إرسال موجات صوتية إلى باطن الأرض؛ حيث يختلف ترددها باختلاف الجوامد والسوائل والغازات، فترسل في الأرض باستخدام شاحنات خاصة، ثم يُقاس ترددها وتذبذبها لتعطي في النهاية خريطة<sup>2</sup>.

تميّز تطور نشاط المسح الزلزالي في الجزائر في الفترة المعنية بالتذبذب الواضح. وعلى سبيل المثال، بعد أن كان عدد الفرق العاملة لا يتجاوز عتبة 100 فرقة في الشهر عام 1995، ارتفع هذا العدد بشكل محسوس في السنوات الثلاث الموالية، وذلك تحت تأثير الشركات الأجنبية التي قامت بتكثيف نشاطها، ثم ما لبث أن عاد هذا النشاط بدايةً من عام 1999 إلى الانحصار بشكل كبير، وبلغ أدنى مستوى له عام 2001؛ حيث لم يتجاوز عدد الفرق العاملة في الشهر 70 فرقة، ويُعزى هذا التراجع إلى عاملين: أولهما هو الانتهاء من المسوح الزلزالية المكثفة للأحواض الرسوبية ذات الإمكانيات الهيدروكربونية الواعدة التي شرعت فيها الجزائر في منتصف التسعينات. العامل الثاني هو التّقدم الكبير الذي أحرزته تقنيات المسوح الزلزالية في السنوات الأخيرة؛ سواء المسوح الزلزالية ثنائية أو ثلاثية الأبعاد؛ حيث أصبحت الفرق الجيوفيزيائية تستغرق وقتاً أقل من الوقت الذي كانت تستغرقه من قبل للقيام بنفس الحجم من المسوح<sup>3</sup>، والجدول التالي يوضح ذلك.

<sup>1</sup> مديحة الحسن الدغبري، اقتصاديات الطاقة في العالم وموقف البترول العربي منها، دار الجيل، بيروت، ط1، 1992، ص: 57.

<sup>2</sup> عبدو إبراهيم، الجيولوجيا الهندسية والخرائط الجيولوجية وطرق المسح الجيولوجي، دار الراتب الجامعية، بيروت، لبنان، ط1، 1992، ص: 254-288.

<sup>3</sup> منظمة الأقطار العربية المصدرة للبترول، تقرير الأمين العام السنوي السابع والعشرون، الكويت، أوابك، 2000، ص: 78.

## جدول رقم (3-16): المسح الزلزالي في الجزائر "1995-2003"

الوحدة: فرقة/ شهر

السنوات	الفرق	السنوات	الفرق
1995	97	2001	70
1996	115	2002	80
1997	106	2003	115
1998	123		
1999	97		
2000	79		

المصدر: منظّمة الأقطار العربيّة المصدّرة للبترو، التقرير الإحصائي السنوي لعام 2001-2007، ص: 12.

انتعش نشاط المسح الزلزالي من جديد بدايةً من سنة 2003، وذلك بعد سنواتٍ من الركود التّسيبي. وارتفع عدد الفرق العاملة في الشّهر دفعَةً واحدةً من 80 فرقة في عام 2002 إلى 115 فرقة في عام 2003، وتوزّع هذا النّشاط بين المسح الزلزالي ثنائي الأبعاد في المناطق الواعدة، والمسح الزلزالي ثلاثي الأبعاد في الحقول التّفطّية والغازيّة التي سبق اكتشافها؛ خصوصًا في مقاطعتي غدامس وتيميمون.

ويتضمّن برنامج الاستكشاف للفترة "2015-2019" إنجاز مسحٍ زلزاليّ، مع التّركيز على تقنية المسح الزلزالي ثلاثي الأبعاد؛ رغم تكلفته المادية الكبيرة، نظرًا لتميّزه بالدقّة والفعالية. وسيتم إنجاز حوالي 41409 كلم<sup>2</sup> مسح زلزالي بتقنية ثنائي الأبعاد و119140 كلم<sup>2</sup> بتقنية المسح ثلاثي الأبعاد<sup>1</sup>.

**ب. الحفر الاستكشافي والتّطويري خلال الفترة 1990-2014:** يرتبط تطوّر نشاط الحفر الاستكشافي والتّطويري عادةً بتطوّر مجهود المسح الزلزالي، فكلّما تكثّف نشاط المسح وتحققت نتائج إيجابيّة، كان ذلك مؤشّرًا على تكثيف أعمال الحفر في السّنوات الموالية. إنّ تحليل تطوّر مستوى نشاط الحفر الاستكشافي والتّطويري يكشف أن هذا الأخير كان متباينًا من فترةٍ لأخرى، وقد بلغ أعلى مستوى له في بداية النّصف الثّاني من التّسعينات؛ حيث كان متوسط عدد الحفّارات العاملة في نهاية سنوات 1995، 1996 و1997 في حدود 30 حفّارة، ثمّ انخفض هذا العدد بعد ذلك بشكلٍ حادّ ليصل في نهاية عام 1999 إلى 12 حفّارة فقط. ورغم تحسّن مستوى النّشاط في السّنوات الموالية، إلّا أنّه لم يتم بلوغ المعدّل المحقّق في الفترة السّابقة، ولم يتجاوز عدد الحفّارات العاملة في نهاية 2005 معدّل 21 حفّارة.

<sup>1</sup> الورقة القطرية الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، مؤتمر الطّاقة العربي العاشر، الطّاقة والتعاون العربي، أبو ظبي، الإمارات العربية المتّحدة، 21-23 كانون الأوّل/ ديسمبر 2014، ص: 20.

والجدول الموالي يعرض تطوّر نشاط الحفر التطويري والاستكشافي في الجزائر "1995-2006".

جدول رقم (3-17): تطوّر نشاط الحفر التطويري والاستكشافي في الجزائر "1995-2006"

السّنوات	الحفّارات العاملة	الكيلومترات المحفورة	السّنوات	الحفّارات العاملة	الكيلومترات المحفورة
1995	27	314	2001	19	511
1996	29	278	2002	21	585
1997	30	292	2003	22	592
1998	21	237	2004	20	/
1999	12	391	2005	21	/
2000	17	424	2006	30	778

المصدر: بالاعتماد على التقارير الإحصائية السنوية لمنظمة الأقطار العربيّة المصدرة للبترول، 2001، 2007.

بخصوص نشاط الحفر، فإنّ الكيلومترات المحفورة لم تُسأير طرّدًا في جميع السّنوات عدد الحفّارات العاملة؛ إذ يُلاحظ تراجع عدد الحفّارات العاملة في بعض السّنوات التي سُجّل فيها استمرار اتّجاه منحني الكيلومترات المحفورة في الارتفاع أو العكس، ويُعزى هذا التباين بالدرجة الأولى إلى اختلاف وسائل الحفر المستعملة واختلاف الكفاءة والخبرة المتراكمة لدى الشّركات التّفطّية.

فيما يخصّ نشاط تطوير الآبار فإنّه ومن خلال البرنامج المسطّر للفترة "2015-2019" يُتوقّع إنجاز 1500 بئر خاصة بمنطقة حاسي مسعود وضواحيها، وكذا الحقول الجديدة لغاز بركين وتينهارت<sup>1</sup>. يقارب المبلغ الإجمالي للاستثمارات في ميدان البحث والتطوير في هذه الفترة 51 مليار دولار أمريكي منها 20 مليار دولار للاستكشاف.

تهدف سوناطراك من خلال استراتيجياتها التّطويرية إلى دعم مركزها كشركة رائدة في مجال الغاز الطبيعي على المستوى المتوسطي بالإضافة إلى كونها مجموعة طاقويّة متكاملة ذات توجّه خارجي؛ بحيث أنّها تعمل على تحسين أدائها وفعاليتها من خلال التّركيز على المشاريع ذات المردوديّة العالية. ومن أجل تحقيق أهدافها، وقد قامت سوناطراك بتطوير قاعدة هامة من الاحتياطات ومجموعة من المشاريع المتعدّدة والمتنوّعة، كما أنّها تعمل على تجميع الموارد البشرية المؤهلة<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> الورقة القطرية الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، مؤتمر الطّاقة العربي العاشر، الطّاقة والتعاون العربي، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، 21-23 كانون الأول/ ديسمبر 2014، مرجع سابق، ص: 20.

<sup>2</sup> المصدر نفسه.

ج. اكتشافات النفط خلال الفترة "1990-2014": أثمر نشاط الاستكشاف عن المحروقات عن نتائج مقبولة على العموم؛ والجدول الموالي يعرض عدد اكتشافات البترول في الجزائر خلال الفترة "1995-2014":

جدول رقم (3-18): اكتشافات البترول في الجزائر "1995-2014"

السنوات	الاكتشافات	السنوات	الاكتشافات	السنوات	الاكتشافات
1995	4	2002	3	2009	4
1996	8	2003	3	2010	14
1997	5	2004	4	2011	10
1998	17	2005	5	2012	8
1999	3	2006	12	2013	12
2000	8	2007	5	2014	18
2001	3	2008	2		

المصدر: اعتمادًا على: منظمة الأقطار العربيّة المصدّرة للبترول، التقرير الإحصائي السنوي، 2001، ص: 16، وتقرير 2015، ص: 20.

نُلاحظ من خلال الجدول تجاوز المعدّل في المتوسط 8 اكتشافات كلّ سنة، وكانت أفضل نتيجة تلك التي تحقّقت عام 1998 بـ: 20 اكتشافًا، وقد تحقّقت أفضل النتائج في سنوات 2006، 2010، 2013 و2014.

### ثانيًا: تطوّر احتياطي النفط الخام في الجزائر

شهد احتياطي النفط الخام المؤكّد منذ السبعينات إلى غاية السنوات الأخيرة حالاتٍ من التذبذب، كانت تسير طرديًا مع السياق العام الذي حكم تطوّر نشاط الاستكشاف، غير أنّ ما يُلاحظ هو أنّ حجم الاحتياطي لم يتغيّر كثيرًا في الفترة الممتدة بين بداية السبعينات إلى غاية منتصف الثمانينات، وهي الفترة التي تميّزت باحتكار شركة سوناطراك شبه الكامل لنشاط الاستكشاف، بعد انسحاب بعض الشركات الأجنبية من القطاع وانحصار نشاط البعض في بداية الفترة.

ويُعزى هذا الجمود النسبي في حجم الاحتياطي إلى عاملين أولهما، عجز شركة سوناطراك عن مواكبة التطوّرات التّقنيّة الحاصلة في ميدان الاستكشاف، وثانيهما يتمثّل في انحصار النشاط الاستكشافي تقريبًا في محيط الحقول النّفطيّة المنتجة القديمة، أي في منطقة تمّ استكشاف أهدافها البترولية الكبيرة. لهذه الأسباب لم تتحقّق اكتشافات هامة ترفع من حجم الاحتياطي، بل ولم يتم حتّى تحديد الكميات المنتجة والمحافظة على مستوى احتياطي بداية السبعينات؛ حيث تراجع هذا الأخير بشكلٍ محسوس، وبلغ أدنى مستوى له في عام 1978 بحجم 6300 مليون

برميل فقط، بعد أن كان في حدود 7700 مليون برميل قبل أربع سنوات، ما يعني استنزافاً صافياً لـ: 1400 مليون برميل في فترة قياسية.

والجدول التالي يعرض تطوّر الاحتياطيات من النفط في الجزائر خلال الفترة "1990-2014".

جدول رقم (3-19): تطوّر الاحتياطي المؤكّد من النفط الخام خلال الفترة "1990-2014"

الوحدة: مليون برميل

السنة	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
الاحتياطي	9200	9200	9200	9200	9979	9979	10800	11200	11314	11314	11314
السنة	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
الاحتياطي	11300	11300	11800	11400	12300	12200	12200	12200	12200	12200	12200
السنة	2012	2013	2014								
الاحتياطي	12200	12200	12200								

المصدر: بالاعتماد على التقارير الإحصائية السنوية لمنظمة الأقطار العربية المصدرة للبترو، للسنوات: 2007، 2010، 2015.

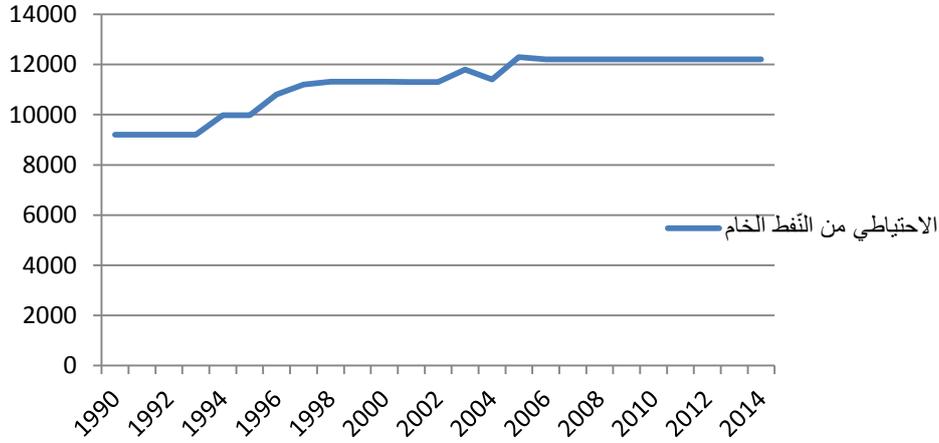
يرجع سبب التحسّن في الاحتياطيات المؤكّدة من النفط إلى السياسات الإصلاحية التي انتهجتها الجزائر، وكذا سياسة الشراكة الجديدة وفتح القطاع أمام الاستثمار الأجنبي المباشر. وبفضل العقود الموقعة تحقّق 56 اكتشافاً نفطياً وغازياً، منها عدة حقول نفطية هامة. وأضافت هذه الاكتشافات إلى حجم الاحتياطي زيادةً صافية بنحو 10 مليار برميل مكافئ للبترو.

وبفضل الإصلاحات والجهود المبذولة من قبل شركة سوناطراك، تكون الجزائر قد نجحت في تجديد احتياطياتها ورفعها إلى 12,2 مليار برميل، وهذا الحجم يكفي في ظلّ شروط الاستغلال الاقتصادية والتّقنية الحالية لتلبية حاجة الاستهلاك المحلي والتزامات التصدير.

كما نلاحظ من خلال هذه الجدول أنّه بعد الارتفاع المعترّب بين سنة 1990 و1997 أصبحت الاحتياطيات النفطية للجزائر تميّز بثبات بين سنة 1998 إلى غاية 2005، وأيضاً من سنة 2006 إلى غاية 2014. وثبات الاحتياطيات النفطية جعل الجزائر تبحث عن وسائل أخرى لتمويل الاقتصاد الجزائري، وتمثّلت بصفة خاصة القطاع الزراعي وذلك بهدف تأسيسه كقطاع سيّعوّض القطاع النفطي في المستقبل. وللتوضيح أكثر نورد الشكل الموالي:

## شكل رقم (3-4): تطوّر الاحتياطي المؤكّد من التّفط الخام خلال الفترة "2001-2014"

الوحدة: مليون برميل



المصدر: من إعداد الباحثة، بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (3-19)

## ثالثًا: تطوّر نشاط إنتاج البترول في الجزائر خلال الفترة "1990-2014"

تمتلك الجزائر كلّ المواصفات التي تجعلها نموذجًا للبلد المنتج للمحروقات بامتياز، ذلك أنّ إنتاجها يتميّز بالتنوع. وقد اعتمدت استراتيجية تهدف إلى إرساء نوعٍ من التّوازن في إسهام المصادر الثلاثة في ميزانية إنتاج الطّاقة، كما لجأت إلى تهمين قسمٍ منها؛ حيث تقوم بتكرير قسمٍ من إنتاج النّفط الخام محليًا، كما تقوم بمعالجة قسمٍ من إنتاج الغاز الطّبيعي وتحويله إلى غازٍ سائل، وذلك لغاية واضحة، هي مواجهة تقلّبات الأسواق الخارجيّة.

وقد كان إنتاج النّفط الخام بالجزائر منذ تأميم القطاع سنة 1971 وحتى السنوات الأخيرة متذبذبًا؛ حيث ارتفع بشكلٍ لافت بعد التأميم مباشرة، ليتجاوز مليون برميل يوميًا، ثمّ استقرّ بعد ذلك على امتداد سنوات السبعينات تقريبًا فوق سقف المليون برميل يوميًا، قبل أن تبدأ فترة ثانية في الثمانينات، والتي تميّزت بتراجع كبير في الإنتاج، ليبلغ أدنى مستوياته بـ: 648 ألف برميل يوميًا سنة 1987. ويُعزى هذا التدهور بالدرجة الأولى إلى محدوديّة التّائج التي حققتها شركة سوناطراك في ميدان الاستكشاف بعد انسحاب الشركات الأجنبيّة، إلا أنّ إنتاج النّفط الخام في الجزائر خلال تسعينات الألفيّة الأخيرة تطوّر بشكلٍ مُلفت، وهو ما يعرضه الجدول التالي:

جدول رقم (3-20): تطوّر إنتاج النفط الخام في الجزائر في الفترة "1990-2014"  
الوحدة: ألف برميل يوميًا

السنة	الإنتاج	السنة	الإنتاج	السنة	الإنتاج
1990	789,9	1999	749,6	2008	1356
1991	803,0	2000	796,0	2009	1240
1992	756,5	2001	842,0	2010	1190,0
1993	747,3	2002	730,0	2011	1162,0
1994	752,5	2003	942,0	2012	1203,0
1995	752,5	2004	1311	2013	1203,0
1996	805,7	2005	1352	2014	1193,0
1997	846,1	2006	1426		
1998	827,3	2007	1398		

المصدر: بالاعتماد على التقارير الإحصائية السنوية لمنظمة الأقطار العربية المصدرة للبترو، للسنوات: 2007، 2010، 2015.

مع مطلع الألفية الجديدة انتعش القطاع بصورة كبيرة، مقارنةً مع سنوات التسعينات، ودخل الإنتاج في فترة نموّ جديدة؛ حيث بلغ في نهاية 2008 حوالي 1,3560 مليون برميل يوميًا، أي ما يُعادل ضعف معدّل الإنتاج في سنوات التسعينات. وحوالي 1,1930 مليون برميل يوميًا نهاية 2014. ويعكس هذا التطور في الإنتاج الجهود المبذولة، خاصة في السنوات الأخيرة؛ سواء في ميدان الاكتشاف أو في ميدان الاستغلال، من خلال تحسين معدلات الاسترجاع والشروع في استغلال الموارد في بعض الحقول النفطية المكتشفة حديثًا.

#### رابعًا: تطوّر نشاط تصدير البترول في الجزائر خلال الفترة "1990-2014"

شهد هيكل تصدير المحروقات في السنوات الماضية تغييرًا جذريًا، تراجع بمقتضاه إسهام بعض المصادر لفائدة مصادر أخرى، فعلى سبيل المثال كان إسهام النفط الخام في نهاية 2001 يُمثّل أقل من حجم الصادرات الكلية المقدّرة بـ: 119 مليون طن معادل بترول، لكن بعد أربع سنوات فقط، أي في نهاية 2005، أصبح تصدير الخام هو الذي يطغى على الصادرات النفطية، ويُمثّل نسبة تزيد عن 28% من الحجم الكلي للصادرات.

ويمكن عرض تطوّر نشاط الصادرات الجزائرية من المحروقات، من خلال الجدول التالي:

## جدول رقم (3-21): تطوّر صادرات التّفط الخام في الجزائر في الفترة "1990-2014"

الوحدة: ألف برميل يوميًا

السنة	الإنتاج	السنة	الإنتاج	السنة	الإنتاج
1990	280,6	1999	414,6	2008	840,9
1991	344,7	2000	461,1	2009	747,5
1992	279,4	2001	442,0	2010	708,8
1993	308,0	2002	566,0	2011	697,6
1994	329,2	2003	741,0	2012	685,9
1995	332,8	2004	893,0	2013	608,0
1996	390,8	2005	970,0	2014	505,0
1997	373,1	2006	947,0		
1998	549,4	2007	1253,5		

المصدر: بالاعتماد على التقارير الإحصائية السنوية لمنظمة الأقطار العربية المصدرة للبترو، للسنوات: 2007، 2010، 2015.

نلاحظ من خلال الجدول أنّ صادرات التّفط الخام في الجزائر تميّزت بنموّ مستمر، وتحسّن أدائها؛ حيث ارتفعت من 280,6 ألف برميل يوميًا سنة 1990 إلى 549,4 ألف برميل سنة 1998. وبلغت أقصى حدّها لها سنة 2007 لتصل إلى 1253,5 ألف برميل يوميًا، لتعود وتنخفض ابتداءً من سنة 2008 إلى 840,9 ألف برميل يوميًا؛ حيث مع بداية 2008 كسرت الأسعار حاجز الـ: 80 دولارًا للبرميل، وفي مارس وصلت إلى 100 دولار للمرة الأولى وبلغت أسعار البترول أعلى مستوياتها في التاريخ في جويلية 2008 فوصلت إلى حوالي 147.27 دولار للبرميل وذلك بعد تصاعد القلق من التّجارب الصاروخية الإيرانية. لكن سرعان ما اتجهت الأسعار نحو الهبوط لتصل إلى حوالي 125 دولارًا للبرميل في الرابع والعشرين من جويلية، وذلك بسبب المخاوف على الطلب العالمي بسبب الركود الاقتصادي العالمي والذي كان سببه أزمة الرهن العقاري.

فالأزمة المالية العالمية انعكست آثارها على جميع القطاعات الاقتصادية والاجتماعية في العالم بما في ذلك أسواق البترول التي شهدت تراجعًا حادًا في الأسعار وذلك بسبب تدني الطلب العالمي؛ بحيث في أكتوبر 2008، وصل النفط إلى 60 دولار للبرميل والذي هو أدنى مستوى منذ أكثر من عام؛ حيث يعتبر أكتوبر أسوأ شهر للنفط في سنة 2008؛ حيث خسر حوالي 32% من قيمته في أكتوبر فقط، وواصلت أسعار النفط الخام انخفاضها لتصل في 5 ديسمبر إلى 40.50 دولار للبرميل في أقل انخفاض لها طوال أربعة سنوات. واستمرّ انخفاض الصادرات من التّفط الخام في الجزائر ليبلغ 505 ألف برميل يوميًا نهاية 2014.

## خلاصة

- يُمكن إيجاز ما جاء في الفصل الثالث، عن واقع الاقتصاد الجزائري والمحروقات في الجزائر في النقاط التالية:
- لقد مرّ الاقتصاد الجزائري منذ الاستقلال بثلاث مراحل رئيسية: مرحلة التنمية الاقتصادية في ظلّ الاقتصاد الموحّ "1962-1985"؛ مرحلة الأزمة الاقتصادية والتّوجّه نحو اقتصاد السوق "1986-2005" ومرحلة تطبيق سياسة الإنعاش الاقتصادي "2000-2014"؛
  - على الرّغم من أوجه القصور، لاسيّما المتعلّقة منها بسوق العمل والقدرة الشرائية، فإنّ الاقتصاد الجزائري عرف تحسّناً ملحوظاً في أدائه في ظلّ مرحلة الإصلاحات، وكانت آثاره واضحةً على الاقتصاد الكليّ والتّوازنات الماليّة، وخاصّة التّمو الاقتصادي؛ من خلال التّطوّر الإيجابي في السوق النّفطيّة وعائدات المحروقات الكبيرة في السّنوات الأخيرة، مما انعكس على تحسّن العديد من المؤشّرات؛
  - يُعتبر قطاع المحروقات القطاع الرئيس المؤثّر في الناتج المحليّ الإجمالي؛ مما يعني أنّ معدّل التّمو الاقتصادي في الجزائر يتحدّد أساساً بمستوى أداء قطاع المحروقات الذي يرتبط بدوره بمستويات الأسعار في الأسواق الدوليّة؛
  - تُهيمن صادرات المحروقات على الصّادرات السّليعيّة، مما يعني أنّ تطوّر الصّادرات في الجزائر مرتبطٌ أساساً بمستويات أسعار المحروقات في الأسواق الدوليّة؛
  - يتكوّن هيكل الواردات أساساً من السلع الموجهة للقطاع الإنتاجي، سواء كانت تجهيزات صناعيّة أو منتجات نصف مصنّعة، ممّا يعني أنّ القطاع الصّناعي في الجزائر غير مستقلّ عن الخارج؛ بالنظر لاعتماده الكبير على مُدخلات إنتاج أجنبيّة، بالإضافة إلى السلع الاستهلاكيّة "مواد غذائيّة أو منتجات صناعيّة استهلاكيّة". ما يعني عجز الجهاز الإنتاجي عن تغطية الطلب الكليّ الداخلي بنوعيه الاستهلاكي والإنتاجي، مما يؤدّي إلى ارتفاع مستمرّ في حجم الواردات لتغطية العجز؛
  - تعيّر التشريع الجزائري الخاص بقطاع المحروقات منذ الاستقلال عدّة مرّات، وفي كلّ مرّة كان القانون الجديد يأتي بإطار تنظيميّ وتعاقدّي يختلف تماماً عن الإطار السائد في المرحلة التي سبقته؛ ما جعل أداء القطاع ونتائجه تختلف بدورها في كلّ مرحلة؛
  - بفضل الإصلاحات في قطاع المحروقات، تكون الجزائر قد نجحت في جعل احتياطياتها تستقر في حدود 12,2 مليار برمّيل على مدى السّنوات الأخيرة، وهذا الحجم يكفي في ظلّ شروط الاستغلال الاقتصاديّة والتّقنيّة الحالية لتلبية حاجة الاستهلاك المحليّ والتزامات التّصدير؛
  - مع مطلع الألفيّة الجديدة انتعش قطاع المحروقات بصورة كبيرة، ودخل الإنتاج في فترة نموّ جديدة؛ حيث بلغ حوالي 1,1930 مليون برمّيل يوميّاً نهاية 2014. ويعكس هذا التّطور في الإنتاج الجهود المبذولة، خاصة في السّنوات الأخيرة؛ سواء في ميدان الاكتشاف أو في ميدان الاستغلال، من خلال تحسين معدّلات الاسترجاع والشّروع في استغلال الموارد في بعض الحقول النّفطيّة المكتشّفة حديثاً؛

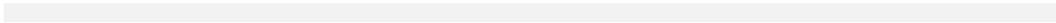
- تميّزت صادرات النفط الخام في الجزائر بنموّ مستمر، وتحسّن أدائها؛ حيث ارتفعت من 280,6 ألف برميل يوميًا سنة 1990 إلى 549,4 ألف برميل سنة 1998. وبلغت أقصى حدّ لها سنة 2007 لتصل إلى 1253,5 ألف برميل يوميًا، لتعود وتنخفض ابتداءً من سنة 2008 إلى 840,9 ألف برميل يوميًا، واستمرّ هذا الانخفاض لتبلغ 505 ألف برميل يوميًا نهاية 2014.

بعد التطرّق في الفصلين الأول والثاني إلى صناديق الثروة السيادية وسياسات ترشيد دور هذه الصناديق، وبعد أن تعرفنا في هذا الفصل على الخصائص الهيكلية للاقتصاد الجزائري وأداء قطاع المحروقات؛ الذي يُعتبر القطاع الفاعل والأساسي، سنحاول في الفصل الموالي تسليط الضوء على صندوق ضبط الموارد في الجزائر في محاولة لوضع نموذج للانتقال به إلى صندوق ثروة سيادية يرقى إلى مصاف صناديق الثروة السيادية العربية والعالمية؛ في إطار المبادئ والممارسات المتعارف عليها "مبادئ سنتياغو"؛ ومن خلال التطرّق إلى تجارب مجموعة من صناديق الثروة السيادية، هي الصندوق الترويجي، الصندوق القطري والصندوق الكويتي.



## الفصل الرَّابِع

دراسة حالة الانتقال من صندوق ضبط الموارد  
إلى صندوق سيادي في الجزائر



## تمهيد

يُعتبر صندوق ضبط الموارد بمثابة صندوق سيادي في الجزائر؛ والذي تم إنشاؤه سنة 2000 بفضل الفوائض المالية الناتجة عن ارتفاع أسعار المحروقات، ويهدف أساسًا إلى استحداث آلية لامتناس فائض الجباية البترولية، واستغلاله في الحفاظ على استقرار الموازنة العامة للدولة بالنظر للتقلبات المفاجئة التي تُتميز أسعار النفط على المدى المتوسط والبعيد؛ الأمر الذي يُمكنها من تنفيذ مختلف سياساتها الاقتصادية، ومن ثم التخفيف من حدة الصدمات التي يتعرض لها الاقتصاد الجزائري.

إنه ولتقييم أداء صندوق ضبط الموارد، لا بدّ من مقارنة التجربة بتجارب بعض صناديق الثروة السيادية الأخرى، وقد تمّ اختيار ثلاثة من أهم صناديق الثروة السيادية في العالم؛ بناءً على حجمها وأدائها واختلافها في مدى الامتثال لمبادئ سنّياعو؛ بهدف الاستفادة منها في اقتراح نموذج يتم من خلاله إصلاح صندوق ضبط الموارد؛ الذي يُعاني منذ الإنشاء من اختلالات على مستوى الهيكل والأهداف؛ أملًا في الانتقال به من مجرد صندوق لضبط الإيرادات وتمويل عجز الموازنة العامة للدولة إلى صندوق استثمار يرقى إلى مصاف صناديق الثروة السيادية العربية والعالمية. وسيتم عرض التجارب الثلاث لصندوق معاشات التقاعد الحكومي -العالمي- التروبيجي "GPIF" وجهاز قطر للاستثمار "QIA" والهيئة العامة للاستثمار "KIA" في مدى الامتثال لمبادئ سنّياعو، وعرض وتقييم صندوق ضبط الموارد واقتراح نموذج لإصلاحه؛ من خلال المباحث التالية:

- المبحث الأول: تجارب بعض صناديق الثروة السيادية في الامتثال لمبادئ سنّياعو؛
- المبحث الثاني: أداء صندوق ضبط الموارد في الجزائر؛
- المبحث الثالث: سياسات ترشيد دور صندوق ضبط الموارد في إطار مبادئ سنّياعو.

## المبحث الأول: تجارب بعض صناديق الثروة السيادية في الامتثال لمبادئ سنياغو

سيتم من خلال هذا المبحث تقييم مدى التزام ثلاثة من أهم صناديق الثروة السيادية في العالم والمتمثلة في صندوق معاشات التقاعد الحكومي -العالمي-الترويجي "GPF" ، جهاز قطر للاستثمار "QIA" والهيئة العامة للاستثمار "KIA" بالمبادئ والممارسات المتعارف عليها "مبادئ سنياغو"؛ بناءً على دراسة خاصة قام بها المنتدى الدولي لصناديق الثروة السيادية "IFSWF"، وذلك من خلال المطالب التالية:

- المطلب الأول: تجربة صندوق معاشات التقاعد الحكومي -العالمي-الترويجي؛
- المطلب الثاني: تجربة جهاز قطر للاستثمار؛
- المطلب الثالث: تجربة الهيئة العامة للاستثمار.

سيتم فيما يلي التطرق إلى نشأة وأهداف كل صندوق من الصناديق الثلاثة والهيكل التنظيمية لها؛ كل على حدة، ويتم في المطلب الأخير تقييم مدى التزام هذه الصناديق مجتمعة بمبادئ سنياغو.

## المطلب الأول: تجربة صندوق معاشات التقاعد الحكومي -العالمي- الترويجي

سيتم التطرق من خلال هذا المطلب إلى نشأة وتطور صندوق معاشات التقاعد الحكومي -العالمي- الترويجي، وأهدافه والإطار العام لسياسته الاستثمارية وهيكله التنظيمي.

## أولاً: نشأة وتطور الصندوق الترويجي

تنفيذاً للقانون المصادق عليه من قبل البرلمان الترويجي سنة 1990، قامت الحكومة بتأسيس صندوق ثروة سيادية سمي بـ: "صندوق النفط"؛ يتم تمويله عن طريق التحويلات الحكومية للفوائض المالية المحققة على مستوى الموازنة العامة للدولة؛ نتيجة ارتفاع أسعار النفط في الأسواق الدولية.

وقد شهدت سنة 1996 بداية النشاط الفعلي لصندوق النفط؛ بتلقيه لأول تحويل حكومي ناتج عن الفائض المسجل في الموازنة العامة للدولة لسنة 2005، مع العلم أن نشاط الصندوق قد اقتصر في بداية الأمر على الاستثمار في السندات الحكومية، ليتوسع فيما بعد إلى الاستثمار في الأسهم والعقارات، وفي سنة 2006 أدخلت على الصندوق تعديلات مهمة؛ حيث تغيرت تسميته إلى "صندوق المعاشات الحكومي العالمي "GPF" ، كما توسعت مهام وأهداف الصندوق لتشمل دعم نظام التقاعد الحكومي والحفاظ على استقراره، عن طريق توفير تغطية مستدامة لنفقات التقاعد؛ بسبب توقع ارتفاع نسبة الشيخوخة في المجتمع الترويجي؛ ومن ثم ارتفاع نفقات التقاعد إلى مستويات قياسية مستقبلاً. ويمكن عرض مراحل تطور صندوق معاشات التقاعد الترويجي من خلال الجدول الموالي:

<sup>1</sup> Norge Bank Investment Management, available in the website: <https://www.nbim.no/en/the-fund/about-the-fund/> (10/8/2015).

## جدول رقم (1-4): مراحل تطوّر صندوق المعاشات الحكومي-العالمي- الترويجي خلال الفترة "1990-2012"

الحدث	الفترة
البرلمان الترويجي يُصادق على قانون تأسيس صندوق التّقط الحكومي الذي يُموّل عن طريق مداخيل الثروة النّفطيّة المحوّلة من قبل الحكومة، والذي يهدف إلى تدعيم سياسة الحكومة الخاصّة بالتسيير لأجل المداخيل البتروليّة.	1990
تلقي الصندوق لأوّل تحويل حكومي، وبداية النشاط الفعلي للصندوق عن طريق استثمار أصوله خارجيًا في السندات الحكومية.	1996
تأسيس بنك الترويج لإدارة الاستثمارات "NBIM" وهي مؤسسة تابعة لبنك الترويج المركزي، مكلفة بإدارة أصول صندوق التّقط الحكومي نيابة عن وزارة المالية، مع توسيع النشاط الاستثماري للصندوق ليشمل الأسهم (40% أسهم، 60% سندات).	1998
تمّ إضافة خمس أسواق ناشئة للمؤشر المرجعي لأسهم الصندوق: "Funds Benchmark Equity Index"	2000
سجل الصندوق نموًا أسرع من المتوقع؛ بسبب التحويلات الحكومية القياسية نحو الصندوق، نتيجة ارتفاع أسعار التّقط في نفس الفترة.	2008-2000
تمّ إضافة سندات الشركات والسندات المؤمّنة للمؤشر المرجعي لسندات الصندوق "Funds Benchmark Fixed-Income Index"	2002
تمّ إقرار مبادئ أخلاقية إلزامية على استثمارات الصندوق.	2004
تمّ تغيير اسم الصندوق إلى صندوق المعاشات الحكومي العالمي "الإجمالي".	2006
رفع نسبة الأسهم في المحفظة الاستثمارية للصندوق إلى 60%.	2007
تحقيق استثمارات الصندوق لعائد قياسي يُقدّر بـ 25,6% من القيمة السوقية للمحفظة الاستثمارية للصندوق.	2009
وزارة المالية تُقرّر منح التفويض للصندوق من أجل استثمار 5% من أصوله في شكل عقارات، مع تخفيض نسبة استثمارات الصندوق في السندات.	2010
الصندوق يقوم بأوّل استثماراته في مجال العقارات.	2011
وزارة المالية تعلن عن خطط لخفض نسبة الحيازات الأوروبية تدريجيًا نحو 40% من الصندوق وزيادة الاستثمارات في الأسواق الناشئة إلى 10%.	2012

Source: Norges Bank Investment Management (NBIM) Historical overview, available in the website:

<http://www.nbim.no/en/the-fund/history>

"27-03-2016"

إنّ صندوق معاشات التقاعد الحكومي-العالمي-الترويجي ليس كيانًا قانونيًا مستقلًا. تمّ إنشاء إطاره القانوني بموجب قانون صندوق معاشات التقاعد الحكومي "قانون GPFA"، الذي يقدّم وصفًا للأساس والهيكل القانوني للصندوق. وقد منح البرلمان وزارة المالية مسؤولية إدارة الصندوق. يتمثل هدف إدارة الصندوق في تعظيم القوة الشرائية العالمية له، مع مستوى معتدل من المخاطر، وقد مرّ منذ إنشائه بعدة مراحل، ويُعتبر من أهم صناديق الثروة السيادية في العالم.

## ثانياً: أهداف الصندوق الترويجي

- تتمثل أهداف الصندوق فيما يلي<sup>1</sup>:
- تعزيز قدرة الحكومة على التسيير طويل الأجل لمداخيل الثروة النفطية؛
- تحقيق مبدأ التوزيع العادل للثروات بين الأجيال؛
- تحويل الثروة النفطية إلى ثروة مالية؛ من خلال استثمارها في الأسواق المالية العالمية، مع الأخذ بعين الاعتبار مبدأ العائد- المخاطرة؛
- الحفاظ على استقرار الموازنة العامة للدولة وحمايتها من أثر تقلبات المدخيل النفطية.
- ويتم استثمار أصول الصندوق في الأسواق الخارجية، وذلك لعدة اعتبارات أهمها<sup>2</sup>:
- الفصل بين صندوق النفط والموازنة العامة، لتجنب التداخل الذي قد يحصل بينهما من حيث الأهداف والوظائف؛
- تجنب التأثيرات السلبية للثروة النفطية على الاقتصاد الترويجي المتمثلة أساساً في ارتفاع سعر صرف العملة المحلية، وانخفاض تنافسية القطاعات الإنتاجية داخل وخارج الوطن وتوجه الموارد المالية نحو القطاع النفطي، وهي التأثيرات المعروفة بأثر المرض الهولندي؛
- تحقيق أكبر عائد ممكن، بالنظر لتنوع المحافظ المالية التي يمكن للصندوق الاستثمار فيها، وتجنب انخفاض قيمة أصول الصندوق في حالة الاحتفاظ بها في شكل سيولة نقدية؛
- إن الاستثمار في الأصول المالية يمكن الحكومة من الحصول على السيولة النقدية في أقل مدّة زمنية ممكنة؛ بالنظر لسرعة تحويل هذه الأصول إلى سيولة نقدية.

## ثالثاً: الإطار العام لسياسة الاستثمار

## 1. الهيكل التنظيمي للصندوق الترويجي

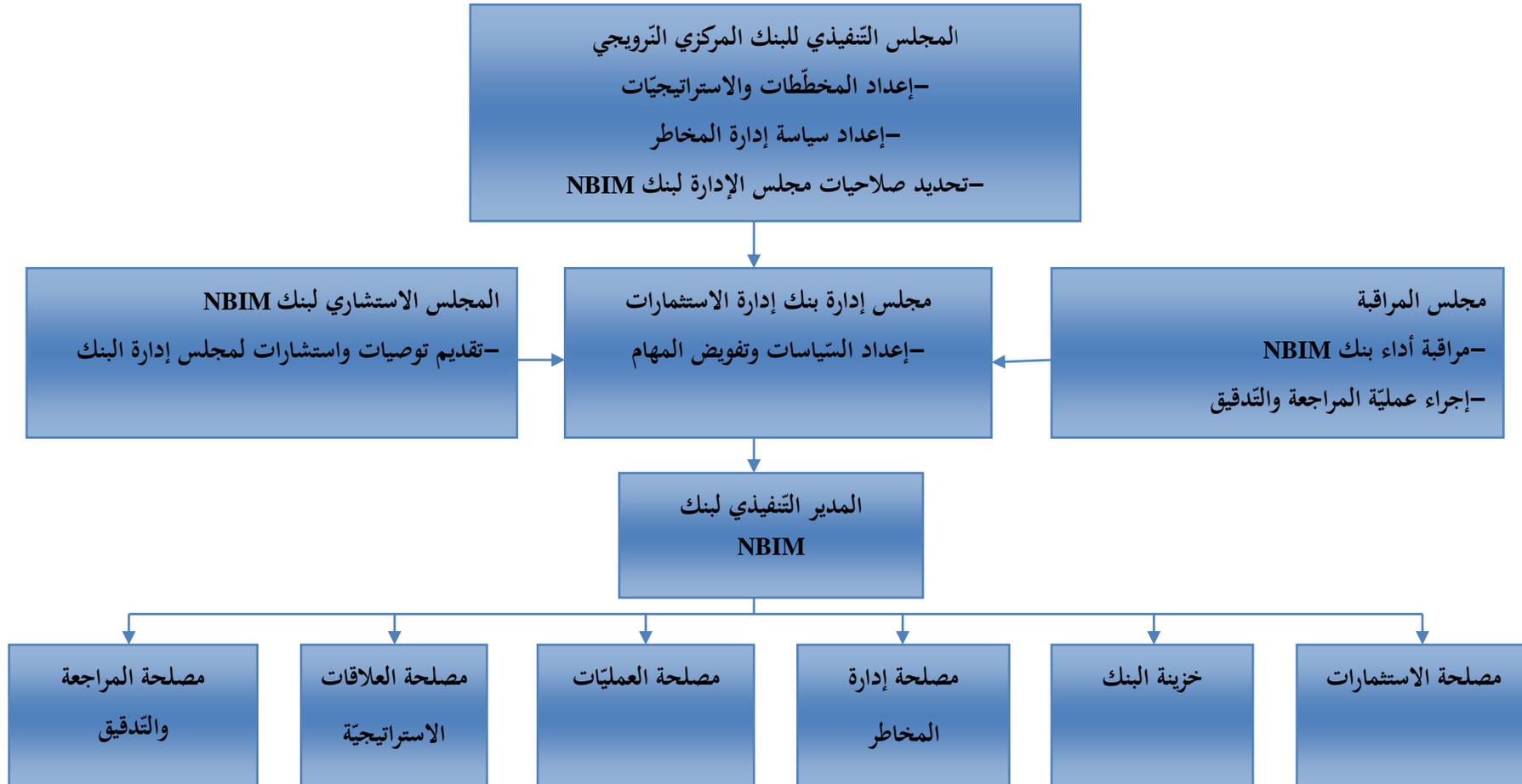
يُعتبر البنك المركزي الترويجي الهيئة المكلفة بإدارة صندوق الثروة السيادية "GPF" ، ولهذا الغرض قام البنك بتأسيس وحدة فرعية تابعة له، سُميت "بنك إدارة الاستثمارات الترويجية "NBIM"؛ مُكلف بالإدارة المباشرة لاستثمارات الصندوق.

يقوم البنك بتسيير وإدارة استثمارات الصندوق ويُصنّف من ضمن أهم وأكبر صناديق الثروة السيادية في العالم، ومن ثم فإن هيكله التنظيمي مُعدّ وفقاً لأحدث النماذج المعمول بها في العالم. والشكل الموالي يعرض الهيكل التنظيمي لبنك إدارة الاستثمارات الترويجية:

<sup>1</sup> Sigbjorn. Atle. Berg, *le Fonds du Pétrole du Gouvernement Norvégien*, Présentation au Collège de Contrôle et Surveillance des Ressources Pétrolières, Norges Bank Investment Management ,26 juin 2003, Norvège, p : 14.

<sup>2</sup> Ibid.

شكل رقم (1-4): الهيكل التنظيمي لبنك إدارة الاستثمارات الترويجي



Source: NBIM Annual Report, p:9

بناءً على ما سبق؛ واعتمادًا على الشكل يُمكن تقديم أقسام الهيكل التنظيمي للصندوق الترويجي وإبراز دور كل

قسم كما يلي:

- **المجلس التنفيذي:** يُعتبر المجلس التنفيذي الهيئة المسؤولة عن مختلف عمليات بنك الترويج المركزي. يتكوّن من سبعة أعضاء برئاسة محافظ البنك المركزي، كما يقوم المجلس بإعداد المخطّطات والاستراتيجيات الخاصة بأنشطة بنك الاستثمارات "NBIM"، بالإضافة إلى إعداد المبادئ المحدّدة لكيفية إدارة المخاطر على مستوى بنك إدارة الاستثمارات ويُحدّد مهام وصلاحيات مجلس إدارة البنك.
  - **المجلس الاستشاري:** تمّ تأسيسه من قبل المجلس التنفيذي سنة 2006. يتكوّن من أربعة خبراء دوليين، يقوم بتقديم استشارات لمجلس إدارة البنك لتحسين مستوى إدارة استثمارات البنك.
  - **مجلس المراقبة:** يتكوّن من خمسة عشر عضوًا يتمّ تعيينهم من قبل البرلمان، تتمثل مهمّته في مراقبة العمليات والأنشطة التي يقوم بها بنك "NBIM" ومدى مطابقتها للقوانين والأنظمة، المراجعة، التدقيق والمصادقة على القوائم المالية السنوية للبنك، بالإضافة إلى المصادقة على ميزانية البنك.
  - **المجموعة القيادية للبنك:** تتكوّن من مختلف الإطارات المكلفة بتنفيذ سياسات واستراتيجيات البنك، وتضمّ هذه المجموعة المدير التنفيذي للبنك بالإضافة إلى رؤساء مصالح استثمارات الخزانة، إدارة المخاطر، العمليات، العلاقات الاستراتيجية والمراجعة.
- تسمح القواعد المنظمة لاستثمارات بنك "NBIM" بإمكانية الاستعانة بمؤسسات وهيئات خارجية لإدارة الاستثمارات؛ حيث يمنح البنك تفويضًا لهذه الجهات بإدارة جزء من المحفظة الاستثمارية للصندوق بالنظر لخبرتها في هذا المجال ومن أجل تعظيم العوائد والتقليل من المخاطر المصاحبة لعملية الاستثمار، كما يتوافر بنك إدارة الاستثمارات على ثلاثة مكاتب فرعية في كل من نيويورك الأمريكية، لندن، وفي شنغهاي بالصين، كما يوظف البنك 249 إطارًا وتصل نسبة الموظفين الأجانب إلى 32% من إجمالي موظفي البنك<sup>1</sup>.
2. **استراتيجية الاستثمار في الصندوق:** تُعتبر وزارة المالية الهيئة المكلفة بإعداد استراتيجية استثمار أصول الصندوق التي يلتزم بنك الترويج بصفته مُسيّرًا للصندوق باحترامها؛ علمًا أنه يتم تعديل هذه الاستراتيجية وفقًا للظروف الاقتصادية السائدة، تعتمد هذه الاستراتيجية على المبادئ التالية<sup>2</sup>:
- اقتصار نشاط الصندوق على الاستثمار في الأسواق الخارجية ومنع الاستثمار في أصول الشركات الترويجية، وتحديد مكونات المحفظة الاستثمارية والأماكن الجغرافية لاستثمارات الصندوق؛
  - إعداد محفظة استثمار مرجعية للصندوق وإلزام البنك المركزي بضرورة التقيّد بها من أجل التقليل من المخاطر المصاحبة لاستثمارات الصندوق؛
  - إضفاء الطابع الأخلاقي على استثمارات الصندوق بالامتناع عن الاستثمار في الشركات والبلدان التي تنتهك مجموعة من المبادئ الأخلاقية المحدّدة من قبل الحكومة.

<sup>1</sup> Norges Bank Investment Management, Annual Report, op cit, P: 56.

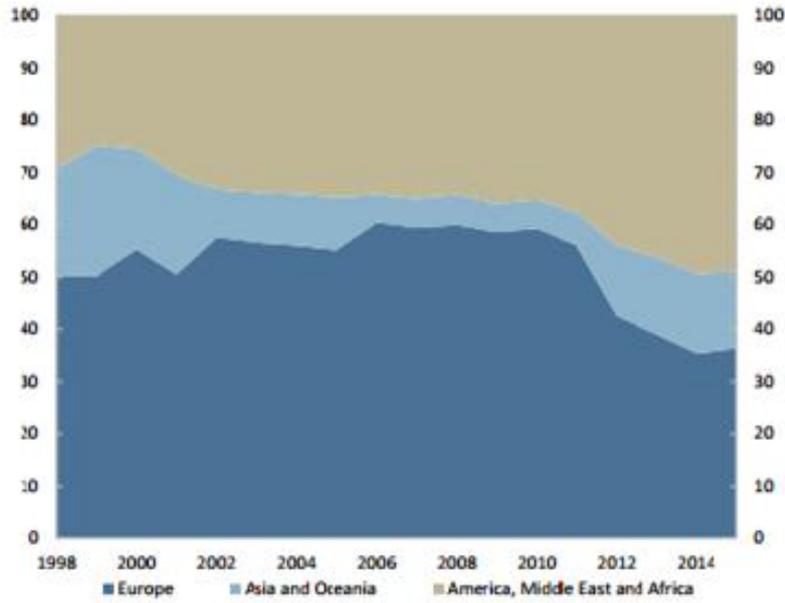
<sup>2</sup> Ibid.

## أ. مكونات المحفظة الاستثمارية

تتكوّن المحفظة الاستثمارية للصندوق الترويحي من<sup>1</sup>:

- الأسهم: وتمثّل 50-70% من المحفظة الاستثمارية؛
  - السندات "الدخل الثابت": وتمثّل 30-50% من المحفظة الاستثمارية.
- ب. التوزيع الجغرافي للمحفظة الاستثمارية: تتوزّع المحفظة الاستثمارية كما يلي:
- محفظة السندات "الدخل الثابت"

شكل رقم (4-2): نسبة السندات المستثمرة من قبل الصندوق حسب المنطقة



Source : NBIM, Performance and Risk Government Global Pension Fund Global, Report, 2015, p : 47.

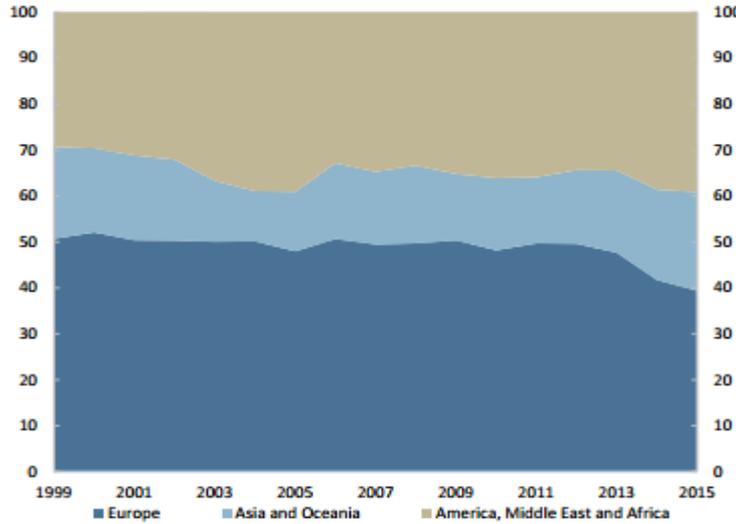
Available in the website : <https://www.nbim.no/contentassets/f4612d3831e84bb18469276bf5823ede/performance-and-risk-2015.pdf>

نلاحظ من خلال الشكل أنّ محفظة السندات للصندوق الترويحي تستثمر في المناطق التالية: أوروبا بنسبة 45-50%؛ آسيا والمحيط الهادئ 10-20%؛ أمريكا والشرق الأوسط وإفريقيا بنسبة 30-50%، مما يؤدي إلى تقليل المخاطر من خلال تنويع استثمارات المحفظة؛ بتوزيعها على مناطق مختلفة.

<sup>1</sup> NBIM, Performance and Risk Government Global Pension Fund Global, Report, 2015, p: 47.

## - محفظة الأسهم

شكل رقم (4-3): نسبة الأسهم المستثمرة من قبل الصندوق حسب المنطقة



Source : NBIM, Performance and Risk Government Global Pension Fund Global, Report, 2015, p : 47.

Available in the website :

<https://www.nbim.no/contentassets/f4612d3831e84bb18469276bf5823ede/performance-and-risk-2015.pdf>

نلاحظ من خلال الشكل أنّ محفظة الأسهم للصندوق الترويجي تستثمر في المناطق التالية: أوروبا بنسبة 40-50%؛ آسيا والمحيط الهادئ 20%؛ أمريكا والشرق الأوسط وإفريقيا بنسبة 30-40%، مما يؤدي إلى تقليل المخاطر من خلال تنويع استثمارات المحفظة؛ بتوزيعها على مناطق مختلفة.

ج. **محفظة الاستثمار المرجعية:** هي محفظة معيارية أو نموذجية يتم إعدادها مسبقاً من قبل وزارة المالية، تهدف إلى تحقيق محفظة استثمار مثلى، وهي المحفظة التي تُحقق أكبر عائد بأقل خطر ممكن، علماً أن بنك النرويج مُلزم بتكوين محفظة استثمار فعلية للصندوق مطابقة للمحفظة المرجعية المعتمدة من قبل وزارة المالية، مع السماح بهامش خطأ أو بانحراف معياري في حدود  $\pm 1,5\%$ ، إذ يجب ألا يتجاوز الفرق بين مكونات محفظة الاستثمار الفعلية والمحفظة المرجعية المجال المحدد سلفاً، وتتكون محفظة الاستثمار المرجعية من: محفظة مرجعية للسندات بنسبة 40%، ومحفظة مرجعية للأسهم بنسبة 60%.

3. **نظام إدارة المخاطر في البنك:** يُقسّم بنك إدارة الاستثمارات الترويجي المخاطر المصاحبة لاستثمارات الصندوق إلى أربعة أنواع هي مخاطر السوق، مخاطر الائتمان، المخاطر التشغيلية، ومن أجل مواجهة هذه المخاطر أنشأ البنك نظام لإدارة المخاطر مكون من أربعة أقسام مكلفة بمراقبة وقياس وإدارة مخاطر كل نوع. يتم التطرق إليها فيما يلي<sup>1</sup>:

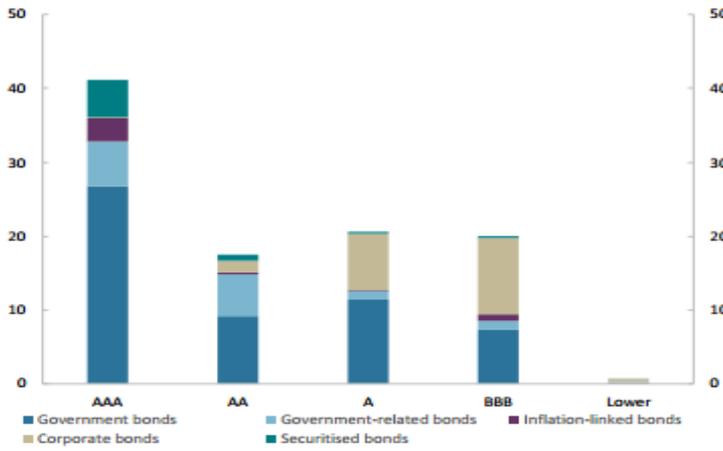
أ. **إدارة مخاطر السوق:** تظهر مخاطر السوق بسبب التقلبات التي تشمل أسعار الأوراق المالية ومعدلات الفائدة وأسعار الصرف، وهي مخاطر تؤدي إلى إلحاق خسائر كبيرة بالمحفظة الاستثمارية للصندوق نتيجة انخفاض قيمتها السوقية؛ علماً أن خسائر المحفظة ترتفع بارتفاع حدة المخاطر، يقيس البنك مخاطر السوق

<sup>1</sup> Norge Bank Investment Management : <https://www.nbim.no/en/the-fund/governance-model/executive-board-documents/principles-for-risk-management-in-norges-bank-investment-management/> (17/10/2016).

باستخدام معدلين يمثلان الحد الأقصى للخطر علما أن هذان المعدلان: "Relative market risk"، "Absolute Market Risk" يحسبان باستخدام مؤشر الانحراف الثابت وهو مؤشر إحصائي يبين درجة التغيير التي يمكن قبولها في عائد المحفظة الاستثمارية للصندوق.

ب. إدارة مخاطر القرض أو الائتمان: وهي مخاطر تنشأ نتيجة امتناع الجهة المدينة عن سداد الدين، مما يؤدي إلى تسجيل خسائر في محفظة سندات الصندوق، ولمواجهة هذا الخطر تبني بنك الترويج وتطبيقاً لتوجيهات وزارة المالية استراتيجية استثمار في السندات تهدف إلى التقليل قدر الإمكان من الاستثمار في السندات غير المصنفة والتركيز على السندات المصنفة من قبل أشهر وكالات التصنيف العالمية المختصة في تصنيف الأوراق المالية على غرار وكالة S&P، وكالة Fitch ووكالة Moody's؛ التي تصنف السندات حسب مستوى الملاءة المالية للجهة المصدرة لها. والشكل الموالي يعرض استثمارات محفظة السندات حسب التصنيف الائتماني:

شكل رقم (4-4): استثمارات محفظة السندات حسب التصنيف الائتماني



Source : NBIM, Performance and Risk Government Global Pension Fund Global, Repport, 2015, p : 71.

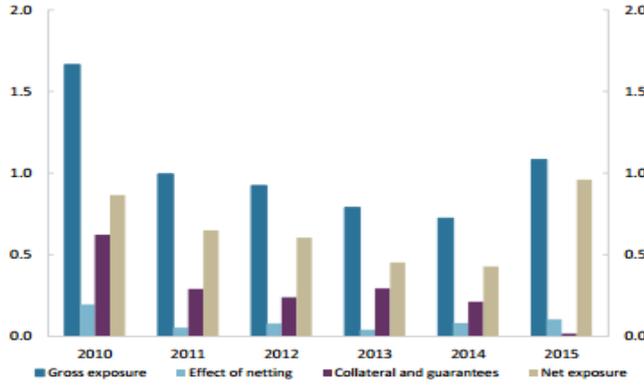
Available in the website :

<https://www.nbim.no/contentassets/f4612d3831e84bb18469276bf5823ede/performance-and-risk-2015.pdf>

في نهاية عام 2015، تم تصنيف 59% من محفظة السندات "الدخل الثابت" AAA أو AA، و41% حصلت على التصنيف A أو BBB. ارتفعت استثمارات الصندوق في السندات من الدرجات الأخرى (BB + أو أقل) في أعقاب الأزمة المالية لعام 2008؛ والتي بلغت في حينها 2.3% من إجمالي الاستثمارات في السندات، ولكنها انخفضت بعد ذلك إلى 0.7%.

ج. إدارة المخاطر المقابلة: تنشأ هذه المخاطر نتيجة عدم التزام الشركات بمتطلبات وواجبات الاتفاقيات التي تربطها بالصندوق، ولمواجهة هذه المخاطر وتنفيذاً لتوجيهات وزارة المالية يقوم بنك الترويج بدراسة مسبقة وشاملة حول الوضعية المالية للشركات والمؤسسات المرشحة للتعامل مع الصندوق، ويستعين بنك الترويج في هذه الحالة كذلك بوكالات التصنيف العالمية التي تقوم بالتصنيف الائتماني لجميع الشركات والمؤسسات الناشطة في أهم الأسواق المالية العالمية؛ حيث يتمتع البنك عن عقد أية اتفاقيات مع شركات ومؤسسات مصنفة تصنف أقل من درجة معينة؛ حسب المؤشرات العالمية. والشكل الموالي يعرض نسبة التعرض للخطر المقابل من القيمة السوقية للصندوق:

شكل رقم (4-5): نسبة التعرض للخطر المقابل من القيمة السوقية للصندوق



Source : NBIM, Performance and Risk Government Global Pension Fund Global, Report, 2015, p : 73.

Available in the website :

<https://www.nbim.no/contentassets/f4612d3831e84bb18469276bf5823ede/performance-and-risk-2015.pdf>

بالنظر إلى القيمة السوقية للصندوق، انخفض صافي التعرض لمخاطر الطرف المقابل من عام 2010 إلى عام 2014. لكنه عاد للارتفاع مرة أخرى خلال عام 2015. وقد تدهور التصنيف الائتماني للأطراف المقابلة منذ عام 2008؛ حيث شهدت المؤسسات المالية في العديد من البلدان خفض الدعم الحكومي في حالة التخلف عن السداد، وهو ما أدى أيضًا إلى تدهور جودة الائتمان.

د. إدارة المخاطر التشغيلية: هي مخاطر تنشأ بسبب وجود اختلالات في الهيئة المكلفة بالتسيير على غرار اتخاذ قرارات استثمار خاطئة، وجود ممارسات مشبوهة وغير قانونية، عدم كفاءة في تسيير الموظفين، نقص الإمكانيات المادية، وجود خلل في نظام المعلومات الخاص بالصندوق. إن المخاطر التشغيلية تتميز بكونها مخاطر داخلية يمكن مراقبتها ومعالجتها، وفي نفس السياق تضمن الإجراءات المتخذة من قبل الهيئات المحيطة بالصندوق سواء كانت البرلمان أو وزارة المالية أو بنك النرويج، والمتمثلة في التقليل قدر الإمكان من هذه المخاطر؛ حيث يخضع بنك النرويج لرقابة داخلية وخارجية دائمة وعمليات مراجعة وتدقيق دورية.

#### 4. تطوّر عوائد مكوّنات المحفظة الاستثمارية للصندوق الترويجي

يُمكن عرض تطوّر عوائد مكوّنات المحفظة الاستثمارية للصندوق الترويجي؛ من خلال الجدول الموالي:

جدول رقم (4-2): تطوّر العائد الحقيقي لمحفظة السندات والأسهم في الفترة "1999-2016"

الوحدة: % من القيمة السوقية للمحفظة

المحفظة	العائد/الفترة	2002-1999	2007-2003	2012-2008	2016-2013
محفظة السندات	العائد الحقيقي	6,26	4,00	5,87	3,72
	العائد المرجعي	6,09	3,97	5,44	3,96
	الفرق	0,17	0,03	0,43	-0,24
محفظة الأسهم	العائد الحقيقي	-4,85	16,28	-0,59	10,74
	العائد المرجعي	-5,63	15,37	-0,59	10,46
	الفرق	0,78	0,90	0,01	0,28

Source : Norges Bank Investment Management : <https://www.nbim.no/en/the-fund/return-on-the-fund/fixed-income-management>

## أ. محفظة السندات

نلاحظ من خلال الجدول بأن العائد الحقيقي أو الفعلي لمحفظة السندات الخاصة بالصندوق قد مرّ بأربع مراحل مختلفة:

- المرحلة الأولى "1999-2002": يلاحظ بأن العائد الحقيقي للفترة سجل معدلات موجبة؛ حيث تزامنت هذه الفترة مع تبني إدارة الصندوق لاستراتيجية استثمار تميل للاستثمار في السندات على حساب الأسهم "60% سندات، 40% أسهم".
- المرحلة الثانية "2003-2008": يمكن تسميتها بمرحلة الانهيار وفيها سجل العائد الحقيقي للمحفظة انخفاضاً، يمكن تفسيره بمجموعة من العوامل أبرزها الانخفاض التدريجي لأسعار الفائدة في الأسواق المالية العالمية بدءاً من سنة 2005 ووصولاً إلى الانهيار الكبير الذي شمل أسعار ومعدلات فائدة السندات خلال سنتي 2007 و2008 بسبب تداعيات الأزمة المالية العالمية على الأسواق المالية العالمية؛ مما أدى إلى تسجيل تراجع قياسي في العائد الحقيقي الذي سجل انخفاضاً عن العائد المتوقع في سنة 2008 بنسبة تقدر بـ: 6,60%. إن الانخفاض المسجل في عائد محفظة السندات شجع إدارة صندوق على تغيير استراتيجية استثمار المحفظة والتوجه نحو الاستثمار في الأسهم على حساب السندات "60% أسهم، 40% سندات".
- المرحلة الثالثة: "2009-2012": يمكن تسميتها بمرحلة الصّحوة وتعويض الخسائر؛ حيث سجل العائد الحقيقي للمحفظة معدل نمو قياسي، علماً أن الفرق بين العائد الحقيقي والمتوقع تعدى 7,36%. إن هذه النتائج تدل على انحسار حدة الأزمة المالية والعالمية وبداية تعافي الأسواق المالية العالمية.
- المرحلة الرابعة: "2013-2016": نلاحظ انخفاض العائد الحقيقي؛ رغم استمرار تسجيله لمعدلات موجبة؛ ولعل أزمة انخفاض أسعار النفط "2014"، هي أهم أسباب هذا الانخفاض.

## ب. محفظة الأسهم

نلاحظ من خلال الجدول بأن العائد الحقيقي أو الفعلي لمحفظة الأسهم الخاصة بالصندوق قد مرّ بأربع مراحل مختلفة:

- المرحلة الأولى "1999-2002": سجل فيها العائد الحقيقي معدلات نموّ سالبة؛ علماً أنه لا يوجد فرق كبير بين العائد الحقيقي والمتوقع في معظم سنوات الفترة. إن هذا الانخفاض في العائد يرجع بالدرجة الأولى إلى حداثة تجربة الاستثمار في الأسهم وقلة خبرة إدارة الصندوق في هذا المجال مقارنةً بالاستثمار في السندات.
- المرحلة الثانية "2003-2008": سجّل فيها العائد الحقيقي معدلات نموّ مرتفعة مقارنةً بالفترة السابقة، وهو ما يعني نجاح إدارة الصندوق في تحسين ورفع مستوى إدارتها لمحفظة الأسهم، إن هذه النتائج شجعت على تبني استراتيجية استثمار جديدة تعتمد بالأساس على الاستثمار في الأسهم بدلاً من الاستثمار في السندات.

- المرحلة الثالثة: "2009-2012": تمثل فترة أو مرحلة الأزمة المالية العالمية التي أثّرت سلّبا على الأسواق الماليّة العالمية؛ حيث نلاحظ تسجيل انخفاضٍ قياسي في عائد الأسهم بنسبة 40,70%؛ وهو انخفاض كبير يبين مستوى الخسارة التي لحقت بصندوق الثروة السيادي الترويجي نتيجة الأزمة المالية العالمية.
- المرحلة الرابعة: "2013-2016": وفيها حققت محفظة الأسهم أرباحًا قياسية؛ وهو ما يُبين نجاح إدارة الصندوق في التعويض النسبي للخسائر التي لحقت به في سنة 2008، ويؤكد بداية تعافي الأسواق المالية العالمية من الأزمة وتراجع حدتها.

5. تقييم تجربة صندوق الثروة السيادي الترويجي: يمكن اعتبار تجربة صندوق الثروة السيادي في الترويج من أنجح التجارب في هذا المجال، وذلك بشهادة المنظمات الاقتصادية العالمية ومختلف مراكز البحث المهمة بهذا الموضوع، إن سر هذا النجاح يكمن في توفر مجموعة من الشروط والعوامل الخارجية والداخلية التي يمكن ذكرها فيما يلي<sup>1</sup>:

أ. العوامل الخارجية: تتمثل في توفر بيئة اقتصادية وسياسية سليمة، إذ أن تنوع الاقتصاد الترويجي وقلة اعتماده على الربح البترولي؛ مقارنةً بمعظم البلدان النفطية يساهم في حماية الاقتصاد من خطر الصدمات الخارجية، كما أن ارتفاع مستويات الحوكمة السياسية والاقتصادية والخضوع للمساءلة والشفافية يوفر للصندوق المحيط الأمل لممارسة نشاطه الاستثماري.

ب. العوامل الداخلية: هي عوامل مرتبطة بالصندوق تتمثل في\*:

- وجود إطار قانوني متكامل يحدّد بكل وضوح أهداف الصندوق بالإضافة إلى تحديد مهام وصلاحيّات المؤسسات المكلفة بالإشراف والرقابة وتسيير استثمارات الصندوق؛
- خضوع المؤسسات المالكة والمسيرة للصندوق للمساءلة وللمراقبة المستمرة؛
- منع الاستغلال السياسي لأصول الصندوق وإلزام الحكومة بالحصول على الموافقة المسبقة من البرلمان قبل أي عملية استعمال لموارد الصندوق؛
- وجود استراتيجية استثمار واضحة المعالم والأهداف تتميز بالمرونة والقدرة على التكيف مع الأوضاع الاقتصادية السائدة، مما يؤدي إلى التقليل من المخاطر المصاحبة لاستثمارات الصندوق؛
- تتمتع المؤسسة المكلفة بإدارة استثمارات الصندوق بمستويات عالية من الكفاءة والاحترافية التي تمكنها من تسيير استثمارات الصندوق وفقًا للاستراتيجية المعدة سلفًا؛

<sup>1</sup> نبيل بوفليج، مرجع سابق، ص: 160.

\* انظر الملحق رقم (2)، ص: 269.

- توفر قدر عالٍ من الشفافية وإتاحة المجال للرأي العام ووسائل الإعلام والباحثين للاطلاع على القوانين والتوجيهات المرتبطة بالصندوق، بالإضافة إلى إمكانية معرفة وتقييم أدائه عن طريق نشر تقارير فصلية وسنوية حول النتائج المحققة.

### المطلب الثاني: تجربة جهاز قطر للاستثمار

سيتم التطرق من خلال هذا المطلب إلى نشأة وتطور جهاز قطر للاستثمار، وأهدافه والإطار العام لسياسته الاستثمارية وهيكله التنظيمي.

#### أولاً: نشأة وتطور جهاز قطر للاستثمار

بدأ جهاز قطر للاستثمار "QIA" عملياته في أوائل سنة 2006، بعد القرار الأميري الذي نصّ بوضوح على الإطار القانوني وهيكل الحوكمة للجهاز، في يونيو 2005. وقد تم تحديد الأطر القانونية وأطر الحوكمة بوضوح منذ البداية، من أجل دعم استراتيجية الاستثمار الأولية لجهاز قطر للاستثمار، والتي تركز على الأسهم المحلية والاستثمارات الإقليمية وتخصيص هام للمدراء الخارجيين على المستوى العالمي.

ويترجم التزام جهاز قطر للاستثمار بالشفافية والحوكمة؛ دعمه المبكر والكامل للمنتدى الدولي لصناديق الثروة السيادية "IFSWF"؛ حيث يُعتبر أحد الأعضاء المؤسسين لمجموعة العمل الدولية وكان من بين مجموعة من صناديق الثروة السيادية التي صاغت مسودة الدستور للمنتدى والتي ساهمت في إنشائه.

وقدّم جهاز قطر للاستثمار نفس الدعم المبكر لقضية مبادئ سنتياغو؛ حيث كان واحداً من عددٍ قليلٍ من الأعضاء الذين قاموا بصياغة الإصدارات الأولية والنهائية لمبادئ سنتياغو ومؤيِّداً سبباً لتنفيذها. في سنة 2008، اعتمد جهاز قطر للاستثمار السياسات الثمانية الرئيسة التي تُنظّم عمله، بالإضافة إلى صدور تعليماتٍ بضرورة امتثال موظفي الجهاز لهذه السياسات. التزم جهاز قطر للاستثمار منذ البداية بتقديم التقارير السنوية بانتظام للمجلس الأعلى للشؤون الاقتصادية والاستثمار<sup>1</sup>.

في سنة 2009، ونتيجة للأزمة المالية، أجرى مجلس جهاز قطر للاستثمار مراجعةً لمدة 6 أشهر، وقرّر السعي بنشاط لتنفيذ استراتيجية الاستثمار المباشر، بالتركيز على الأصول العاقمة والخاصة. وخلال هذه المرحلة تمّ إدخال عناصر إضافية لمبادئ سنتياغو، تمثّلت في<sup>2</sup>:

- آليات الامتثال المتعلقة بالاستثمارات المباشرة مع أطرافٍ ثالثة (أخرى)؛
- عمليات تدقيق (مراجعة الحسابات) أقوى؛
- تقارير إضافية.

<sup>1</sup> *Santiago Principles: 15 Case Studies*, How IFSWF Members implement the Santiago Principles, International Forum of Sovereign Wealth Funds (IFSWF), 2014, p: 114-123.

<sup>2</sup> *Ibid.*

ومنذ ذلك الحين، واصل جهاز قطر للاستثمار استراتيجية الاستثمار من خلال إضفاء الطابع الرسمي على تنفيذ استثماراته ومراقبة وظائفها. وفي سنة 2011، تم إنشاء قسم منفصل خاص بأسواق رأس المال لتنفيذ جميع صفقات الأسواق العمومية وتم إنشاء أقسام خاصة بالتدقيق الداخلي لتفعيل دور الرقابة، كما تم إنشاء دائرة مخاطر بالتوازي مع إنشاء جهاز قطر للاستثمار. والجدول الموالي يعرض المراحل التي مرّ بها جهاز قطر للاستثمار:

#### جدول رقم (3-4): تطوّر جهاز قطر للاستثمار في الفترة "2000-2014"

الحدث	الفترة
تعود جذور جهاز قطر للاستثمار إلى إنشاء المجلس الأعلى لاستثمار احتياطات الدولة؛ بهدف استثمار الفائض من الإيرادات القطرية.	2000
تم تأسيس جهاز قطر للاستثمار رسميًا، لتطوير واستثمار وإدارة أموال احتياطي الدولة وغيرها من الأصول المعيّنة من قبل المجلس الأعلى للشؤون الاقتصادية والاستثمار (SCEAI)، وفقًا للسياسات والخطط والبرامج المعتمدة من قبل المجلس الأعلى.	2005
بداية عمليات الاستثمار، وتمّ التنسيق بين المنظمة ومجموعات الاستثمار والمخاطر والتشغيل.	2006
الحدّ تدريجيًا من الاستثمار في صناديق الطرف الثالث وتفعيل الاستثمارات المباشرة.	2008
إنشاء مجموعات استثمار جديدة، تتضمن محفظة عامة، مؤسسات مالية، عقارات ومجلس قرارات للانتقال إلى عملية توزيع ديناميكية، مع التركيز على اختيار الأصول.	2009
إنشاء برامج تدريب لخريجي الدراسات العليا من المواطنين القطريين.	2010
تأسيس قسم (مصلحة، فرع) أسواق رأس المال.	2011
إنشاء المزيد من القطاعات ذات الخبرة، بما في ذلك السلع الأساسية والبنى التحتية، وتجارة التجزئة، والمستهلك.	2012
صاحب السمو الشيخ تميم بن حمد بن خليفة آل ثاني يُعيّن كأمر دولة قطر، وتغيّر الهيكل التنظيمي لجهاز قطر للاستثمار، وتعيين مجلس إدارة ورئيس تنفيذي جديدين.	2013
جهاز قطر للاستثمار يستضيف IFSWF السنوي السادس في الدوحة، معالي الشيخ عبد الله بن محمد آل ثاني يُعيّن كرئيس تنفيذي لجهاز قطر للاستثمار.	2014

Source : Qatar Investment Authority, available in the website :

<http://www.qia.qa/AboutUs/Pages/OurHistory.aspx> (18/03/2016)

أنشئ جهاز قطر للاستثمار بموجب القرار الأميري رقم (22) لسنة 2005 لدولة قطر "دستور جهاز قطر للاستثمار". ويُقدّم الجهاز تقاريره إلى المجلس الأعلى للشؤون الاقتصادية والاستثمار "SCEAI" وفقًا للقانون، وهو أعلى هيئة صانعة للقرار بشأن الطاقة والاستثمار والاقتصاد في قطر. ويقوم المجلس الأعلى للشؤون الاقتصادية والاستثمار SCEAI بالموافقة على استراتيجية الاستثمار ويقوم بتعيين الأموال والموافقة على الميزانية وكذلك لوائح معيّنة لجهاز قطر للاستثمار مثل لوائح المناقصات ولوائح الموارد البشرية.

## ثانياً: أهداف جهاز قطر للاستثمار واستراتيجياته الاستثمارية

## 1. أهداف الصندوق القطري

تتمثل أهداف جهاز قطر للاستثمار فيما يلي<sup>1</sup>:

- استثمار وإدارة وتنمية احتياطات قطر لخلق قيمة طويلة الأجل للدولة والأجيال القادمة؛
- دعم تطوير تنافسية الاقتصاد القطري، وتسهيل التنوع الاقتصادي وتطوير المواهب المحلية؛
- يهدف الصندوق القطري إلى أن يكون ضمن مؤسسات الاستثمار ذات المستوى العالمي، ويصبح الشريك المفضل للاختيار بالنسبة للمستثمرين والممولين وأصحاب المصلحة الآخرين.

## 2. الاستراتيجية الاستثمارية لجهاز قطر للاستثمار

لقد قام جهاز قطر للاستثمار منذ تأسيسه في عام 2005 بتطوير نهج للاستثمار، وتعديله باستمرار للتكيف مع ظروف السوق العالمية، ويمكن إنجاز الإطار العام لسياسة الاستثمار للجهاز فيما يلي<sup>2</sup>:

## أ. الاستراتيجية طويلة الأجل

تهدف المحفظة لخلق قيمة طويلة الأجل للأجيال القادمة؛ ومن ثم فإنها لا تخضع لمقاييس الأداء على المدى القصير التقليدية أو التكتيكية للمحفظة المثلى. وقد تمكّن جهاز قطر للاستثمار من خلال نهجه الاستثماري من تنفيذ الاستثمارات بطريقة ماهرة وفي الوقت المناسب، ومنح المرونة والديناميكية للاستفادة من الفرص والاتجاهات المتاحة في السوق.

## ب. الموازنة بين العائد والمخاطر

يستند النهج الذي يتبعه جهاز قطر للاستثمار على الإدارة الحكيمة للمخاطر، بهدف تحقيق معدل متميز ومستدام من العائدات؛ في ظل مستويات المخاطر التي حددها المجلس الأعلى للشؤون الاقتصادية والاستثمار (SCEAI) ومجلس جهاز قطر للاستثمار في الإدارة.

## ج. الأهداف المالية

يُدير جهاز قطر للاستثمار استثماراته من خلال الاستفادة من مزيج الخبرات الداخلية والخارجية. وهذا يشمل العمل مع مجموعة من المستشارين الموثوق بهم، من أفضل المؤسسات في العالم، والمشاركة في الاستثمار مع المؤسسات الأخرى، بما في ذلك صناديق الثروة السيادية الأخرى. بالإضافة إلى بناء شراكات قوية طويلة الأمد مع نخبة من أفضل المدراء، الذين يجلبون قدرات فريدة من نوعها وفرصاً للاستثمار المشترك.

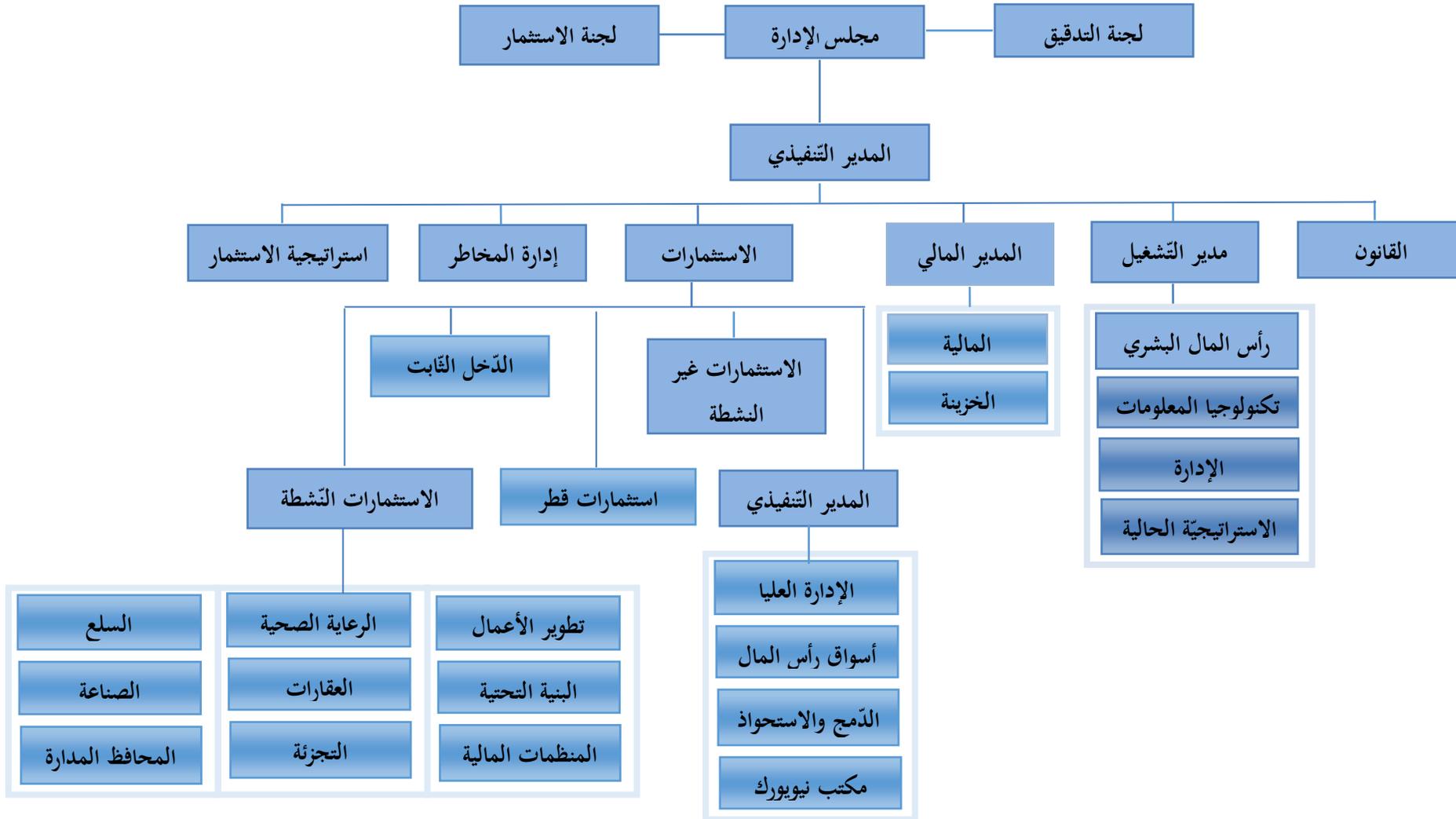
## 3. الهيكل التنظيمي: يشمل نهج جهاز قطر للاستثمار تطوير التخصص العميق داخلياً، والاستعانة بمصادر

خارجية عند الحاجة، كما أنشأ جهاز قطر للاستثمار الضوابط المناسبة داخل المنظمة لضمان سرعة وكفاءة عملية صنع القرار الذي لا يأتي إلا بالجودة؛ من خلال الإدارة السليمة للمخاطر. والشكل الموالي يعرض الهيكل التنظيمي لجهاز قطر للاستثمار.

<sup>1</sup> Qatar Investment Authority, available in the website : <http://www.qia.qa/AboutUs/Pages/Our-Mission.aspx> (18/03/2016)

<sup>2</sup> Qatar Investment Authority, available in the website : <http://www.qia.qa/Investments/Pages/Investment-Approach.aspx> (18/03/2016)

شكل رقم (4-6): الهيكل التنظيمي لجهاز قطر للاستثمار



Source : Qatar Investment Authority, available in the website: <http://www.qia.qa/AboutUs/Pages/Our-Organisational-Structure.aspx> (26/03/2016)

يتكوّن الهيكل التنظيمي لجهاز قطر للاستثمار من لجنّتين إحداهما للتدقيق والأخرى للاستثمار؛ بالإضافة إلى المدير التنفيذي الذي يُشرف على المدير المالي ومدير التشغيل وأقسام الاستثمار وإدارة المخاطر والقانون؛ ويقوم كل مدير وكل قسم بالإشراف بدوره على مجموعة من المدراء والأقسام الفرعية.

### المطلب الثالث: تجربة الهيئة العامة للاستثمار

سيتم التطرّق من خلال هذا المطلب إلى نشأة وتطور الهيئة العامة للاستثمار، وأهدافها والإطار العام لسياستها الاستثمارية وهيكلها التنظيمي.

#### أولاً: نشأة وتطور الهيئة العامة للاستثمار

تُعتبر الهيئة العامة للاستثمار أقدم صندوق للثروة السيادية في العالم. وتعود جذور الهيئة إلى مجلس الاستثمار الكويتي الذي أنشئ سنة 1953. وفي عام 1982 تم إنشاء الهيئة العامة للاستثمار بموجب القانون رقم 47 باعتبارها هيئة حكومية مستقلة مسؤولة عن إدارة الأصول المالية للدولة.

لا تسعى الهيئة العامة للاستثمار لشراء أغلبية الأسهم في الشركات التي تستثمر فيها بهدف تملك حصص مسيطرة، بل تقوم بتملك أسهم في كيانات استثمارية عقارية وفي شركات استثمارية قابضة تقوم بتأسيسها لأغراض القيام بعمليات محدّدة. وقد حافظت الهيئة عبر تاريخها على وضعيتها كمساهم ومالك لأسهم في شركات، تتّصف بالمسؤولية والاستقرار. وتلتزم الهيئة، تأكيداً لمبدأ مسؤولية المساهم، بتطبيق الحوكمة حسب أفضل التطبيقات العالمية وبمستويات عالية وفاعلة.

وتتمثل رسالة الهيئة العامة للاستثمار في تحقيق عائدٍ على الاستثمار طويل المدى للاحتياجات المالية التي كلفت دولة الكويت الهيئة باستثمارها، بغرض توفير مصدر إيرادٍ بديلٍ للإيرادات النفطية، مما يعزز من قدرة الأجيال الكويتية القادمة على مواجهة متغيرات المستقبل بقدرٍ عالٍ من الثقة.

وقد التزم مجلس الاستثمار الكويتي منذ إنشائه سنة 1953، ومن بعده الهيئة العامة للاستثمار، باتخاذ القرارات الاستثمارية وفقاً للاعتبارات التجارية وحدها بغض النظر عن العوامل السياسية أو ما قد تُملّيه المصالح السياسية الخارجية لدولة الكويت. وتتواصل الهيئة أتباع هذا النهج في المستقبل. كما تُشكّل الهيئة العامة للاستثمار قوةً إيجابية تُحقّق الاستقرار في الأسواق المالية؛ فهي تتحرك ضمن أفقٍ استثماريٍّ طويل الأجل لديه القدرة على تحمل المخاطر واستيعاب التقلّبات السوقية قصيرة المدى.

ومن جهةٍ أخرى فإن الهيئة العامة للاستثمار تعتمد كلياً في عملياتها الاستثمارية على مصادرها الذاتية، لأن قانون إنشائها يمنعها من الاقتراض من أيّ جهةٍ مالية<sup>1</sup>. والجدول الموالي يعرض المراحل التي مرّت بها الهيئة العامة للاستثمار:

<sup>1</sup> الهيئة العامة للاستثمار KIA، في الموقع الإلكتروني: <http://www.kia.gov.kw/ar/Pages/GoalsInvestMent.aspx> "2016/03/26".

## جدول رقم (4-4): تطوّر الهيئة العامة للاستثمار في الفترة "1953-2012"

الحدث	الفترة
تعود جذور الهيئة إلى مجلس الاستثمار الكويتي الذي أنشئ في عام 1953.	1953
فتح حساب خاص لتكوين احتياطي بديل للثروة النفطية يسمى "احتياطي الأجيال القادمة" مكون من 50% من رصيد الاحتياطي العام للدولة في سنة الأساس، ومُؤَلّ سنويًا عن طريق اقتطاع 10% من الإيرادات العامة للدولة ابتداءً من السنة المالية "1976-1977".	1976
إنشاء الهيئة العامة للاستثمار بموجب القانون رقم 47 باعتبارها هيئة حكومية مستقلة مسؤولة عن إدارة الأصول المالية للدولة.	1982
الهيئة العامة للاستثمار من المستثمرين الرئيسيين في الاكتتاب العام للبنك الصناعي والتجاري الصيني.	2004
تصنيف الهيئة العامة للاستثمار في المركز الأول عربيًا والسادس عشر عالميًا من حيث الشفافية، من قبل مؤسسة صناديق الثروة السيادية SWFI.	2008
إعلان الهيئة العامة للاستثمار قرار إنشاء محفظة عقارية برأس مال قدره 1 مليار دينار كويتي، للاستثمار في السوق العقاري المحلي باستثناء السكن الخاص.	2011
رفع النسبة المقتطعة من الإيرادات العامة لحساب صندوق الأجيال القادمة من 10% إلى 25% بدءًا من الميزانية السنوية "2012-2013".	2012

Source : Kuwait Investment Authority, available in the website:

<http://www.kia.gov.kw/ar/Pages/pressrelease13.aspx> "29/03/2016".

تُعتبر الهيئة العامة للاستثمار أقدم صندوق للثروة السيادية في العالم. وتعود جذور الهيئة إلى مجلس الاستثمار الكويتي الذي أنشئ سنة 1953. وقد مرّت بعدة مراحل منذ إنشائها، وهي تقوم بالإشراف حاليًا على صندوقين هما "احتياطي الأجيال القادمة" و"صندوق المستقبل".

## ثانيًا: أهداف الهيئة العامة للاستثمار واستراتيجياتها الاستثمارية

## 1. أهداف الهيئة العامة للاستثمار

- تهدف الهيئة العامة للاستثمار إلى تحقيق معدّل عائد على الاستثمار محسوب على أساس متوسط متحرّك خلال ثلاث سنوات، يتجاوز المعايير المركّبة المعتمدة لدى الهيئة؛
- تطمح الهيئة لأن تكون منظمة عالمية المستوى، لإدارة الاستثمارات ملتزمة بالتّحسين المستمر للمنهجية التي تُدير بها أعمالها؛
- إن الهيئة العامة للاستثمار ملتزمة بتطوير القطاع الخاص وإتاحة الفرص أمامه، ولذا لا تضع الهيئة نفسها في موضع المنافسة معه في أي مجال.

## 2. الاستراتيجية الاستثمارية للهيئة العامة للاستثمار

لدى الهيئة العامة للاستثمار أفق استثماري طويل المدى يتّسم بالقدرة على تحمّل المخاطر واستيعاب تقلبات الأسواق على المدى القصير، ومن ثمّ فإنه يشكّل قوة لتحقيق الاستقرار في الأسواق المالية. كما أنّ الهيئة لا تستثمر

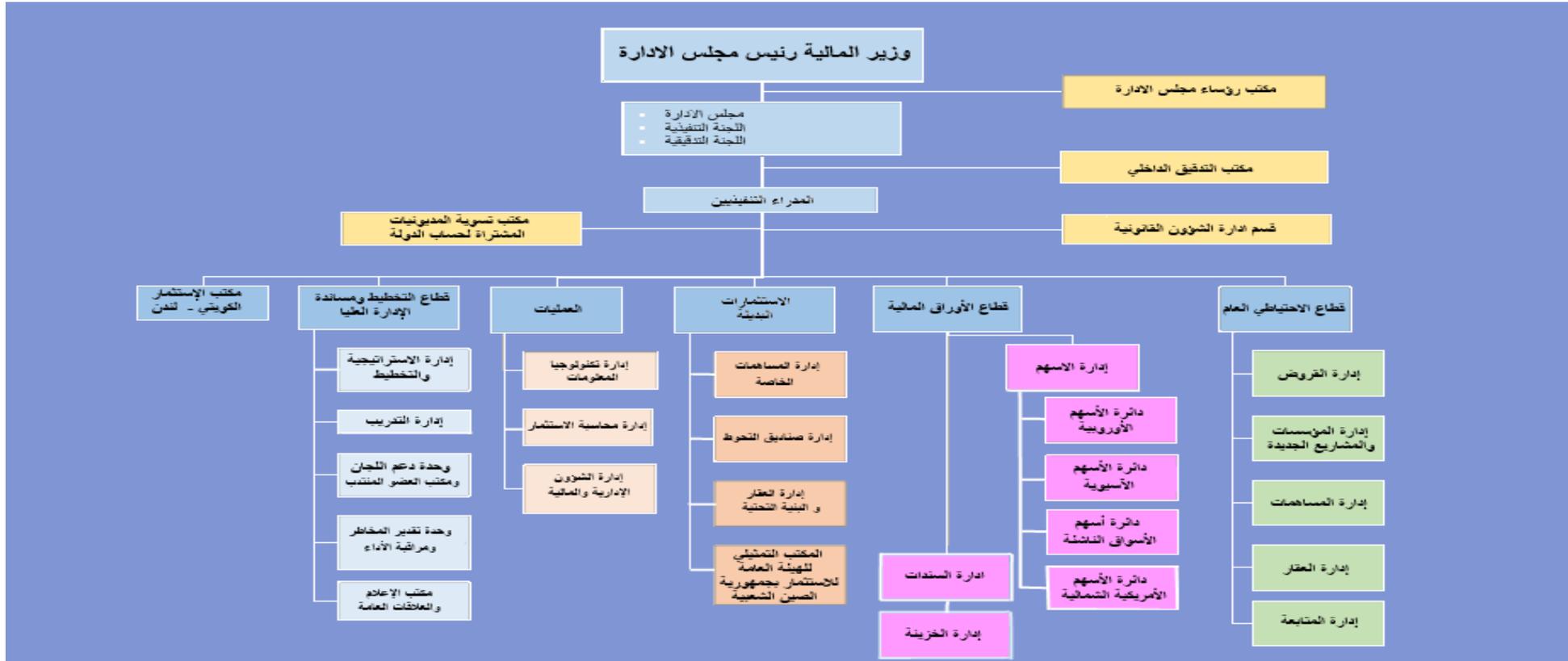
سوى في المشاريع التي تحدّدت بوضوح أهدافها الربحية، ولا تستثمر في قطاعات يُشكّل فيها القمار والأنشطة ذات الصّلة بالكحول المكوّن الرئيس للعمل التجاري.

### 3. الهيكل التنظيمي للهيئة العامة للاستثمار

ترى الهيئة العامة للاستثمار أن هيكلها، المحدّد بقوة القانون، يمثّل مستوى عالٍ من التميز؛ فالهيئة العامة للاستثمار هي هيئة عامة مستقلة يُديرها مجلس إدارتها. وقد قامت الهيئة العامة للاستثمار بمراجعةٍ شاملة لاستراتيجيتها من أجل مواءمة نفسها مع أفضل الممارسات في الصّناعة الاستثمارية في كل أوجه إدارة الأصول والاستثمار. وخلال المراجعة، وجد الاستشاريون القائمون عليها أن الهيئة العامة للاستثمار تتمتع بواحدٍ من أفضل الهياكل ضمن الصّناعة الاستثمارية في مجموعها. وفيما يلي عرضٌ للهيكل التنظيمي للهيئة. ويعرض الشكل رقم (4-7) الهيكل التنظيمي للهيئة العامة للاستثمار؛ والذي يتكوّن من الأقسام والإدارات التالي بيّانها:

- **مكتب التدقيق الداخلي:** التدقيق الداخلي هو نشاط موضوعي مستقل يشكل ضماناً لسلامة الأعمال ومجالاً لتقديم الاستشارات بهدف تحقيق قيمة مضافة وتحسين عمليات الهيئة. ويساعد مكتب التدقيق الداخلي الهيئة على تحقيق أهدافها من خلال أسلوبٍ منهجي منضبط لتقييم وتحسين فعالية إدارة المخاطر والرّقابة والحوكمة.
- **إدارة الشؤون القانونية:** يتمثّل الهدف الرئيس من إنشاء إدارة الشؤون القانونية في حماية الهيئة العامة للاستثمار ككيانٍ قانوني يعمل وفقاً للقانون المعمول به.
- **قطاع الاحتياطي العام:** يمثل قطاع الاحتياطي العام وديعة لجميع أرصدة فوائض ميزان مدفوعات دولة الكويت. وهو أيضاً مصدر مالي للدولة لتغطية أي عجز في ميزان المدفوعات. وتتكون محفظة قطاع الاحتياطي العام من استثمارات موزعة محلياً، وإقليمياً، وفي بلدان في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا. ويقوم القطاع بأنشطة متعددة في المجالات الاستثمارية، ويُدير أنشطته الاستثمارية من خلال إداراتٍ مختلفة كإدارة الاستثمار المباشر وإدارة العقار وإدارة المؤسسات والمشاريع الجديدة، وكذلك إدارات القروض والودائع، وإدارة المتابعة.
- **قطاع الأوراق المالية:** ويتكوّن من ثلاث إدارات:
  - **إدارة الأسهم:** مسؤولة عن التفويضات الخاصة بأسواق الأسهم القابلة للتداول لإدارة الأوراق المالية بصندوق الأجيال القادمة؛ حيث تتوزّع أصوله في جميع أنحاء العالم (عدا الشرق الأوسط وشمال أفريقيا). وتنقسم إدارة الأسهم إقليمياً إلى أربعة أقسام هي: دائرة الأسهم الأمريكية الشمالية، ودائرة الأسهم الأوروبية، ودائرة الأسهم الآسيوية، ودائرة الأسواق الناشئة.
  - **إدارة الدّخل الثّابت (السندات):** تأسّست سنة 2006، وهي تُدير جميع الأصول ذات الدّخل الثّابت في الهيئة العامة للاستثمار.
  - **إدارة الخزينة:** تقوم بتوظيف الفوائض المالية في أدواتٍ استثمارية معتمّدة من الهيئة.

شكل رقم (4-7): الهيكل التنظيمي للهيئة العامة للاستثمار "KIA"



المصدر: الهيئة العامة للاستثمار KIA، في الموقع الإلكتروني: <http://www.kia.gov.kw/ar/Pages/GoalsInvestMent.aspx> "2016/03/26"

- **الاستثمارات البديلة:** تُشرف هذه المجموعة على استثمارات مكتب الاستثمار الكويتي في الأصول البديلة التي تتضمن صناديق المساهمات الخاصة والبنية التحتية والعقارات في أوروبا.
- **إدارة المساهمات الخاصة:** تشمل مسؤولية إدارة الأسهم الخاصة الاستثمار في أسهم الملكية الخاصة على المستوى العالمي من خلال الصناديق المدارة خارجياً. وكانت الهيئة العامة للاستثمار قد بدأت الاستثمار في أسهم الملكية الخاصة في وقت مبكر من عام 1984 لتنويع محفظة الهيئة والسعي إلى تحقيق عوائد معدلة من منظور المخاطر تفوق تلك الممكن تحقيقها في أسواق الأسهم العامة.
  - **إدارة العقار والبنية التحتية:** مسؤولة عن الاستثمار في العقارات عالمياً؛ من خلال صناديق مدارة خارجياً في محفظة متنوعة بين العقارات الخاصة غير المدرجة في أسواق المال، واستثمارات في البنية التحتية ذات صلة بالعقارات. وتستهدف الإدارة، من منظور جغرافي، الاستثمار في الأمريكتين، وآسيا، وأوروبا، وأستراليا.
  - **إدارة صناديق التحوط:** تتمثل مسؤولية إدارة صناديق التحوط في الاستثمار في صناديق التحوط عالمياً وبشكل مباشر. وأهداف الإدارة تتمثل في تحديد مصادر Alpha الأكثر كفاءة مع الحفاظ على رأس المال، وانخفاض ارتباطها بمؤشرات فئات الأصول التقليدية مثل S&P 500 ومؤشر MSCI العالمي. وبالإضافة إلى ذلك، فإن الإدارة مسؤولة عن تحقيق عائدات تتفوق على مؤشرات صناديق التحوط على المدى الطويل، مع السماح بمستوى تقلبات منخفض وحجم من السيولة العالية. ولأن الهيئة العامة للاستثمار تدرك مدى صعوبة الاحتفاظ بالتفوق في الأداء في الأسواق بشكل مستمر، فقد تابعت الهيئة البحث عن مدراء يتميزون بكفاءة عالية، وفلسفة استثمارية سليمة، وسجل أعمال حافل وقوي، وأعمال سابقة في مؤسسات ناجحة، ومزايا تنافسية مستدامة. ويعتمد نجاح الهيئة في إدارة حساباتها من قبل هؤلاء المدراء على توفير حوافز مالية مرتبطة بأدائهم، ومكافآت مالية في حالة تحقيق عائد مالي أعلى من المتفق عليه، والبنود التي تسمح بالاستقطاع حسب الاقتضاء. وتتابع الإدارة تحقيق هذه الأهداف من خلال تنويع المحافظ والاستراتيجيات، والأساليب، والتواجد الجغرافي، والسماح بقدر قليل من التقلبات في محفظة صندوق التحوط، والاستثمار في صناديق ذات سجل إنجاز حافل مؤكد خلال السنوات الثلاث الماضية على الأقل، مع تخصيص 10% كحد أقصى لأي مدير صندوق مهم. وأخيراً عدم السماح لمدير المحفظة بالاقتراض على مستوى محفظة صندوق التحوط.
- **قطاع العمليّات:** يتكوّن من إدارة تكنولوجيا المعلومات، إدارة الشؤون الإداريّة وإدارة محاسبة الاستثمار؛ حيث تؤدي هذه الأخيرة جملةً من الأدوار الحيويّة والمتنوعة داخل الهيئة العامة للاستثمار بإنتاج البيانات السنوية والشهرية المالية الخاصة بصندوق الاحتياطي العام والأجيال القادمة، علاوةً على ضمان أن المحاسبة، وتدقيق الدفاتر، وإعداد تقارير إدارة المعلومات المتعلقة بإدارات الاستثمار في الهيئة وسائر الهيئات التنظيمية الحكومية الخارجية الأخرى تتم جميعها بشكل فوري ودقيق ومهني.

- **قطاع التخطيط ومساندة الإدارة العليا:** يقوم قطاع التخطيط ومساندة الإدارة العليا برصد الأداء الاستثماري واحتساب المخاطر لصندوقي الاحتياطي العام والأجيال القادمة، في الوقت الذي يقوم فيه بالكشف عن مخاطر كبيرة محتملة أو ظهور مصادر أداء غير اعتيادية. ويقوم قطاع التخطيط ومساندة الإدارة العليا أيضاً بتطوير خطط استراتيجية وخطط أعمال بعيدة المدى للهيئة العامة للاستثمار؛ بالتنسيق مع القطاعات الأخرى ومكتب العضو المنتدب. والقطاع مسؤول أيضاً عن الاستشراف الدقيق لحركة التدفقات النقدية لصندوقي الاحتياطي العام والأجيال القادمة؛ على أساس شهري بغرض توفير تحليلات مالية ضمن منظومة الاقتصاد العالمي أمام صانعي القرار في لجان الاستثمار في الصندوقين. والقطاع معني أيضاً بتنفيذ خطة اتصالات داخلية واستراتيجية خارجية للعلاقات العامة، كما يحرص القطاع على التأكد من توفير الاحتياجات التدريبية للهيئة.

- **إدارة الاستراتيجية والتخطيط:** تستهدف إدارة الاستراتيجية والتخطيط إضافة قيمة إلى الهيئة العامة للاستثمار؛ من خلال الاستقصاء والتحري ونشر المعلومات عن الاتجاهات الاقتصادية والاستثمارية، وعن فئات الأصول وسلوكيات الأسواق بغرض تمكين الهيئة العامة للاستثمار من تحقيق أهدافها الاستثمارية والنجاح في استراتيجية توزيع الأصول. وتشمل مسؤوليات إدارة الاستراتيجية والتخطيط وضع استراتيجية طويلة المدى للهيئة لمدة خمس سنوات، مع إمكانية المراجعة كل ثلاث سنوات، وتنسيق تطوير خطة عمل شاملة للهيئة العامة للاستثمار.

#### ● إدارة التدريب

- تقوم إدارة التدريب بشكلٍ دوري بإعداد استبيانات لتحديد الاحتياجات التدريبية لجميع موظفي الهيئة العامة للاستثمار على مدى السنوات الثلاث المقبلة. ووفقاً لنتائج هذه الدراسة، يتم تطوير خطة لتغطية الاحتياجات التدريبية.

- **مكتب تسوية المديونيات المشتراة لحساب الدولة:** وتمثل مسؤوليات المكتب في الإشراف على التسويات الوقائية المضادة لإجراءات الإفلاس. ويُشرف المكتب على سير الإجراءات الكفيلة بضمان تنفيذ شروط الصُح مع العميل المتعثر لتجنب الدَّحول في إجراءات الإفلاس. ويُشرف المكتب على إجراء الصُح القانوني والتسويات بما فيها ما يشمل التنازل عن الأصول. ويقوم المكتب بإجراء الصُح القانوني مع العميل المفلس بعد تحديث وتحديد الوضع المالي للعميل المعني استناداً إلى المادة 19 من القانون رقم 93/41.

تتمتع استثمارات الهيئة العامة للاستثمار بشفافيةٍ كاملة أمام الجهات المسؤولة في دولة الكويت، وهي المسؤولة بدورها عن حماية مصالح المستفيدين من استثمارات الهيئة وهم المواطنون الكويتيون. إن جميع المواطنين الكويتيين، 21 عاماً أو أكبر، ينتخبون بحرية ممثلهم في مجلس الأمة، وهؤلاء الممثلين يظلون دائماً على علم بانتظام، على الأقل سنوياً، بأداء الهيئة العامة للاستثمار.

## ثانياً: مدى امتثال الصناديق الثلاثة لمبادئ سنتياغو

تُعطى مبادئ سنتياغو المجالات الرئيسية التالية:

1. الإطار القانوني والأهداف والاتساق مع السياسات الاقتصادية الكلية؛
2. الإطار المؤسسي والحوكمة؛
3. إطار الاستثمار وإدارة المخاطر.

سيتم فيما يلي تحليل المبادئ الأربعة والعشرين؛ بهدف الوقوف على هذه المجالات الثلاثة، اعتماداً على الدراسة التي أجراها "IRRC Institute" في أكتوبر 2009 لعشرة صناديق ثروة سيادية، نختار منها الصناديق الثلاثة محل الدراسة: صندوق معاشات التقاعد الحكومي -العالمي-الترويجي "GPF" ، جهاز قطر للاستثمار "QIA" والهيئة العامة للاستثمار "KIA" ، كما يلي<sup>1</sup>:

## 1. الإطار القانوني والأهداف والاتساق مع السياسات الاقتصادية الكلية:

يشمل هذا الإطار المبادئ والممارسات المتعارف عليها "GAPP" من المبدأ 1 إلى غاية المبدأ 5، ونستعرض هذه المبادئ فيما يلي مع الاستعانة بالجدول رقم (4-5) في تحليل امتثال صناديق الثروة السيادية الثلاثة لهذه المبادئ. المبدأ 1: 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 مواصفات الأساس والهيكل القانونيين لصندوق الثروة السيادية، وكذلك العلاقة بين كل صندوق وغيره من كيانات الدولة.

إنّ وجود إطار قانوني سليم أمرٌ ضروريٌ لتقوية البنية المؤسسية والحوكمة بالنسبة لصناديق الثروة السيادية، بُعية صياغة وتنفيذ الأهداف والسياسات الاستثمارية، أمّا في غياب الإطار القانوني المناسب فإنّه من الصعب على صناديق الثروة السيادية الوصول لأهدافها وغاياتها المتعددة، كما أنّه يُؤدّي إلى فقدان الثقة بين صندوق الثروة السيادية والحكومة المحلية.

## المبدأ 2: يتحدّد بوضوح غرض إنشاء صندوق الثروة السيادية ويتم الإفصاح عنه علناً.

يُشار في مبادئ سنتياغو إلى غرض السياسة من الأهداف النهائية لكلّ صندوق ثروة سيادية، ومن الواضح أنّ لكلّ صندوقٍ أغراضاً سياسية تُميّزه عن غيره. ومن أمثلة ذلك: صناديق استقرار الاقتصاد من تقلبات السلع أو المحافظة على الأمن القومي لصالح الأجيال القادمة. إنّ غرض السياسة واضحة المعالم مهمٌ في توجيه السياسة الاستثمارية واستراتيجيات الصناديق؛ بهدف الوصول للحفاظ على حقّ الأجيال القادمة. ومن هذه الصناديق الصندوق الكويتي "KIA" والصندوق الترويجي "GPF" ، واللذان اعتمدا في آفاق استثمارهما على الميل لتعظيم العوائد على المدى الطويل من دون الإفراط في المخاطرة، وذلك لنفس المدى.

<sup>1</sup> أحمد نصير وسليمان زواري فرحات، دراسة تحليلية لمدى امتثال صناديق الثروة السيادية لمبادئ "سنتياغو"، المؤتمر الأول: السياسات الاستخدامية للموارد الطاقوية بين متطلبات التنمية القطرية وتأمين الاحتياجات الدولية، جامعة سطيف 1، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، 2015، ص: 6.

**المبدأ 3:** حيثما يكون لصندوق الثروة السيادية انعكاسات اقتصادية كلية ومحلية مباشرة كبيرة، يتم تنسيق هذه الأنشطة تنسيقاً كاملاً مع سلطات المالية العامة والسلطات النقدية المحلية، بغية ضمان الاتساق مع السياسات الاقتصادية الكلية الشاملة.

يهتم هذا المبدأ بالإشراف المباشر وإعادة النظر في سياسات الاستثمار الواسعة للحكومة، للتأكد من أن الإجراءات المتخذة من قبل صندوقها السيادي لا ينجر عنها أي انعكاسات غير مرغوب فيها كالتضخم مثلاً، وأن صندوقها له تنسيق مع الواقع الاقتصادي الوطني (الأزمات المالية، البطالة وغيرها).

**المبدأ 4:** 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 نيابةً عن الحكومة.

إنّ عمليات التمويل والسحب لرأس مال الصناديق لها أهمية بالغة فيما يخص استمرارية ونطاق استثماراتها، ومن ثمّ فإنّ لها تأثيرات على الأسواق؛ فإذا كان صندوق الثروة السيادية لا يفصح عن قواعد التمويل والسحب الخاصة به، فإنّ هذا يُثير القلق والشكوك حول آفاقه المستقبلية وتأثيره المحتمل في عدم استقرار الأسواق، أي من الممكن أن تُؤدّي الاستثمارات الكبيرة والمفاجئة لتضخم الأسواق، كما يُمكن لهذه الاستثمارات حال انسحابها أن تُحدث اضطراباً في الأسواق، خاصّةً إذا كانت تدفّقات رأس المال غير مُتناسبة مع حجم الأسواق المعنية.

**المبدأ 5:** 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.

إنّ التنسيق بين صناديق الثروة السيادية وحكوماتها أمرٌ بالغ الأهمية، بغية أخذ الآثار الاقتصادية التي قد تنجم عن معاملات صندوق الثروة السيادية بعين الاعتبار في قرارات الحكومة. تتوافر لدى مالكي صناديق الثروة السيادية الأعضاء في المنتدى الدولي لصناديق الثروة السيادية "IFSWF" قاعدة بيانات فصلية خلال السنة. في العادة تُمثّل الدول أو السلطة صاحبة السيادة بوزارة المالية أو الوزارات الممثلة للحكومة، ويتم نشر المعلومات على المواقع الإلكترونية لهذه الوزارات أو في الصحف، إلّا أنّه في الغالب يتمّ نشر البيانات المتعلقة بصندوق الثروة السيادية في تقريره السنوي، كما يُمكن الاطلاع على التقرير السنوي للبنك المركزي إذا كانت ملكية الصندوق ملكية مُشتركة للبنك المركزي والحكومة. والجدول الموالي يُوضّح مدى الامتثال للمبادئ الخاصة بالإطار القانوني، الأهداف والتنسيق مع سياسات الاقتصاد الكلي لكلّ من الصندوق النرويجي والقطري والكويتي<sup>1</sup>:

<sup>1</sup> أحمد نصير وسليمان زواري فرحات، مرجع سابق، ص: 8.

جدول رقم (4-5): الإطار القانوني، الأهداف والتنسيق مع سياسات الاقتصاد الكلي

GAPP5	GAPP4	GAPP2	GAPP1	SWF
الإبلاغ عن التقارير	التمويل والسحب	غرض السياسة	الكيان القانوني	
البرلمان الترويجي	يُفصح	أجيال	مدمج مع وزارة المالية	GPGF
حكومة دولة قطر	لا يُفصح	شركة لاستثمار الاحتياطي	وكالة حكومية	QIA
دولة الكويت	عملية السحب لا يُفصح عنها بوضوح	أجيال	وكالة حكومية	KIA

Source: Afshin Mehrpouya and others, Report: An Analysis of Proxy Voting and Engagement Policies and Practices of the Sovereign Wealth Funds, IRRIC Institute, October 2009, p 44.

يُتضح من خلال الجدول أنّ صناديق الثروة السيادية حدّدت غرض السياسة وتمّ الكشف عنه علناً، أي أنّ الصناديق الثلاثة متوافقة تماماً مع المبدأ 2.

2. الإطار المؤسسي وهيكل الحوكمة:

تجتمع في هذا الإطار المبادئ والممارسات المتعارف عليها "GAPP" من المبدأ 6 إلى غاية المبدأ 17، ونستعرض هذه المبادئ في الآتي:

**المبدأ 6:** يعمل صندوق الثروة السيادية في ظلّ إطارٍ سليم للحوكمة يُحدّد تقسيماً واضحاً وفعالاً للأدوار والمسؤوليات؛ بما يسهّل المساءلة والاستقلالية التشغيلية في إدارة الصندوق سعياً لتحقيق أهدافه.

يعرض ويبرز هذا المبدأ أهمية التمييز بين الأدوار والمسؤوليات الخاصة بصندوق الثروة السيادية للملكية والهيئات المتحكّم فيها والإدارات التشغيلية، والهدف من هذا التقسيم التوضيحي التأكيد من أنّ القرارات الاستثمارية لصندوق الثروة السيادية مبنية على معايير اقتصادية ومالية وخالية من نفوذ الحكومة.

لم يُصنّف هذا المبدأ في الدراسة نظراً لاتساع المبدأ الذي من الممكن أن يُخرج الدراسة من تقييمها الجيّد.

**المبدأ 7:** تُحدّد الجهة المالكة أهداف صندوق الثروة السيادية، وتتولّى تعيين أعضاء جهازه الحاكم طبقاً لإجراءات واضحة التحديد، وتمارس الإشراف على عملياته.

المطلوب من صندوق الثروة السيادية استقلالية عمله على أساس اقتصادي ومالي، ومطلوب كذلك الإشراف ورقابة المالك لضمان أنّ الصندوق يتماشى مع الأهداف المخطّط لها. يختلف دور المالك من صندوقٍ لآخر بناء على نوع الكيان القانوني، فعلى سبيل المثال "GPGF" وزارة المالية تُحدّد أهداف الاستثمار والاستراتيجيات، أي أنّ هناك تحكّماً مباشراً من قبل المالك.

بصفةٍ عامّة، صناديق الثروة السيادية مهمتها حماية الأصول السيادية من خلال الإشراف والرقابة الصارمة نسبياً للحكومات، لكن قد يكون الإشراف مبدئياً كما هو الحال بالنسبة لصندوق "GPGF"؛ حيث يتشكّل جهاز الحكم والإدارة العليا في الغالب من مسؤولين حكوميين. الصناديق الثلاثة تُلبّي مُتطلّبات هذا المبدأ.

**المبدأ 8:** يعمل الجهاز الحاكم بما يُحقّق مصالح صندوق الثروة السيادية ويُكلّف بمهمة واضحة المعالم ويُمنح السلطة والاختصاص الكافيين لأداء وظائفه.

جدول رقم (4-6): الإطار المؤسسي وهيكل الحوكمة

GAPP17	GAPP16	GAPP15	GAPP14	GAPP12	GAPP11	GAPP10	GAPP9	GAPP8	GAPP7	SWF
الإفصاح علناً	الإفصاح علناً	قانون صندوق التقاعد	الإفصاح التفصيلي	لجنة التدقيق وتدقيق البنك المركزي؛ مكتب المدقق العام	الإفصاح علناً		مستقل	وزارة المالية	إشراف	GPGF
لا وجود لإفصاح علني	الإفصاح علناً	القرار الأميري رقم (22) لعام 2005	غير معروف	ديوان المحاسبة	لا يُفصح	محدد وفُفصح عنه	مزيح المسؤولين الحكوميين والأسرة الحاكمة	مجلس الإدارة	إشراف	QIA
لا يُفصح	الإفصاح علناً	قانون رقم "47" لعام 1982	إفصاح موجز لمعايير الاختيار الرئيسية	ديوان المحاسبة	التقرير السنوي لمجلس الوزراء الكويتي	محدد وفُفصح عنه	مزيح المسؤولين الحكوميين وأعضاء القطاع الخاص	مجلس الإدارة	إشراف	KIA

Source : Afshin Mehrpouya and other, Report : An Analysis of Proxy Voting and Engagement Policies and Practices of the Sovereign Wealth Funds, IIRC Institute, October 2009, p: 48-49.

جدول رقم (4-7): الاستثمار وإدارة المخاطر

GAPP24	GAPP23	GAPP22	GAPP21	GAPP20	GAPP19	GAPP18	SWF
التنفيذ	قياس الأداء	إدارة المخاطر	حقوق الملكية	الوصول لمعلومات غير مشروعة	أهداف الاستثمار	سياسة الاستثمار	
لا وجود لعملية إعادة المراجعة	يستخدم مؤشر المعايير القياسية	إدارة مخاطر تفصيلية في NBIM	ممارس مع الإفصاح الكامل	لا يُفصح	متوافقة تماماً مع العائد	الإفصاح العلني والمُفصل	GPGF
لا وجود لعملية إعادة المراجعة	لا يُفصح	لا يُفصح	ممارس؛ لا يُفصح عن سياسة التصويت	لا يُفصح	متوافقة تماماً مع العائد	إفصاح علني-مدراء خارجيين لا يُفصح عنهم	QIA
لا وجود لعملية إعادة المراجعة	يستخدم مؤشر المعايير القياسية	وحدة المخاطر والأداء	ممارس؛ لا يُفصح عن سياسة التصويت	لا يُفصح	متوافقة تماماً مع العائد	الإفصاح علناً	KIA

Source : Afshin Mehrpouya and other, Report : An Analysis of Proxy Voting and Engagement Policies and Practices of the Sovereign Wealth Funds, IIRC Institute, October 2009, p: 48-49.

يَمْنَحُ الجهاز الحاكم تفويضًا بالإشراف على العمليّات والأداء العام للصندوق، بناءً على الأهداف والسياسات العريضة المحدّدة من قبل مالك الصندوق، ويُحدّد الجهاز الحاكم الاستراتيجية الاستثمارية والتوجّهات العمليّة "التشغيليّة". عادةً ما يأخذ الجهاز الحاكم شكل مجلس الإدارة؛ فمُعظَم الصناديق تأخذ شكل مجلس إدارة، عدا الصندوق الترويجي "GPFG"؛ الجهاز الحكومي له داخل وزارة المالية للدولة.

بالإضافة إلى تحديد المالك ومسؤوليّة الجهاز الحاكم للصندوق، يهدف المبدأ (9) إلى تعزيز استقلاليّة صندوق الثروة السياديّة عن المدير التنفيذي. وكما جاء في مبادئ سنتياغو أنّه على الإدارة التشغيليّة أن تعمل لمصلحة الصندوق، فتقييم الامتثال، يُنظر إليه فيما إذا كان المسؤولون الحكوميون مشاركين في إدارة صندوق الثروة السياديّة استنادًا إلى الإطار القانوني والحوكمة. تتم الإدارة التشغيليّة للصندوق الترويجي "GPFG" بشكلٍ مُستقلٍّ من قبل البنك المركزي الترويجي "NBIM".

البنك الترويجي "GPFG" يمثل امتثالاً كاملاً لهذا المبدأ، والمتعلّق باستقلاليّة الإدارة التشغيليّة "التنفيذيّة"، الصندوق القطري "QIA" والصندوق الكويتي "KIA" غير متوافقان.

**المبدأ 10:** يتحدّد بوضوح إطار المساءلة عن عمليات صندوق الثروة السياديّة بالنّص عليه في التشريع أو الميثاق المعني أو غير ذلك من الوثائق التأسيسية أو في اتفاقية الإدارة.

يضمن إطار المساءلة والمحدّد بوضوح من قبل المالك، أنّ الجهاز الحاكم والإدارة التنفيذية تفي بمسؤولياتها الموكلة لها وفي نفس الوقت تُسهّل تقييم ورصد حركة الصندوق.

يندرج ضمن توليفة الأطر القانونيّة لحوكمة صندوق الثروة السياديّة ومستوى المساءلة الذي يختلف بين الصناديق. ونلاحظ أنّ الصناديق الثلاثة قيد الدّراية تُفصح وتُحدّد بوضوح إطار المساءلة؛ أي أنّها مُمتثلة بالكامل لهذا المبدأ.

**المبدأ 11:** يتم إعداد تقرير سنوي مصحوبٍ بكشوفٍ مالية عن عمليات صندوق الثروة السياديّة وكيفية أدائه، وذلك في الوقت المقرّر وطبقاً للمعايير المحاسبية الدوليّة أو القومية المعمول بها ومع مراعاة متطلبات الاتّساق الدولي.

أظهر البحث أنّ الصندوق الترويجي "GPFG" يفصح عن تقاريره علناً بشكلٍ مفصّلٍ وواسع النّطاق؛ أي يشتمل التقرير على الأداء المالي، توزيع الأصول، التقسيم الجغرافي، المدراء الخارجيين للصندوق وتدقيق التقارير داخلياً وخارجياً، وعليه فإنّه من الصّحيح القول أنّ تقاريره السنويّة تتوافق مع معايير المحاسبة الدوليّة أو الوطنيّة.

الصندوق القطري "QIA" لا يتضمّن وجود تقارير سنويّة. الصندوق الكويتي "KIA" يُمكن تصنيفه ضمن الصناديق المتوافقة تماماً مع هذا المبدأ<sup>1</sup>.

المطلوب أن تكون التقارير علنيّة ومُتضمّنة المحتوى، لأنّه قد تتضمّن سرّيّة في المحتوى. وجود هذه التقارير والإفصاح عن محتواها العام لأصحاب المصلحة هو مؤشرٌ جيّد لسلامة إطار المساءلة وشفافيّة صندوق الثروة السياديّة.

<sup>1</sup> أحمد نصير وسليمان زواري فرحات، مرجع سابق، ص: 10.

**المبدأ 12:** تخضع عمليات صندوق الثروة السيادية وكشوفه المالية للتدقيق السنوي طبقاً للمعايير المحاسبية الدولية أو القومية المعمول بها.

يطلب هذا المبدأ من صناديق الثروة السيادية التّقيّد بإجراء عمليّات تدقيق الحسابات الداخليّة بصفةٍ مُستقلّة ومُنظمة، وتدقيق خارجي سنوي على أنشطتها الماليّة وأنظمة التشغيل والصّوابط المحاسبية. الصّناديق الثلاثة كشفت عن وجود إجراءات تدقيق خارجيّة مُستقلّة؛ ومن ثمّ كل الصّناديق متوافقة تمامًا مع هذا المبدأ.

**المبدأ 13:** تتحدّد بوضوح المعايير المهنية والأخلاقيّة الواجبة ويُحاط علمًا بها أعضاء الجهاز الحاكم لصندوق الثروة السيادية وإدارته وموظفيه.

المعايير المهنية والأخلاقيّة هي قواعدٌ داخليّة لسلوك الصّندوق، لكن هذا المبدأ واسع والمعلومات حول هذه المعايير غير مُتاحةٍ للأطراف الثلاثة: المالك والجهاز الحاكم وأيّ طرفٍ آخر له غرض من الصّندوق. وعليه لم يُقدّم أي تقييم للائتمان لهذا المبدأ في هذه الدراسة.

**المبدأ 14:** يركّز التّعامل مع أطرافٍ ثلاثة لغرض إدارة عمليات صندوق الثروة السيادية على أُسس اقتصادية ومالية، وتُراعى فيه قواعدٌ وإجراءات واضحة.

يُعطي هذا المبدأ توجيهاتٍ لصناديق الثروة السيادية عند التّعامل مع أطرافٍ ثلاثة كالمدرّاء الخارجيين للصّندوق والهيئات الاستشارية. مُعظم صناديق الثروة السيادية تستعين بمدرّاء خارجيين لإدارة جزءٍ من أصولها. بالنسبة للصّندوق التّرويجي "GPF" والصّندوق الكويتي "KIA" يتم فيها مناقشة معايير الاختيار الرئيسة لهؤلاء المدرّاء الماليين على موقعها الإلكتروني الرسمي، كما أنّ الصّندوق التّرويجي "GPF" يكشف عن قائمة مدرّاء الصّندوق الممنوح لهم التّفويض<sup>1</sup>. يُبيّن التّقييم أنّ الصّندوق التّرويجي فقط وضع قواعد وإجراءات واضحة للتّعامل مع أطرافٍ ثلاثة، فيما يخصّ اختيار ومراقبة مدرّاء الصّناديق، الصّندوق القطري فشل في القيام بذلك، أمّا الصّندوق الكويتي فيلبي متطلبات هذا المبدأ بشكلٍ جزئي.

**المبدأ 15:** تُدار عمليات صندوق الثروة السيادية وأنشطته في البلدان المضيفة طبقاً لمتطلبات التنظيم والإفصاح المرعية في البلدان التي يُزاول نشاطه فيها.

تُطبّق جميع صناديق الثروة السيادية القوانين واللوائح ذات الصلة بهذا المبدأ اعتمادًا على إطارها القانوني، حسب دراسة الحالة فإنّ صناديق الثروة السيادية الثلاثة تُجري عمليّاتها وأنشطتها طبقاً للوائح المعمول بها في البلدان المضيفة "المبتليّة"؛ أي أنّها تتمثل لهذا المبدأ. أمّا من حيث الامتثال للإفصاح، فإنّ صناديق الثروة السيادية تعمل وفق نصوصٍ تنظيميّة المعمول بها والمطبّقة. ففي حالة الكويت "KIA" مثلاً القانون رقم 47 لعام 1992 يمنع الإفصاح عن أي معلومات تتعلّق بالصّندوق "KIA" ويُعاقب على الإفصاح غير المصرّح به.

لم يتم إثبات أيّ دليل حول انتهاك صناديق الثروة السيادية الثلاثة لوثائقها التأسيسية، كما أنّه لا يوجد أي تقريرٍ من طرفٍ ثالث يُفيد انتهاك صناديق الثروة السيادية للقواعد واللوائح المعمول بها في البلدان المضيفة.

<sup>1</sup> أحمد نصير وسليمان زواري فرحات، مرجع سابق، ص: 11.

عمومًا القواعد التنظيمية والتأسيسية لصناديق الثروة السيادية تُبين أنّها مُستعدة لاتباع ومراعاة متطلبات الدول المضيفة.

**المبدأ 16:** يتم الإفصاح علنًا عن إطار الحوكمة وأهدافها وكذلك عن كيفية إدارة صندوق الثروة السيادية على أساس من الاستقلالية التشغيلية عن الجهة المالكة.

كما هو مُبيّن في المبادئ "6، 7، 8، 9، 10، 11" GAPP فإنّ إطار الحوكمة يضمن لصندوق الثروة السيادية الاستقلالية والإفصاح ويضمن الشفافية والفحص العام. ولتقييم مستوى امتثال الصندوق لهذا المبدأ يُنظر إلى عاملين هما الكشف عن إطار الحوكمة وأهدافها واستقلاليّتها عن الدولة. ووجد التقييم أنّ الصندوق الترويجي "GPIF" يمثل تمامًا للمبدأ 16 المتعلق بمتطلبات الإفصاح والاستقلالية، أمّا الصندوقان الآخران فيمثلان بشكل جزئي.

**المبدأ 17:** يتم الإفصاح علنًا 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.

يُساعد الإفصاح عن المعلومات المالية وبشكل كبير في طمأنة وتوضيح الطابع التجاري لاستثمارات صندوق الثروة السيادية في محفظة الشركات للبلدان المتلقية، وكذا المتعاملين الماليين على نطاقٍ أوسع. على الرغم من أنّ هناك إفصاحًا جيّدًا لإطار الحوكمة فإنّ صناديق الثروة السيادية فشلت في الامتثال لهذا المبدأ؛ وقد يرجع السبب في ذلك إلى أنّ الصناديق تتردّد في الإفصاح عن المعلومات التي تراها حساسة، مثل توزيع الأصول ومعدّل العائد المطلوب وتصنيفات المحفظة الاستثمارية. في بعض الحالات يُمكن اعتبار الإفصاح أسرارًا تجارية من قبل صناديق الثروة السيادية، ولا يُسمح بالوصول إليها إلا لمن يتوافر له الحقّ في ذلك. ينشر الصندوق الترويجي "GPIF" تقاريرًا فصلية وسنوية حول المعلومات المالية وكلّ المعلومات ذات الصلة<sup>1</sup>.

### 3. إطار الاستثمار وإدارة المخاطر:

نقوم بتحليل المبادئ من 18-24، بالاستعانة بالجدول رقم (4-7)؛ حيث نجد:

**المبدأ 18:** تتسم السياسة الاستثمارية لصندوق الثروة السيادية بالوضوح والاتساق مع أهدافه المحددة والمخاطر التي يتعرض لها ودرجة تحمله لها واستراتيجيته الاستثمارية حسبما حدّتها الجهة المالكة أو الحاكمة، كما تتركز على مبادئ سليمة لإدارة المحفظة.

**المبدأ الفرعي 1-18:** يسترشد صندوق الثروة السيادية بسياسته الاستثمارية في تقنين مدى انكشافه للمخاطر المالية وإمكانية استخدامه للرفع المالي.

**المبدأ الفرعي 2-18:** تُعالج السياسة الاستثمارية مدى إمكانية الاستعانة بمدراء داخليين و/ أو خارجيين للاستثمار وأنواع أنشطتهم وطبيعة السلطة المخوّلة لهم والعمليّة المتبعة في اختيارهم ومراقبة أدائهم.

**المبدأ الفرعي 3-18:** يتم الإفصاح علنًا عن توصيف لسياسة الاستثمار المعتمدة لدى صندوق الثروة السيادية.

<sup>1</sup> أحمد نصير وسليمان زواري فرحات، مرجع سابق، ص: 12.

إنّ وجود سياسة استثمار أمرٌ أساسي في توجيه النهج الاستثماري لصندوق الثروة السيادية، كما أنّ الإفصاح العلني الكامل للسياسة الاستثمارية غير مطلوب في المبدئين الفرعيين "1-18، 2-18"، ويستند تصنيف امثال صناديق هذه الدراسة على المبدأ الفرعي "3-18"، بالرغم من أنّ كلّ الصناديق تُقدّم وصفاً لسياستها ونهجها الاستثماري، وعليه فإنّ تحديد الحد الأدنى لوصف سياسة الاستثمار يشتمل على: الآفاق الزمنية للاستثمار، التركيز الجغرافي والقطاعي، نمط الاستثمار إيجابي أم سلبي واستخدام مدراء خارجيين.

الصندوق الترويجي "GPIFG" والصندوق الكويتي "KIA" أفصحا عن كلّ سياسات وجوانب الاستثمار المحددة سابقاً، الصندوق القطري "QIA" تمّ تصنيفه ضمن الامثال الجزئي لهذا المبدأ، لأنّه يُفصح لكن بوصفٍ غير دقيق عن سياسته الاستثمارية<sup>1</sup>.

ما يجب الإشارة إليه هو أنّ تقييم امثال الصناديق استند على المتطلبات العامة لهذا المبدأ، وأيضاً على المبدأ الفرعي "3-18" والذي يُقرّ بضرورة الإفصاح العلني لسياسة الاستثمار.

**المبدأ 19:** تهدف القرارات الاستثمارية التي يتخذها صندوق الثروة السيادية إلى تعظيم العائد المالي المعدّل حسب المخاطر بما يتوافق مع سياسته الاستثمارية واستناداً إلى أسس اقتصادية ومالية.

**المبدأ الفرعي 1-19:** إذا كانت قرارات الاستثمار تخضع لاعتباراتٍ أخرى بخلاف الاعتبارات الاقتصادية والمالية، يتمّ النص بوضوح على هذه الاعتبارات ضمن سياسة الاستثمار ويتم الإفصاح عنها علناً.

**المبدأ الفرعي 2-19:** تُدار إدارة أصول صناديق الثروة السيادية وفقاً للطريقة السليمة والمقبولة عمومًا في مجال إدارة الأصول.

إنّ ما تمّ التطرّق له من تحليل في قسم الاستثمار، الأهداف الاستثمارية لصندوق الثروة السيادية، يُمكن تصنيفها بالرجوع إلى صافي العائد المتحصّل عليه، وبالرجوع إلى الأهداف الاقتصادية الوطنية "استراتيجية" والأهداف السياسية الوطنية "سياسية". لحدّ الآن لا يوجد أي آثار لمعلومات تُشير إلى أنّ صناديق الثروة السيادية لها أجندات سياسية واضحة أو خفية.

وفي تصنيف الامثال للصناديق محلّ الدراسة، تمثل امثالاً كاملاً لهذا المبدأ، كما أنّه لم يُعثر على أي أدلة بشأن وجود دوافع سياسية واضحة أو خفية من استثماراتهم.

**المبدأ 20:** لا يجوز لصندوق الثروة السيادية السعي لمعرفة معلوماتٍ سرّية أو اكتساب نفوذ من خلال الحكومة بمفهومها الأوسع أو استغلال مثل هذه المعلومات أو النفوذ في التنافس مع الكيانات الخاصة.

هناك قلقٌ عام حول صناديق الثروة السيادية المملوكة للدولة، التي تمتلك إمكانية الوصول إلى جمع المعلومات والمصادر باستعمال نفوذها بغرض أن تستفيد من أنشطتها الاستثمارية، هذا يُعتبر غير عادل تجاه مستثمري القطاع الخاص؛ ومن ثمّ انعدام التنافسية. المبدأ 20 يُعزّز أهمية المساواة في تلقي المعلومات بين صناديق الثروة السيادية والشركات الخاصة في السوق. لم يتم العثور على أي دليل يُثبت أنّ الصناديق استغلت نفوذها الحكومية للحصول على معلومات.

<sup>1</sup> المصدر نفسه، ص: 14.

لم يكشف أحدٌ من الصناديق عن وجود حواجز قانونية أو مؤسسية تضمن الحد من الوصول إلى مثل هذه المعلومات أو المصادر؛ أي أنّ صناديق الثروة السيادية الثلاثة فشلت في معالجة هذه القضية، ومن ثمّ فهي غير متوافقة مع هذا المبدأ<sup>1</sup>.

**المبدأ 21:** ينظر صندوق الثروة السيادية إلى حقوق ملكية المساهمين باعتبارها عنصرًا أساسيًا في قيمة استثمارات أصوله، وإذا اختار أن يمارس حقوق ملكيته، فعليه القيام بذلك على نحو يتسق مع سياسته الاستثمارية ويحمي القيمة المالية لاستثماراته. ويُفصح صندوق الثروة السيادية بشكلٍ علني عن منهجه العام تجاه الأسهم المانحة لحقوق التصويت في الكيانات المدرجة في البورصة، بما في ذلك العوامل الأساسية المرشدة لممارسته حقوق الملكية.

يُشير هذا المبدأ إلى أنّ صناديق الثروة السيادية لها نفوذ قويّ في محافظ الشركات المستثمر فيها من خلال التمثيل والتصويت في مجلس الإدارة. المبدأ 21 يطلب من صناديق الثروة السيادية الإفصاح المسبق فيما يتعلق بكيفيات ممارسة حقهم في التصويت، ولكن هذا لا يُشترط فيه الإفصاح بأثر رجعيّ.

من حيث الإفصاح، الصندوق الترويجي "GPF" متقدّم على نظائره؛ فبنك الترويج لإدارة الاستثمارات "NBIM" هو المسؤول عن الإدارة التنفيذية ويُفصح علنًا عن الممارسات والتوجيهات، فضلًا عن الإفصاح عن القائمة الكاملة للشركات والقرارات التي صوت عليها الصندوق.

أمّا الصندوق الكويتي "KIA" ينصّ في موقعه الإلكتروني على ممارسة حقوق التصويت، ولكن هناك ممارسات غير متاحة علنًا. أمّا الصندوق القطري "QIA" ومن خلال حوارات مع الشركات المستثمر فيها فإنّهما يمارسان حقهما في التصويت، ولكن الإفصاح لا يكون علنيًا.

مما سبق فإنّ الصندوق الترويجي "GPF" هو الوحيد المتوافق تمامًا مع هذا المبدأ، أمّا الصندوقان الآخران لا يكشفان عن نهج ملكيتها وتسجيلات التصويت الخاص بهما.

**المبدأ 22:** يستند صندوق الثروة السيادية إلى إطار يُحدد عملياته ويُقدّرها ويُديرها.

**المبدأ الفرعي 1-22:** يتضمّن إطار إدارة المخاطر معلوماتٍ موثوقةً ونظمًا لإبلاغ البيانات في الوقت المقرّر، مما يُتيح مراقبة المخاطر ذات الصلة وإدارتها في ظلّ معالم ومستويات مقبولة وآليات للرقابة وحواجز ومدونات لقواعد السلوك وتخطيط لاستمرارية العمل ووظيفة تدقيقية مستقلة.

**المبدأ الفرعي 2-22:** يتم الإفصاح علنًا عن المنهج العام المعتمد لإطار إدارة المخاطر.

أطر إدارة المخاطر مهمة لصندوق الثروة السيادية لضمان كفاءة الإدارة المالية، الائتمان، السوق، التشغيل والمخاطر القانونية المتعلقة بسمعة أصوله. الصندوقان الترويجي "GPF" والكويتي "KIA" لديهما لجنة مخاطر أو وحدة مخاطر متخصصة على حسب كلّ صندوق، والتي تُقدّم تقريرها مباشرةً إلى مجلس الإدارة؛ من ثمّ هناك امثالٌ كامل لهذا المبدأ، الصندوق القطري "QIA" لم يُفصح عن أي معلومات متعلقة بإطار إدارة المخاطر الخاصة بها.

**المبدأ 23:** تُقاس أصول صندوق الثروة السيادية وأداؤه الاستثماري (سواء على أساسٍ مطلق أو مقارن بمعايير قياسية، إن وجدت) وتُرفع تقارير بشأنها لملكها طبقًا لمبادئ ومعايير واضحة التحديد.

<sup>1</sup> أحمد نصير وسليمان زواري فرحات، مرجع سابق، ص: 15.

إنّ قياس الأداء المنتظم ورفع التقارير إلى مالكي صناديق الثروة السيادية يُعتبر مصدرًا مهمًا لزيادة المساءلة، وتُعتبر الصناديق التي أفصحت عن عملية إعداد التقارير وتقييم الأداء متوافقة تمامًا مع هذا المبدأ؛ حيث أنّ الصناديق الترويجية والكويتية يُصنّفان ضمن الامتثال الكامل، والصندوق الترويجي "GPGF" على وجه الخصوص يُفصح عن معلومات بشكلٍ كبير ومفصّل والتي تتعلّق بعملية ومضمون الإفصاح المالي.

الصندوق القطري "QIA" فشل في توفير الإفصاح الكافي عن مكونات وهيكل الصندوق للمالكه. إنّ مضمون الإفصاح موجه فقط للمالكي الصناديق، غير أنّه من المفيد لهذه الصناديق الإفصاح عن بُنية ومكونات تقاريرها إلى مالكيها لضمان توفير الرقابة الكافية.

**المبدأ 24:** يُجري صندوق الثروة السيادية بشكلٍ مباشر أو من خلال طرف ينوب عنه عملية مراجعة منتظمة لتطبيق المبادئ والممارسات المتعارف عليها.

لم يُفصح أي صندوق عن معلومات مُتعلّقة بعملية المراجعة المنتظمة أو تدقيق معيّن للامتثال للمبادئ والممارسات المتعارف عليها "GAPP"، وعليه جميع صناديق الثروة السيادية غير متوافقة مع هذا المبدأ، ومع ذلك في أبريل 2009 أعلنت مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية عن إنشاء "المبتدى الدولي لصناديق الثروة السيادية (IFSWF)"، من أجل تبادل وجهات النظر حول القضايا ذات الاهتمام المشترك وتسهيل فهم مبادئ سنياغو<sup>1</sup>.

مما سبق نلاحظ أنّ هناك تباينًا في امتثال صناديق الثروة السيادية الثلاثة لـ "مبادئ سنياغو"، والجدول الموالي يوضّح النسب المختلفة حسب درجة امتثال كلّ صندوق، لا يوجد امتثال، امتثال جزئي وامتثال كامل:

جدول رقم (4-8): نسبة امتثال صناديق الثروة السيادية لـ "مبادئ سنياغو"

SWF	لا يمثل	امتثال جزئي	امتثال كلي
GPGF	10,5%	0%	89,6%
KIA	15,8%	31,6%	52,6%
QIA	57,9%	10,5%	31,6%

Source: Afshin Mehrpouya and others, Report : An Analysis of Proxy Voting and Engagement Policies and Practices of the Sovereign Wealth Funds, IRRIC Institute, October 2009, p: 59.

يُلخّص الجدول نسبة امتثال صناديق الثروة السيادية محل الدراسة لمبادئ سنياغو الأربعة والعشرون، وعليه نسبة الامتثال الكاملة هي التي تُعبّر عن مدى امتثال كل صندوق؛ حيث نجد الصندوق الترويجي "GPGF" له نسبة امتثال عالية تُقدّر بـ 89,6%، ثم يأتي الصندوق الكويتي "KIA" الذي تُعتبر نسبة امتثاله متوسطة والتي تُقدّر بـ 52,6%، الصندوق القطري "QIA" يُصنّف ضمن الصناديق التي تُعتبر نسبة امتثالها متدنية 31,6%.

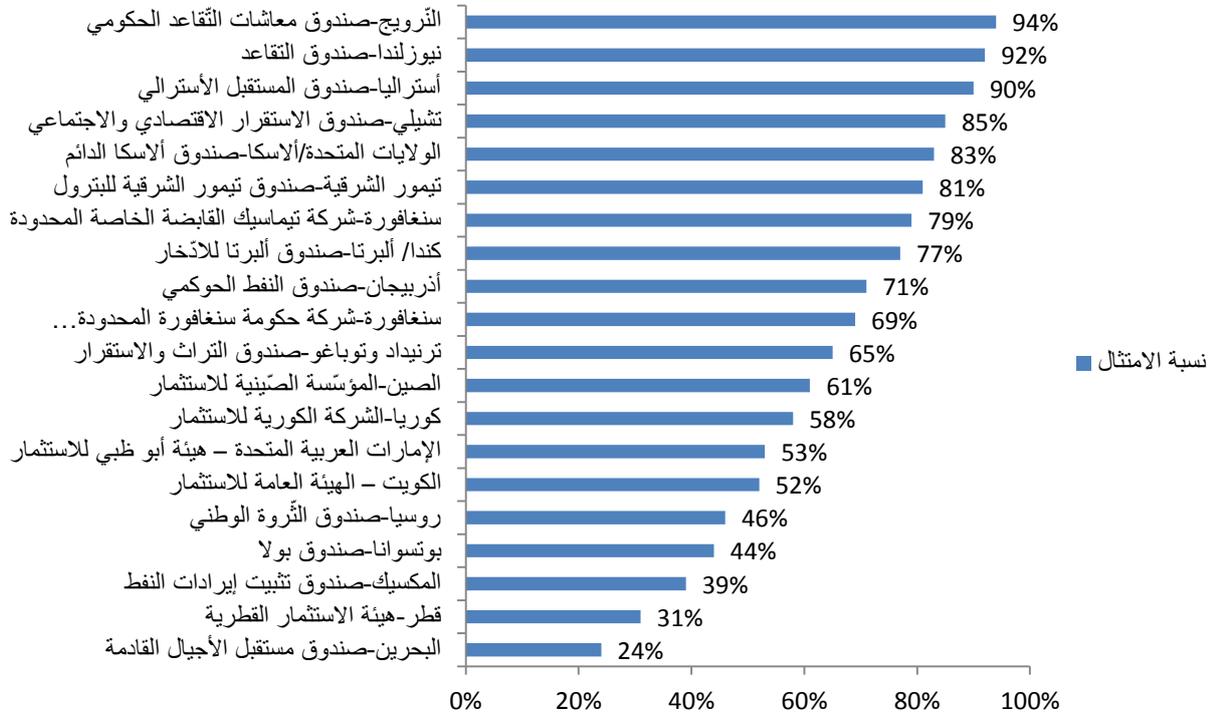
#### - التصنيف وفقًا لمؤشر الامتثال:

يُعتبر مؤشر سنياغو للامتثال "SCI" من بين مؤشرات قياس أداء حوكمة صناديق الثروة السيادية، ويستند المؤشر على تقييمات خاصة للصندوق، متمثلة في ترتيبات الحوكمة وسياسات الإفصاح المالي المتعلقة بجميع المبادئ الـ 24.

<sup>1</sup> أحمد نصير وسليمان زواري فرحات، مرجع سابق، ص: 16.

وقد تمّ التّطرق إليه في المبحث الثالث من الفصل الأول. والشّكل أدناه يوضّح مدى امتثال الصّناديق الثلاثة لمبادئ سنتياغو وفقاً لمؤشّر الامتثال:

شكل رقم (4-8): مؤشّر الامتثال لمبادئ سنتياغو لسنة 2013



Source: GEOECONOMICA, Sovereign Wealth Funds and their Commitment to the "Santiago Principles" - The Santiago Compliance Index 2011-, April 2011, p 2.

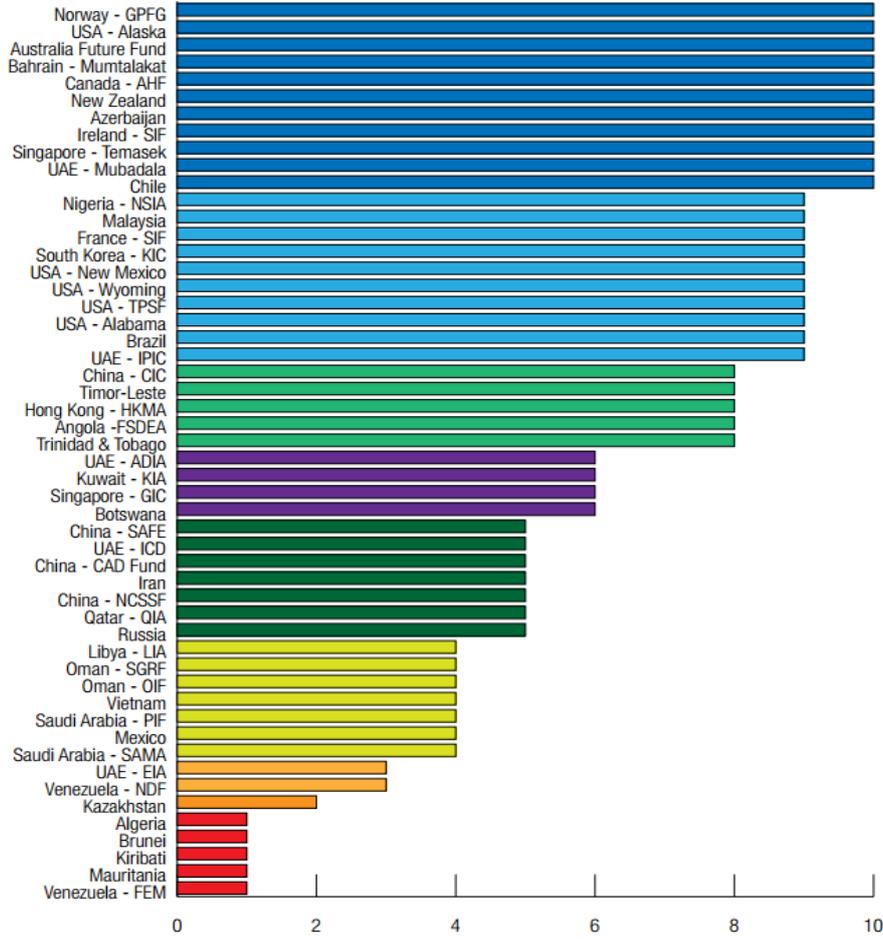
يبين الشّكل أن GPFG حقّق نسبة امتثال للمبادئ تقدّر بـ 100/94، وهو أعلى تصنيف في جميع صناديق الثروة السيادية. ووفقاً للتحليل أعلاه، نجد أن GPFG يلتزم بمبادئ سنتياغو بشكل كبير؛ حيث لديه أعلى تصنيف الشّفافيّة. ويقدم التقرير الفصلي ويعلن استراتيجيات الاستثمار، والغرض، والقيمة السوقية محفظة والعوائد بشكل مفصّل. مع إشراف المجلس على الأخلاقيات، الاستثمار من قبل GPFG يتوافق مع المعايير الأخلاقية والهدف من GPFG يتوافق مع الاعتبارات التجارية والاقتصادية. في حين نجد أن الهيئة العامة للاستثمار تمثل للمبادئ بشكل متوسط؛ حيث نسبة امتثال الصندوق الكويتي 52%. ويصنّف جهاز قطر للاستثمار ضمن الدّول التي تمثل بنسبة قليلة لمبادئ سنتياغو؛ حيث لم تتعدّ 31% سنة 2013.

- التصنيف حسب مؤشّر لينابيرغ-مادويل للشّافية للرّبع الأول من سنة 2016:

يستند مؤشّر لينابيرغ-مادويل للشّافية على عشرة مبادئ أساسية والتي تُبرز شفافية صناديق الثروة السيادية للجمهور؛ حيث يضيف كلّ مبدأ من المبادئ السابقة نقطة واحدة من الشّافية في تصنيف المؤشّر، وقد تمّ التّطرق

إليه في المبحث الثالث من الفصل الأول. والشكل أدناه يعرض ترتيب صناديق الثروة السيادية وفقاً لمؤشر لينابيرغ-مادويل للشفافية للربع الأول من سنة 2016.

شكل رقم (4-9): مؤشر لينابيرغ-مادويل للشفافية للربع الأول من سنة 2016



Source: Sovereign wealth funds institute, available in the website:

<http://www.swfinstitute.org/statistics-research/linaburg-maduell-transparency-index/> "16/04/2016".

تُلاحظ من خلال الشكل أنّ صندوق معاشات التقاعد الحكومي العالمي احتلّ المرتبة الأولى من حيث الشفافية؛ حيث بلغ معدّل 10 من 10 وفقاً لمؤشر لينابيرغ-مادويل للشفافية للربع الأول من سنة 2016، بينما احتلّ الصندوق الكويت مرتبة متوسطة نوعاً ما؛ حيث بلغ معدّل 6 من 10 وفقاً للمؤشر. أما الصندوق القطري فيعدّ أضعف الصناديق الثلاثة شفافية؛ حيث بلغ معدّل 5 من 10 وفقاً لمؤشر لينابيرغ-مادويل للشفافية.

## المبحث الثاني: أداء صندوق ضبط الموارد في الجزائر

لقد أدى الارتفاع الهام لأسعار المحروقات في الأسواق العالمية خلال سنة 2000 إلى تحقيق الجزائر لفوائض ماليةً مُعتبرة؛ حيث حقّق رصيد الموازنة العامة فائضاً قُدّر بـ: 400 مليار دينار جزائري نتيجة ارتفاع إيرادات الجباية البترولية إلى 1213,2 مليار دينار؛ وعلى غرار باقي الدول النّفطيّة، ومن أجل استغلال هذه الفوائض، قامت الحكومة بإنشاء "صندوق ضبط الموارد (الإيرادات) FRR"، الذي يهدف أساساً إلى امتصاص فائض الجباية البترولية الذي يفوق تقديرات قانون المالية الذي يتم إعداده سنوياً، واستغلاله في الحفاظ على استقرار الموازنة العامة للدولة بالنظر للتقلّبات المفاجئة التي تُميّز أسعار النّفط على المدى المتوسّط والبعيد. سيتم من خلال هذا المبحث التعريف بصندوق ضبط الموارد ودوافع إنشائه وأهم مميزاتة وإجراء تقييم لمدى فعاليته؛ من خلال المطالب التالية:

- المطلب الأوّل: ماهية صندوق ضبط الموارد وأهميته؛
- المطلب الثاني: دور صندوق ضبط الموارد في الاقتصاد الجزائري؛
- المطلب الثالث: تقييم فعالية صندوق ضبط الموارد.

## المطلب الأوّل: ماهية صندوق ضبط الموارد وأهميته

لقد تمّ تأسيس صندوق ضبط الموارد من خلال قانون المالية التكميلي الذي صدر في جوان 2000، والذي حدّد نوع الصندوق وأهدافه ومجال عمله؛ علماً أنّ الصندوق قد خضع لتعديلات مهمة خلال سنتي 2004<sup>1</sup> و2006<sup>2</sup>. وسيتم التطرّق فيما يلي إلى ماهية صندوق ضبط الموارد وأهميته.

## أولاً: ماهية صندوق ضبط الموارد

سيتم التطرّق فيما يلي إلى تعريف صندوق ضبط الموارد ومصادر تمويله<sup>3</sup>:

## 1. تعريف صندوق ضبط الموارد

يُعتبر قطاع المحروقات بالجزائر المحرك الرئيس للاقتصاد؛ حيث تُصنّف الجزائر كرايع مصدر للغاز عالمياً، وتمثل المحروقات 97% من الإيرادات الجزائرية، وتمثل 60% من إيرادات الميزانية، ويساهم بنسبة أكبر من الثلث من الناتج المحلي الإجمالي للبلد. ومن ثمّ تمّ إنشاء "صندوق ضبط الموارد"، من أجل التخفيف من آثار تقلبات سعر الغاز والبترول على الاقتصاد الجزائري.

<sup>1</sup> قانون رقم 23-22 المؤرخ في 04 ذي القعدة 1424 الموافق لـ: 28 ديسمبر 2003 المتضمن قانون المالية لسنة 2004.

<sup>2</sup> أمر رقم 06-04 المؤرخ في 19 جمادى الثانية عام 1427 الموافق لـ: 15 جويلية 2006 المتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2006.

<sup>3</sup> وفقاً للمادة 10 من قانون الميزانية التكميلي لسنة 2000، قانون رقم: 2000-02 المؤرخ في 24 ربيع الأول عام 1421 الموافق لـ: 27 جوان 2000 والمتعلق بقانون المالية التكميلي لسنة 2000.

وقد تم إنشاء "صندوق ضبط الموارد" بناء على القانون رقم 02-2000 المؤرخ في 24 ربيع الأول عام 1421هـ الموافق لـ 27 يونيو (جوان) 2000، المتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2000، والذي نص في مادته العاشرة على<sup>1</sup>: "يفتح في كتابات الخزينة حساب تخصيص خاص رقم 103-302 بعنوان 'صندوق ضبط الموارد'. ويُقيد في هذا الحساب:

#### أ. في باب الإيرادات:

- فوائض القيم الجبائية الناتجة من مستوى أعلى لأسعار المحروقات عن تلك المتوقعة ضمن قانون المالية؛
- كل الإيرادات الأخرى المتعلقة بسير الصندوق؛

#### ب. في باب النفقات:

- ضبط نفقات وتوازن الميزانية المحددة عن طريق قانون المالية السنوي؛
- تخفيض الدين العمومي.

بعد صدور هذا القانون، صدرت العديد من القوانين والمراسيم والتعليقات التي حدّدت وعدّلت طريقة تسيير وتنظيم الصندوق. وتعتبر تعديلات سنتي 2004 و2006 الأهم على الإطلاق فيما يخص عمل "صندوق ضبط الموارد"؛ حيث أضافت المادة 66 من قانون المالية لسنة 2004 "تسيقات بنك الجزائر الموجهة للتسيير النشط للمديونية الخارجية"؛ ليكون مصدرًا من مصادر تمويل الصندوق. والتعديل الآخر أتت به المادة 25 من قانون المالية التكميلي لسنة 2006؛ حيث عدل الهدف الرئيس ليصبح "تمويل عجز الخزينة دون أن يقل رصيد الصندوق عن 740 مليار دج"، بمعنى تمويل أي عجز يشمل الخزينة العمومية ومن ثمّ الموازنة العامة للدولة مهما كان سبب العجز.

#### إنّ صندوق ضبط الموارد في الجزائر هو<sup>2</sup>:

- صندوق ينتمي إلى الحسابات الخاصة للخزينة، وبالضبط لحسابات التخصيص الخاص المستقلة عن الموازنة العامة للدولة، أي أنّها لا تخضع لقواعد ومبادئ إعداد وتنفيذ الموازنة العامة، كما أنّها لا تخضع لرقابة السلطة التشريعية "البرلمان"؛
- يهدف إلى تمويل عجز الميزانية العامة للدولة الناتج عن انخفاض إيرادات الجباية البترولية لمستوى أقل من تقديرات قانون المالية، وتمويل عجز الخزينة دون أن يقل رصيد الصندوق عن 740 مليار دج، وتخفيض حجم المديونية العمومية؛
- إن وزارة المالية هي الهيئة المكلفة بتسيير الصندوق؛ حيث نصّ قانون المالية على أن وزير المالية هو الأمر بالصرف الرئيس للصندوق؛

<sup>1</sup> القانون رقم 02-2000 مؤرخ في 24 ربيع الأول 1421 الموافق 27 يونيو 2000 المتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2000، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 37، ص: 07.

<sup>2</sup> الأمر رقم 04-06 مؤرخ في 19 جمادى الثانية 1427 الموافق 15 يوليو 2006 المتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2006، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 47، ص: 08.

- يتركز عمل الصندوق داخل البلد؛ باعتبار أن الوظيفة الرئيسة له تتمثل في امتصاص فوائض الجباية البترولية واستعمالها لتمويل أي عجز قد يحدث مستقبلاً على مستوى الموازنة العامة للدولة نتيجة انهيار أسعار المحروقات، مع العلم أن مجال عمل الصندوق يمتد خارج البلد من خلال مساهمته بالتنسيق مع البنك المركزي في سداد وتخفيض المديونية الخارجية.

## 2. مصادر تمويل صندوق ضبط الموارد

تتمثل مصادر تمويل صندوق ضبط الموارد في فائض قيمة الجباية البترولية الناتج عن تجاوز هذه الأخيرة لتقديرات قانون المالية، بالإضافة إلى كل الإيرادات الأخرى المتعلقة بتسيير الصندوق وتسيقات بنك الجزائر الموجهة للتسيير النشط للمديونية الخارجية.

### ثانياً: أهمية صندوق ضبط الموارد

إن أهمية صندوق ضبط الموارد تتجلى في دوافع إنشائه، والتي يمكن تقسيمها إلى دوافع داخلية وأخرى خارجية.

#### 1. الدوافع الداخلية لإنشاء صندوق ضبط الموارد

يرتبط الاقتصاد الجزائري ارتباطاً كلياً بقطاع المحروقات؛ حيث يعتمد على صادراته بنسبة 95% في المتوسط، مما جعل الاقتصاد يعاني من اختلالات هيكلية خطيرة يظهر تأثيرها وفقاً لثلاثة مستويات<sup>1</sup>:

- تأثير قطاع المحروقات على معدل النمو الاقتصادي: يتأثر النمو الاقتصادي في الجزائر بشكل كبير بمعدل النمو الذي يسجله قطاع المحروقات؛ حيث يُشكل هذا الأخير نسبةً معتبرة من الناتج المحلي الإجمالي؛
- تأثير قطاع المحروقات على ميزان المدفوعات: تُشكل صادرات قطاع المحروقات المورد الرئيس للعملة الصعبة في الجزائر، وبما أنّ الميزان التجاري يُمثل أحد المكونات الرئيسة لميزان المدفوعات، فإنّ هذا الأخير مرتبط أساساً بمستويات أسعار المحروقات في الأسواق الدولية؛
- تأثير قطاع المحروقات على الموازنة العامة للدولة: تُعدّ الجباية البترولية المورد الرئيس للإيرادات العامة للدولة؛ حيث تمثل أكثر من 60%، مما يؤدي إلى تأثر الموازنة العامة للدولة بشكل مباشر بالتغيرات التي تُسجلها أسعار النفط على المستوى العالمي؛ وباعتبار أن تمويل السياسات الاقتصادية العامة للدولة يتم بواسطة موازنتها العامة، يمكن القول بأن أداء قطاع المحروقات يُعدّ المحدد الرئيس لاستقرار واستمرار تنفيذ مختلف السياسات الاقتصادية في الجزائر.

<sup>1</sup> فرحات عباس وسعود وسيلة، حوكمة الصناديق السيادية: دراسة لتجربة كل من النرويج والجزائر، مجلة الباحث الاقتصادي، ع 4، ديسمبر 2015، ص: 15.

إن ارتباط الاقتصاد الجزائري بأداء قطاع المحروقات يؤدي إلى تعرّضه لأزماتٍ وصدماتٍ خارجيةٍ دوريةٍ على غرار أزمة 1986، التي استمرت تداعياتها إلى غاية نهاية فترة التسعينات من القرن العشرين، وأزمة 2015، واللذان يرجع سببهما إلى تراجع أداء قطاع المحروقات بسبب انهيار أسعار النفط. ومن هذا المنطلق فإن مبررات إنشاء صندوق ضبط الموارد تكمن في رغبة الحكومة في استحداث آلية تعمل على ضبط الإيرادات العامة للدولة، وتهدف إلى الحفاظ على استقرار الموازنة العامة لها؛ الأمر الذي يُمكنها من تنفيذ مختلف سياساتها الاقتصادية، ومن ثمّ التخفيف من حدّة الصدمات التي يتعرّض لها الاقتصاد الجزائري.

## 2. الدوافع الخارجية لإنشاء صندوق ضبط الموارد

تتمثل الدوافع الخارجية لإنشاء صندوق ضبط الموارد في دافعين أساسيين<sup>1</sup>:

أ. تقلبات أسعار النفط في الأسواق العالمية: تتميز أسعار النفط بعدم استقرارها، بالنظر لتأثرها بمجموعة من العوامل الاقتصادية والسياسية، وهو ما يؤدي إلى تعرّض اقتصادات الدول النفطية من بينها الجزائر لصدماتٍ إيجابية أو سلبية؛ حسب مستويات الأسعار المسجلة في الأسواق العالمية. والجدول الموالي يعرض تطوّر بعض المؤشرات الاقتصادية المرتبطة بأسعار النفط في الجزائر خلال الفترة "1996-2000".

جدول رقم (4-9): تطوّر بعض المؤشرات الاقتصادية المرتبطة بأسعار النفط في الفترة "1996-2000"

السنوات	1996	1997	1998	1999	2000
متوسط سعر البرميل من البترول الجزائري "دولار للبرميل"	21,7	19,5	12,9	18	28,5
رصيد الميزان التجاري "مليار دولار"	4,13	5,69	1,51	3,36	12,31
رصيد الموازنة العامة "مليار دولار"	89,62	110,96	19,47-	60,48-	350,84

Source: IMF country report, Algeria: Statistical Appendix, N° 05/51, February 2005; p:7.

يبين الجدول مدى التقلبات الحادة التي تتميز أسعار النفط؛ حيث نلاحظ أنّ سعر البرميل من البترول الجزائري شهد انخفاضاً حاداً بين سنتي 1997 و1998 لينتقل من 19,5 دولار أمريكي إلى 12,9 دولار، وبنسبة 33,84%، في المقابل سجّل سعر البرميل ارتفاعاً بين سنتي 1998 و2000 لينتقل من 12,9 دولار إلى 28,5 دولار، ما يمثّل زيادة بنسبة 120,93%. إن هذه التذبذبات أدت إلى تعرّض الاقتصاد الجزائري إلى صدمتين<sup>2</sup>:

<sup>1</sup> فرحات عباس وسعود وسيلة، المرجع السابق.

<sup>2</sup> المصدر نفسه.

- **الصدمة الأولى سنة 1998:** وهي صدمة سلبية ويتضح هذا من خلال تسجيل رصيد الميزان التجاري لانخفاضٍ بنسبة 73,46% عن الرصيد المسجل خلال سنة 1997، كما أن رصيد الموازنة العامة سجل عجزاً بقيمة 101,2 مليار دينار جزائري؛

- **الصدمة الثانية سنة 2000:** وهي صدمة إيجابية؛ حيث ارتفع رصيد الميزان التجاري بنسبة 266,07% عن الرصيد المسجل سنة 1999، كما أن رصيد الموازنة العامة سجل فائضاً قياسياً بقيمة 400 مليار دينار جزائري. وأمام هذا الواقع وفي ظل عدم اليقين الذي يميّز أسعار النفط على المدى المتوسط والطويل، قرّرت الحكومة استحداث صندوقٍ خاص يُستعمل كأداةٍ لامتناع الفوائض المالية الناتجة عن الصدمات الإيجابية، والاحتفاظ بها في شكل احتياطاتٍ لمواجهة الصدمات السلبية التي يتعرّض لها الاقتصاد الجزائري والناتجة عن أيّ انهيار قد يمسّ أسعار النفط مستقبلاً.

ب. **رواج فكرة إنشاء صناديق الثروة السيادية بين معظم الدول النفطية:** تُعدّ تجربة الجزائر من خلال إنشائها لصندوق النفط "صندوق ضبط الموارد" التجربة الأحدث في هذا المجال إذا ما قورنت بتجارب بعض الدول النفطية؛ حيث نجد أن بعض الدول قد قامت بتأسيس صناديق ثروة سيادية خلال فترات الستينات والسبعينات من القرن العشرين. لقد سبقت دول عديدة الجزائر في إنشاء صناديق النفط على غرار: الكويت، الإمارات العربية المتحدة، النرويج، ماليزيا؛ ومن ثمّ يمكن القول أنّ تأسيس صندوق ضبط الموارد في الجزائر هو نتيجة حتمية لانتشار ورواج فكرة إنشاء مثل هذه الصناديق بين الدول النفطية، كما أن تعدّد تجارب هذه الدول يسمح للحكومة بالاستفادة من التجارب الرائدة في هذا المجال<sup>1</sup>.

إنّ تأسيس الدول لصناديق ثروة سيادية لا يعني بالضرورة وجود نموذجٍ موحدٍ لهذه الصناديق، إذ يُلاحظ وجود اختلافات بين تجارب الدول تشمل على وجه الخصوص أهداف وهيكل وآليات عمل وحتى التسميات الرسمية المعتمدة ومصادر تمويل هذه الصناديق.

### ثالثاً: تطوّر وضعية صندوق ضبط الموارد

منذ إنشائه سنة 2000؛ سجل صندوق ضبط الموارد تطوّراتٍ هامة في وضعيته، والتي يمكن إبرازها من خلال تحليل المعطيات التالية:

<sup>1</sup> نيل بوفليخ، فعالية صناديق الثروة السيادية كأداة لتسيير المداخل النفطية، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، ع 4، 2010، ص: 84-85.

## جدول رقم (4-10): تطوّر وضعية صندوق ضبط الموارد في الفترة "2014-2000"

الوحدة "مليار دج"

السنوات	صندوق ضبط الموارد	تخفيض المديونية	تسيقات لبنك الجزائر	تمويل عجز الموازنة	استخدامات الصندوق	الرصيد المتبقي في الصندوق
2000	453,237	221,100	0	0	221,100	232,137
2001	356,001	184,467	0	0	184,467	171,534
2002	198,038	170,060	0	0	170,060	27,978
2003	476,892	156,000	0	0	156,000	320,892
2004	944,391	222,703	0	0	222,703	721,688
2005	2090,524	247,838	0	0	247,838	1842,686
2006	3640,686	618,111	0	91,530	709,641	2931,045
2007	4669,893	314,455	607,956	531,952	1454,363	3215,530
2008	5503,690	465,437	0	758,180	1223,617	4280,073
2009	4680,747	0	0	364,282	364,282	4316,465
2010	5634,775	0	0	791,938	791,938	4842,837
2011	7143,157	0	0	1761,455	1761,455	5381,703
2012	7917,012	0	0	2283,260	2283,260	5633,752
2013	7695,983	0	0	2132,471	2132,471	5563,512
2014	7374,137	0	0	2965,672	2965,672	4408,465

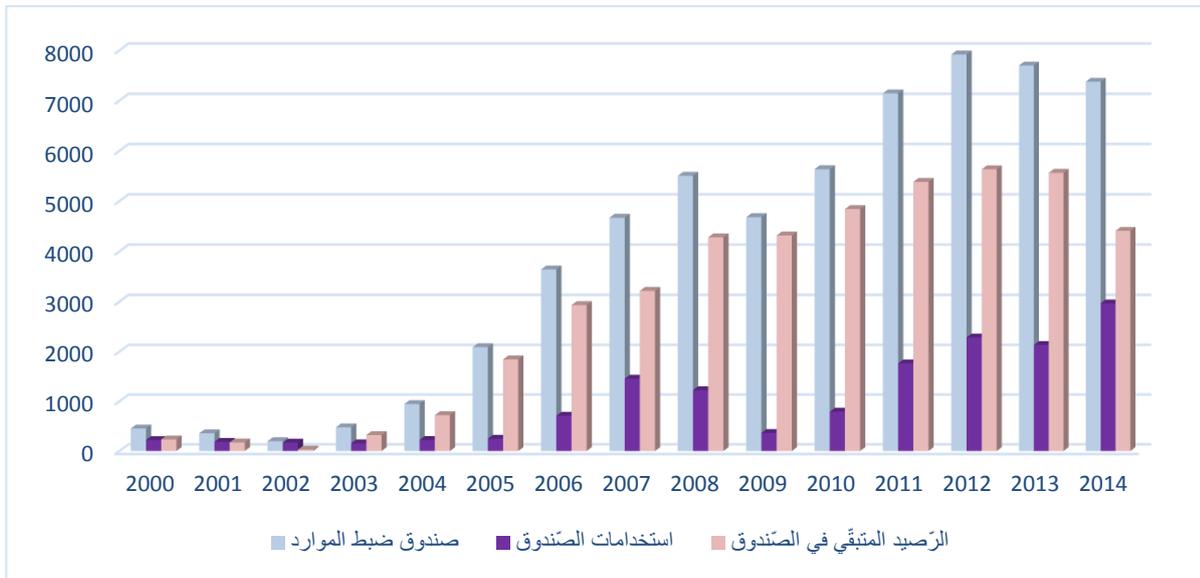
المصدر: وزارة المالية، مديرية السياسات والتوقعات، 2015. في الموقع الإلكتروني:

<http://www.dgpp-mf.gov.dz/index.php/donnees-statistique?id=78> "2016/04/19"

لقد سجّلت وضعية صندوق ضبط الموارد تطوّرات هامة فيما يخص الإيرادات والاستخدامات؛ حيث يُمكن تمييز ثلاث مراحل مرّ بها خلال الفترة "2010-2000". وللتوضيح أكثر، نورد الشكل الموالي:

## شكل رقم (4-10): تطوّر وضعية صندوق ضبط الموارد في الفترة "2014-2000"

مليار دج



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (4-10).

يُشير الجدول إلى أن صندوق ضبط الموارد قد سجّل تطوّرات هامة خلال ثلاث فترات زمنية:

**الفترة الأولى "2005-2000":** نلاحظ من خلال الشكل تراجع رصيد صندوق ضبط الموارد خلال الفترة الممتدة بين سنة 2000 و2002 من 232,13 مليار دج إلى 27,97 مليار دج مع نهاية سنة 2002؛ بسبب انخفاض فائض الجباية البترولية من 123,56 مليار دج سنة 2001 إلى 26,50 مليار دج سنة 2002، ثم عاد رصيد الصندوق للارتفاع نتيجة إدخال تعديل على القواعد المنظمة لنشاط الصندوق سنة 2004؛ حيث تم إضافة مصدر جديد لتمويل الصندوق يتمثل في تسيقات بنك الجزائر الموجهة للتسيير النشط للمديونية الخارجية من أجل دعم عمليات الصندوق الخاصة بالسداد المسبق للمديونية العمومية الخارجية، وهي سياسة جديدة شرعت الحكومة في تنفيذها ابتداء من سنة 2004. وقد تركز النشاط الفعلي للصندوق خلال هذه الفترة على سداد الدين العمومي، دون تمويل العجز الموازي بسبب ارتفاع أسعار المحروقات وتجاوزها للسعر المرجعي المحدد من قبل وزارة المالية، مما أدى إلى تسجيل فوائض سنوية هامة على مستوى الموازنة العامة للدولة تم تحويلها إلى الصندوق. والجدول الموالي يعرض تطوّر فائض قيمة الجباية البترولية في الفترة "2000-2014".

جدول رقم (4-11): تطوّر فائض قيمة الجباية البترولية في الفترة "2014-2000"

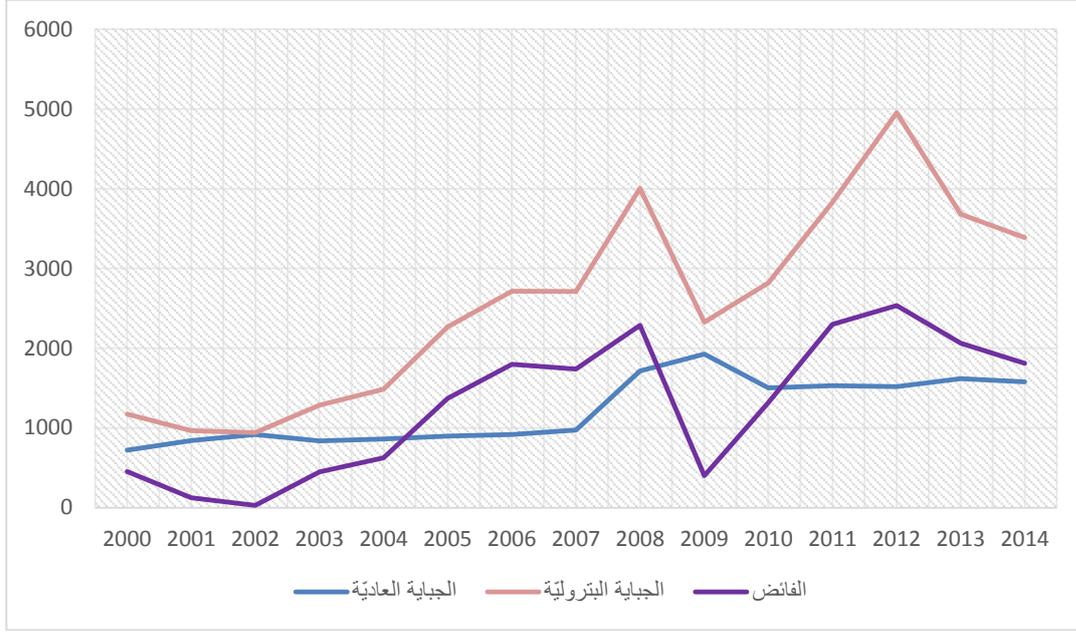
الوحدة: مليار دج

السنوات	الجبائية العادية	الجبائية البترولية	الفائض	السعر المرجعي لبرميل النفط "د.أ"	السعر الفعلي لبرميل النفط "د.أ"
2000	720,000	1173,237	453,237	19	28,5
2001	840,600	964,464	123,864	19	24,9
2002	916,400	942,904	26,504	19	25,3
2003	836,060	1284,974	448,914	19	29,0
2004	862,200	1485,699	623,499	19	38,6
2005	899,000	2267,836	1368,836	19	54,4
2006	916,000	2714,000	1798,000	19	65,85
2007	973,000	2711,848	1738,848	19	74,95
2008	1715,400	4003,559	2288,159	37	99,97
2009	1927,000	2327,675	400,675	37	62,1
2010	1501,700	2820,010	1318,310	37	80,2
2011	1529,400	3829,720	2300,320	37	112,94
2012	1519,040	4954,349	2535,309	37	111,05
2013	1615,900	3678,131	2062,231	37	109,5
2014	1577,730	3388,355	1810,625	37	100,2

المصدر: وزارة المالية، مديرية السياسات والتوقعات، 2015.

نلاحظ من خلال الجدول تراكم الفوائض من الجباية البترولية والتي تُشكّل الإيراد الرئيس لصندوق ضبط الموارد؛ نتيجة لتسجيل سعر البرميل من النفط لمستويات مُرتفعة طوال فترة الدراسة. وللتوضيح أكثر، نورد الشكل الموالي:

شكل رقم (4-11): تطوّر فائض قيمة الجباية البترولية في الفترة "2000-2014"



المصدر: من إعداد الباحثة، بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (4-11)

- **الفترة الثانية "2005-2009":** لقد شرعت الحكومة في استخدام موارد الصندوق في تمويل عجز الخزينة العمومية المتزايد من سنة لأخرى نتيجة ارتفاع الإنفاق الحكومي الاستثماري؛ حيث تميّزت هذه الفترة بإدخال تعديلات على أهداف الصندوق سنة 2006 لتُصبح على النحو التالي: تمويل عجز الخزينة العمومية دون أن يقل رصيد الصندوق عن 740 مليار دينار جزائري وتخفيض حجم المديونية العمومية، بالإضافة إلى الاستمرار في عمليات سداد الدين العمومي، بما فيها عمليات التسديد المسبق للمديونية العمومية الخارجية التي شرع فيها ابتداء من سنة 2004، وتسديد تسبيقات بنك الجزائر الممنوحة للحكومة في فترات سابقة، علماً أنه لم تُسجّل أي عملية تسديد للدين العمومي خلال سنة 2009. وفيما يتعلّق بجانب الموارد فقد تلقى الصندوق تحويلات إجمالية تجاوزت 6225,68 مليار دج بسبب تحقيق الحكومة لفوائض مالية معتبرة نتيجة استمرار ارتفاع أسعار المحروقات في الأسواق الدولية في الفترة "2006-2008".
- **الفترة الثالثة: "2010-2014":** تميّزت هذه الفترة بتعديل أهداف الصندوق لتتماشى وبرنامج الإنعاش الاقتصادي "البرنامج الخماسي "2010-2014". ويمكن القول أنّ التوزيع القطاعي للبرنامج يعكس رغبة الحكومة في استهداف القطاعات التي تؤثر بصورة مباشرة في معدلات النمو الاقتصادي ومستويات التشغيل. وفيما يتعلّق بجانب الموارد فقد تلقى الصندوق تحويلات معتبرة بسبب تحقيق الحكومة لفوائض مالية نتيجة استمرار ارتفاع أسعار المحروقات في الأسواق الدولية في الفترة "2010-2014".

## المطلب الثاني: دور صندوق ضبط الموارد في الاقتصاد الجزائري

بهدف التعرف على دور صندوق ضبط الموارد في الاقتصاد الجزائري، وبالتحديد مدى تأثيره في تحقيق التوازنات المالية، سيتم التطرق بالتحليل لدور الصندوق في تمويل العجز الموازي وسداد الدين العمومي للدولة.

## أولاً: دور صندوق ضبط الموارد في تمويل عجز الموازنة العامة

لقد شرعت الحكومة منذ سنة 2000 في تنفيذ سياسة اقتصادية كينزية، عن طريق رفع الإنفاق الحكومي الاستثماري؛ حيث أنّ العجز المسجل في رصيد الموازنة العامة يتميز بكونه عجزاً متعمداً، يهدف إلى تحفيز معدلات النمو الاقتصادي. إنّ تحديد الدور الذي قام به الصندوق في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة يتطلب دراسة تحليلية لمعطيات الجدول رقم (4-12) ومعطيات الجدول المالي الذي يُبين تطورات عمليات الخزينة العمومية في الفترة "2000-2014".

## جدول رقم (4-12): دور صندوق ضبط الموارد في تمويل عجز الموازنة العامة

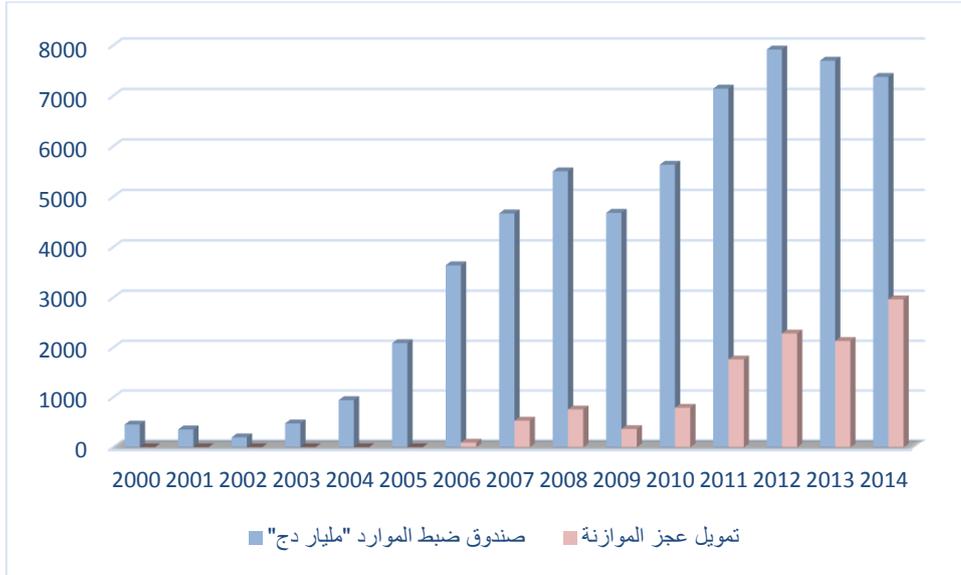
الوحدة: مليار دج

السنوات	صندوق ضبط الموارد	تمويل عجز الموازنة	الرصيد الموازي الإجمالي	نسبة إسهام الصندوق في تخفيض العجز الموازي
2000	453,237	0	-54,400	-
2001	356,001	0	55,200	-
2002	198,038	0	-16,100	-
2003	476,892	0	-10,400	-
2004	944,391	0	-187,300	-
2005	2090,524	0	-472,200	-
2006	3640,686	91,530	-647,300	14%
2007	4669,893	531,952	-1282,000	41%
2008	5503,690	758,180	-1381,200	55%
2009	4680,747	364,282	-1113,700	33%
2010	5634,775	791,938	-1496,600	53%
2011	7143,157	1761,455	-2468,900	71%
2012	7917,012	2283,260	-3246,200	70%
2013	7695,983	2132,471	-2310,400	100%
2014	7374,137	2965,672	-3071,900	96%

المصدر: وزارة المالية، مديرية السياسات والتوقعات، 2015.

يُبين الجدول أنّ رصيد الموازنة العامة سجل عجزاً خلال معظم سنوات الدراسة باستثناء سنتي 2001، 2002 إلى أن وصل إلى أعظم قيمة له سنة 2006: 7,831 مليار دينار. وللتوضيح أكثر، نورد الشكل المالي:

شكل رقم (4-12): دور صندوق ضبط الموارد في تمويل عجز الموازنة العامة



المصدر: من إعداد الباحثة، بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (4-12)

تُلاحظ أنّ متوسط عجز رصيد الموازنة العامة بلغ خلال الفترة (2000-2006): 52,231 مليار دينار. إن هذا العجز ناتج عن ارتفاع حجم الإنفاق الحكومي بنسبة فاقت الزيادة المسجلة في الإيرادات العامة للدولة من دون فائض قيمة الإيرادات البترولية، وهو ما يُفسّر بتنفيذ الحكومة لسياسة الإنعاش الاقتصادي المعتمدة على رفع الإنفاق الحكومي لتحفيز النمو الاقتصادي. والجدول الموالي يعرض تطوّر عمليّات الخزينة العموميّة في الفترة "2014-2000".

جدول رقم (4-13): تطوّر عمليّات الخزينة العموميّة في الفترة "2014-2000"

السنوات	الجباية العادية	الجباية البترولية	مجموع الإيرادات العامة	نفقات التسيير	نفقات التجهيز	مجموع النفقات العامة	الرصيد الموازني الإجمالي
2000	%36	%64	1124,90	%73	%27	1178,10	54,4-
2001	%40	%60	1389,70	%73	%27	1321,00	55,2
2002	%42	%58	1576,70	%71	%29	1550,60	16,1
2003	%45	%55	1525,50	%66	%34	1690,20	10,4-
2004	%46	%54	1606,40	%66	%34	1891,80	187,3-
2005	%48	%52	1714,00	%61	%39	2052,00	472,2-
2006	%50	%50	1841,90	%59	%41	2453,00	647,3-
2007	%50	%50	1949,10	%54	%46	3108,60	1282,00-
2008	%41	%59	2902,40	%53	%47	4191,10	1381,20-
2009	%41	%59	3275,30	%54	%46	4246,30	1113,70-
2010	%51	%49	3074,60	%60	%40	4466,90	1496,60-
2011	%56	%44	3489,80	%66	%34	5853,60	2468,90-
2012	%60	%40	3804,00	%68	%32	7058,20	3246,20-
2013	%58	%42	3878,70	%69	%31	6024,131	2205,945-
2014	%60	%40	3927,748	%68	%32	769,5699	3135-

المصدر: وزارة المالية، مديرية السياسات والتوقعات، 2015.

يُشير الجدول إلى أنّ الموازنة العامة سجّلت أرصدّةً سالبة في معظم سنوات الدّراسة؛ باستثناء سنتي 2001 و2002. ويمكن دراسة تطوّر وضعية الموازنة العامة للدّولة وفقًا لثلاث فتراتٍ زمنيّة:

- **الفترة الأولى "2005-2000":** سجّل فيها رصيد الموازنة العامة عجزًا خلال معظم سنوات الدّراسة؛ باستثناء سنتي 2001 و2002 إلى أن وصل إلى أعظم قيمة له سنة 2005 بمبلغ يعادل 383 مليار دينار. إنّ هذا العجز ناتج عن تنفيذ الحكومة لبرنامج دعم الإنعاش الاقتصادي في نفس الفترة والذي خصّص له مبلغًا تجاوز 7 مليار دولار أمريكي، مما أدّى إلى ارتفاع حجم الإنفاق الحكومي بنسبةٍ فاقت الزّيادة المسجّلة في الإيرادات البترولية، وقد تباينت سياسات تمويل العجز المتبّعة من قبل الحكومة خلال كلّ سنة بين الاعتماد على القرض العام الدّاخلي "التمويل غير البنكي" أو الإصدار التّقدي "التمويل البنكي"؛ إلا أنّ هناك أفضلية نسبية للقرض العام الدّاخلي على حساب الإصدار التّقدي، وفي المقابل فقد امتنعت الحكومة عن اللّجوء إلى الاستدانة الخارجيّة، كما لم تُسجّل أيّة اقتطاعات مباشرة من صندوق ضبط الموارد لتمويل العجز، وهو ما ينسجم مع القواعد المحدّدة لأهداف الصّندوق؛ إذ تركّز نشاط هذا الأخير في هذه الفترة على تخفيض حجم المديونية العموميّة.

إنّ عدم استعمال موارد الصّندوق للتمويل المباشر للعجز الموازي يمكن أن يُفسّر بما يلي<sup>1</sup>:

- رغبة الحكومة في الحفاظ على موارد الصّندوق واستعمالها فقط لتمويل أي عجز يحدث بسبب انهيار أسعار التّفط تحت مستوى السّعر المرجعي 19 دولار أمريكي للبرميل، الذي على أساسه يتم تقدير إيرادات الجباية البترولية خلال كلّ سنة، مما يعني عدم تأكّد الحكومة من استقرار أسعار التّفط على المستوى العالمي، وحرصها على تجنّب أي صدمة سلبية قد تشمل الموازنة العامة نتيجة تقلّبات أسعار هذه الأخيرة؛

- الحفاظ على استقرار الأسعار؛ ومن ثمّ انخفاض معدّلات التّضخّم باعتبار تمويل العجز الموازي باستخدام موارد الصّندوق يؤدّي إلى رفع حجم السيولة التّقديّة المتداولة في الاقتصاد، مما يعني زيادة الطّلب الكلي ومن ثمّ ارتفاع المستوى العام للأسعار، وفي المقابل فإن استعمال الدّين العام الدّاخلي في تمويل العجز الموازي يؤدّي إلى تخفيض معدّلات التّضخّم؛ عن طريق التّحكم في زيادة الطّلب الكلي الناتج عن ارتفاع حجم الإنفاق الحكومي بسبب تطبيق سياسة الإنعاش الاقتصادي خلال نفس الفترة.

<sup>1</sup> Zakia Akli, Nature du Fond de Régulation des Recettes (FRR) et Son Rôle dans Le Financement de L'Economie Algérienne sur la Période 2000-2014, Mémoire de Magistère en Sciences Economiques, Département des Sciences Economiques, Université Mouloud Mammeri de Tizi-Ouzou, 2015, p: 120.

- الفترة الثانية "2009-2006": سجّل فيها ارتفاع قياسي في عجز الموازنة العامة بسبب تنفيذ الحكومة للبرنامج التكميلي لدعم النمو الاقتصادي الذي خصّص له مبلغ 150 مليار دولار.
- الفترة الثالثة "2014-2010": سجّل فيها ارتفاع قياسي في عجز الموازنة العامة بسبب تنفيذ الحكومة للبرنامج الخماسي الذي خصّص له مبلغ 21214 مليار دج. وقد تمّ التّطرق إلى هذا العنصر بالتفصيل في المبحث الثاني من الفصل السابق.

إنّ سياسات تمويل العجز المعتمدة من قبل الحكومة هذه الفترة توسّعت لتشمل استخدام موارد صندوق ضبط الموارد في تمويل العجز، وهو ما يتوافق مع التّعديلات التي أدخلت على القواعد المحدّدة لأهداف الصّندوق سنة 2006، بالإضافة إلى استخدام القرض العام الدّاخلي "التمويل غير البنكي" وبدرجة أقلّ الإصدار النقدي "التمويل البنكي"، وفي نفس السّياق فقد تعدّت حجم تحويلات الصّندوق الموجهة لتغطية عجز الخزينة 1745,94 مليار دج خلال فترة أربع سنوات.

إنّ استخدام الحكومة لموارد الصّندوق في تمويل العجز الموازي يمكن أن يُفسّر بالعوامل التّالية<sup>1</sup>:

- إنّ الارتفاع المستمر في أسعار التّفط أدّى إلى تقليل مخاوف الحكومة بشأن حدوث انهيار في أسعار التّفط على المدى المتوسّط، الأمر الذي شجّعها على استعمال موارد الصّندوق لتمويل جزء من العجز الموازي الناتج عن ارتفاع الإنفاق الحكومي مع المحافظة دائماً على معدّلات تضخّم منخفضة عن طريق تمويل نسبة معينة من العجز الموازي باستخدام موارد الصّندوق؛
- إنّ رغبة الحكومة في تخفيض حجم المديونية العمومية الدّاخلية والخارجيّة أدّى إلى التّقليل من اعتمادها على القرض العام الدّاخلي في تمويل العجز الموازي، بالإضافة إلى منع الاقتراض الخارجي.

مّا سبق يمكن القول أنّ صندوق ضبط الموارد قد ساهم بصورة فعّالة في الحدّ من عجز الموازنة العامة خلال الفترة "2014-2000".

<sup>1</sup> Zakia Akli, op cit, p: 122.

## ثانياً: دور صندوق ضبط الموارد في تخفيض المديونية العمومية

إنّ أحد الأهداف الرئيسية التي حدّدت لصندوق ضبط الموارد منذ تأسيسه، هو تخفيض حجم المديونية العمومية، وفي هذا المجال سنقوم بدراسة تطوّر حجم الدين العمومي الداخلي والخارجي خلال الفترة "2000-2014"، ومدى إسهام صندوق ضبط الموارد في تخفيضه.

## جدول رقم (4-14): دور الصندوق في تخفيض المديونية العمومية

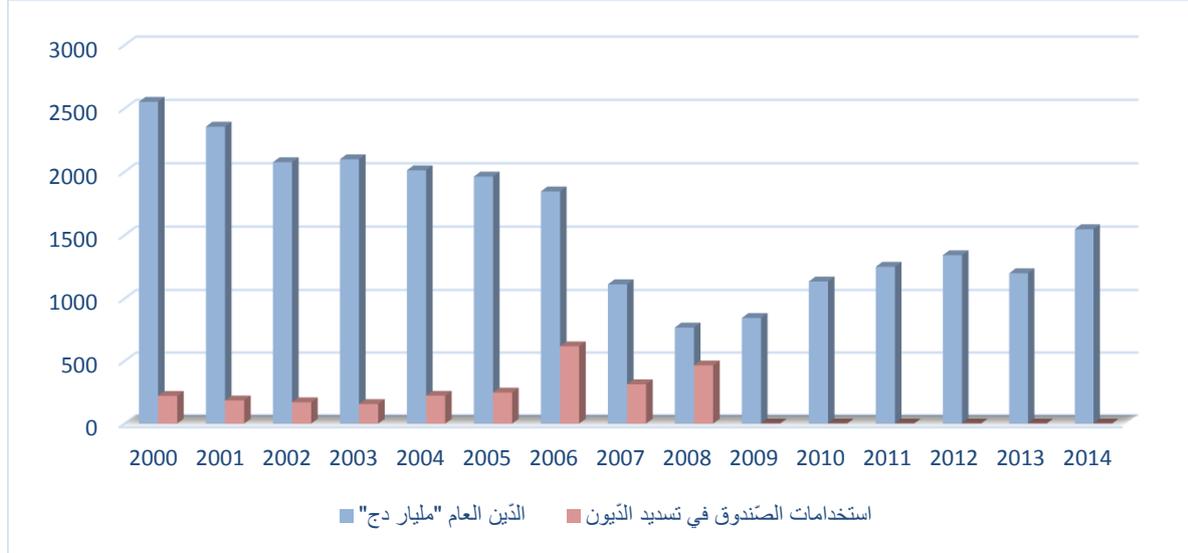
الوحدة: مليار دج

السنوات	صندوق ضبط الموارد	الدين العام الداخلي	الدين العام الخارجي	الدين العام	استخدامات الصندوق في تسديد الديون	نسبة إسهام الصندوق في سداد الدين العام
2000	453,237	1022,900	1529,475	2552,375	221,100	9%
2001	356,001	999,400	1357,500	2356,900	184,467	8%
2002	198,038	980,500	1095,540	2076,040	170,060	8%
2003	476,892	982,200	1116,983	2099,183	156,000	7%
2004	944,391	1000,000	1012,350	2012,350	222,703	11%
2005	2090,524	1094,300	868,493	1962,793	247,838	13%
2006	3640,686	1779,700	65,903	1845,603	618,111	33%
2007	4669,893	1044,100	68,400	1112,500	314,455	28%
2008	5503,690	734,000	34,493	768,493	465,437	61%
2009	4680,747	808,800	36,248	845,048	0	-
2010	5634,775	1099,200	35,640	1134,840	0	-
2011	7143,157	1216,400	467,800	1251,485	0	-
2012	7917,012	1312,200	402,500	1342,388	0	-
2013	7695,983	1171,700	374,500	1199,788	0	-
2014	7374,137	1239,700	307,500	1547,200	0	-

المصدر: وزارة المالية، مديرية السياسات والتوقعات، 2015.

نُلاحظ من خلال الجدول أنّ صندوق ضبط الموارد ساهم بصورة فعّالة في تخفيض حجم المديونية العمومية الداخلية والخارجية في الفترة "2000-2014" إلى أدنى مستوى لها على الإطلاق. وللتوضيح أكثر، نورد الشكل الموالي:

شكل رقم (4-13): نسبة مساهمة صندوق ضبط الموارد في تخفيض المديونية العمومية



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (4-14)

### - الفترة الأولى "2005-2000":

نلاحظ من خلال الجدول انخفاض الدين الداخلي من 1022,9 مليار دينار سنة 2000 إلى 982,2 مليار دينار سنة 2003، وهو ما يُفسّر باستخدام الحكومة موارد الصندوق لتخفيض الدين العمومي. ثم يعود الدين الداخلي للارتفاع من 982,2 مليار دينار سنة 2003 إلى 1094,3 مليار دينار سنة 2005، وهو الأمر الذي يمكن تفسيره بلجوء الحكومة إلى الاقتراض الداخلي لتمويل عجز الموازنة العامة بدلاً من الاعتماد على موارد الصندوق لتمويل هذا العجز، كما يؤكد تفضيل الحكومة استخدام موارد الصندوق لسداد الدين العمومي الخارجي على حساب الدين العمومي الداخلي؛ حيث سجّل انخفاضاً كبيراً في الدين العمومي الخارجي في الفترة "2005-2000"، بانتقاله من 20,39 مليار دولار أمريكي عام 2000 إلى 11,57 مليار دولار سنة 2006، ما يعادل نسبة انخفاض تقدر بـ: 43,25%.

إنّ تراجع حجم المديونية العمومية الخارجية يعزى إلى تبني الحكومة لخيار سداد المديونية الخارجية مع التوقف عن الاقتراض الخارجي بالنظر للفوائض المالية المحققة منذ سنة 2000، وفي نفس السياق بلغت مجموع تحويلات الصندوق الموجهة لسداد الدين العمومي في نفس الفترة 1202,28 مليار دج.

- الفترة الثانية "2006-2014":

لقد سجّل حجم الدين العمومي الداخلي تراجعًا ملحوظًا خلال فترة الدراسة؛ بانتقاله من 1779,7 مليار دج سنة 2006 إلى 808,8 مليار دج وبنسبة انخفاض تعادل 54,55%، وهو تراجع يُمكن تفسيره بالتعديل الذي أُدخل على استراتيجية الحكومة الخاصة بتمويل العجز الموازي منذ سنة 2006، والذي ينطوي على توسيع مصادر عجز الموازنة العامة ليشمل صندوق ضبط الموارد مع التقليل قدر الإمكان من الاعتماد على الدين العام الداخلي في تمويل هذا العجز، بالإضافة إلى رغبة الحكومة في تخفيض الدين العمومي الداخلي بعد نجاحها في تقليص حجم المديونية العمومية الخارجية إلى أدنى مستوى لها على الإطلاق منذ فترة الستينات من القرن العشرين؛ حيث انخفض حجم الدين الخارجي من 11,57 مليار دولار سنة 2005 إلى أقل من 808,8 مليون دولار سنة 2009 وبنسبة انخفاض تعادل 93,00%، مما يدلّ على نجاح سياسة الدّفْع المسبق للمديونية الخارجية المنتهجة من قبل الحكومة منذ سنة 2004، وفي نفس السياق بلغت مجموع تحويلات الصندوق الموجهة لسداد الدين العمومي الداخلي والخارجي في نفس الفترة 1397,99 مليار دج.

ثالثًا: دور صندوق ضبط الموارد في تخفيض معدّلات التّضخّم

يُعتبر صندوق ضبط الموارد أداةً فعّالةً يمكن للحكومة استخدامها بالتنسيق مع البنك المركزي من أجل تخفيض معدّلات التّضخّم والحفاظ على استقرار الأسعار. والجدول الموالي يعرض تطوّر معدّلات التّضخّم في الفترة "2014-2000":

جدول رقم (4-15): تطوّر معدّلات التّضخّم في الفترة "2014-2000"

الوحدة: "%"

السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
معدّل التّضخّم	0,34	4,23	1,42	2,59	3,54	1,63	2,53	3,51	4,46
السنوات	2009	2010	2011	2012	2013	2014			
معدّل التّضخّم	5,7	3,9	4,5	8,9	3,3	2,9			

المصدر: البنك المركزي الجزائري، مرجع سابق، ص: 179.

لقد ساهم صندوق ضبط الموارد في تسجيل معدّلات تضخّم متدنيّة في الفترة "2014-2000"، إذ أنّ امتصاصه لفائض قيمة إيرادات الجباية البترولية أدّى إلى الحدّ من ارتفاع حجم السيولة النقدية الناتج عن التوسّع في الطلب الحكومي، كما أنّ استخدام الحكومة لموارد الصندوق في التمويل المباشر للعجز الموازي واعتمادها على الاقتراض الداخلي في التمويل في الفترة "2005-2000"، ساهم في تخفيض حجم السيولة النقدية المتداولة لدى الأعوان الاقتصادية داخل البلد؛ مما أدّى إلى انخفاض معدّلات التّضخّم رغم ارتفاع حجم الإنفاق الحكومي خلال نفس الفترة.

## رابعاً: أثر الأزمات المالية والاقتصادية على صندوق ضبط الموارد

## 1. أثر الأزمة الاقتصادية العالمية 2008 على صندوق ضبط الموارد

إنّ اقتصر مجال عمل الصندوق على النشاط داخل الوطن قد جنّبه تحصيل خسائر مضاعفة على غرار صناديق الثروة السيادية التي تُمارس نشاطها في الأسواق المالية العالمية، إلا أنّ أثر الأزمة على الصندوق قد يظهر من خلال التأثير على موارده التي يرتبط حجمها بمستويات أسعار النفط في الأسواق العالمية، وفي نفس السياق أدّى تراجع سعر البرميل من النفط من 99,97 دولار للبرميل سنة 2008 إلى 62,10 دولار سنة 2009 إلى تراجع إيرادات الجباية البترولية الفعلية من 4003,55 مليار دج سنة 2008 إلى 2327,67 مليار مع نهاية سنة 2009، ونسبة انخفاض تُعادل 41,85%، مما أدّى في النهاية إلى انخفاض فائض قيمة الجباية البترولية المحوّل إلى الصندوق من 2288,59 مليار دج سنة 2008 إلى 400,675 مليار دج سنة 2009 بنسبة انخفاض تفوق 82,49%، ورغم ذلك فقد سجّل ارتفاعاً نسبياً في أصول الصندوق بنسبة 0,85% وبقيمة تقارب 4316,46 مليار دج مع نهاية 2009، وهو ارتفاع يرجع إلى امتناع الحكومة عن استخدام موارد الصندوق في سداد الدين العمومي، بالإضافة إلى تخفيض حجم التحويلات الحكومية الموجهة لتغطية عجز الموازنة العامة.

مما سبق يمكن القول أنّ تأثير الأزمة على صندوق ضبط الموارد هو تأثير هام محدود لم يتعدّ حدود تخفيض معدّل نمو أصول الصندوق مقارنة بالسنوات السابقة، علماً أنّ تأثر الصندوق بالأزمة يرجع إلى مجموعة من العوامل التي يمكن إبرازها فيما يلي<sup>1</sup>:

- محدودية مجال عمل الصندوق مقارنة بصناديق سيادية أخرى؛
- ظرفية الأزمة المالية والاقتصادية العالمية وعدم استمرارها لمُدّة زمنية طويلة؛
- التحسّن التدريجي لأسعار النفط مع نهاية 2009 رغم الانخفاض القياسي المسجّل في بداية السنة، وعدم تجاوزها للسعر الأدنى المحدّد من قبل الحكومة؛
- اتّباع الحكومة لسياسة حذرة في تسييرها لأصول الصندوق، تركز على تخفيض الاقتطاعات الموجهة لتغطية عجز الموازنة العامة، بالإضافة إلى الامتناع عن استخدام أصول الصندوق في تسديد الدين العمومي.

<sup>1</sup>Zakia Akli, op cit, p: 124.

## 2. أثر أزمة انهيار أسعار النفط 2015 على صندوق ضبط الموارد

لقد شهدت أسعار النفط انخفاضًا حادًا ومفاجئًا منذ منتصف العام 2014؛ حيث أنه بعد الطفرة التي عرفتها الأسعار منذ مطلع الألفية الثانية واستمرت لأكثر من عقدٍ من الزمان، انخفض سعر برميل النفط من 110 دولارا في جوان 2014 ليصل إلى حوالي 30 دولارا مطلع العام 2016، أي بمعدل تجاوز 72%. سيتم التطرق فيما يلي إلى أسباب هذا الانخفاض وتداعياته على الاقتصاد الجزائري، وكيف استجابت السلطات الجزائرية لهذه الصدمة<sup>1</sup>.

### أ. أسباب انخفاض أسعار النفط

هنالك مجموعة من العوامل التي فرضت ضغوطًا خافضة لأسعار النفط وأهمها<sup>2</sup>:

1. ظهور إنتاج النفط الصخري؛ الذي أتاحته تكنولوجيا التكسير الهيدروليكي والحفر الأفقي، وقد أضاف هذا المصدر الجديد حوالي 2.4 مليون برميل يوميًا إلى سوق النفط الخام، مما ساهم في حدوث تَحمة من المعروض العالمي؛
2. التغيير في السلوك الاستراتيجي لمنظمة البلدان المصدرة للنفط (أوبك): تُعدّ منظمة البلدان المصدرة للنفط (أوبك) أكبر الأطراف الفاعلة في سوق النفط الخام العالمية، وقد شهدت الفترة الأخيرة تغييرًا في السلوك الاستراتيجي للمنظمة؛ من خلال تركيزها على الحفاظ على حصتها السوقية على حساب الأسعار. فقد فاجأت المنظمة مؤخرًا الجميع باتخاذها قرارا بزيادة الإنتاج؛ بالرغم من فائض العرض العالمي، وهو ما أدى إلى انخفاض جديد في الأسعار. وقد جاء هذا القرار على العكس تمامًا مما قامت به المنظمة خلال فترة الأزمة المالية العالمية (2008-2009) عقب انهيار أسعار النفط؛ حيث خفضت من الإنتاج مما ساعد على انتعاشها مجددًا؛
3. الزيادة المتوقعة في الصادرات الإيرانية، وهذا بعد رفع العقوبات الاقتصادية المفروضة عليها من الغرب، بعد التوصل إلى الاتفاق النووي بينهما؛ حيث شرعت إيران في تصدير 26.1 مليون برميل نפט يوميًا بداية من 2016، وهو ما يعني تحمة في المعروض العالمي؛
4. تراجع الطلب العالمي وخاصة من الأسواق الصاعدة، كالصين التي شهدت في الآونة الأخيرة صعوبات اقتصادية تمثلت في انهيار كبير في صادراتها واستثماراتها التي تمثل ثلثي ناتجها المحلي الإجمالي، وهذا راجع أساسًا إلى تراجع قدرتها التنافسية في الأسواق الدولية؛ بسبب الارتفاع الكبير في معدلات الأجور المحلية فيها في السنوات الأخيرة؛
5. الهبوط المتواصل في استهلاك النفط في الولايات المتحدة، وخاصة في ظل الاستعاضة عنه ببدائل أخرى.

<sup>1</sup> عبد الحميد مرغيت، تداعيات انخفاض أسعار النفط على الاقتصاد الجزائري والسياسات الآلومة للتكيف مع الصدمة، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة جيجل، الجزائر، 2016، ص: 1. متوفر في الموقع الإلكتروني: <http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2015/12/4.pdf> (2016/11/13).

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص: 2.

## ب. تداعيات انخفاض سعر النفط على الاقتصاد الجزائري

- حتى الآن لم تؤثر أسعار النفط المنخفضة على النمو في الجزائر إلا بصورة محدودة، وهذا نظرا لوجود هوامش احتياطية وقائية في ماليتها العامة؛ من خلال الشروع في استخدام احتياطيات صندوق ضبط الموارد لدعم النشاط الاقتصادي. ورغم ذلك كانت هنالك تأثيرات غير مرغوبة لتراجع أسعار النفط على الاقتصاد الوطني أهمها<sup>1</sup>:
- انخفاض فادح في إيرادات تصدير النفط: فقد تراجعت مداخيل صادرات النفط في الجزائر بحوالي النصف تقريبا؛ حيث لم تسجل سنة 2015 سوى 14.91 مليار دولار مقابل 27.35 مليار دولار العام الماضي، أي بانخفاض قدره 45.47%؛
  - خسائر كبيرة في أرصدة المالية العامة؛ حيث تضاعف عجز المالية العامة تقريبا ليصل إلى 16% من إجمالي الناتج المحلي في 2015. ومن المتوقع اتساع هذا العجز في عام 2016؛ حيث أنّ تعادل موازنة 2016؛ يتطلب سعر بترول عند مستوى 110 دولار؛
  - لمواجهة الانخفاض في المداخيل النفطية والوفاء بالنفقات العامة لجأت الحكومة إلى صندوق ضبط الموارد، الذي انخفضت موارده بشكل حاد؛ حيث تراجع ب 1.714,6 مليار دج في الفترة الممتدة بين نهاية يونيو 2014 ونهاية يونيو 2015؛ أي انخفاض ب: 33,3% على مدى 12 شهرا؛
  - عجز في الحسابات الخارجية: حدث اتساع حاد في عجز الحساب الجاري بلغ 7.78 مليار دولار في النصف الأول من 2015، وهذا بسبب تراجع الصادرات وارتفاع الواردات. وتبعاً لذلك انخفضت نسب تغطية الصادرات للواردات إلى 71% عوض 111% في النصف الأول لعام 2014؛
  - انخفضت احتياطيات الصرف بمقدار 35 مليار دولار في 2015 لتبلغ 143 مليار دولار، مقارنة بمستوى الذروة الذي بلغ 194 مليار دولار في 2013.
- إنّ صندوق ضبط الموارد يُعاني من اختلالات هيكلية؛ وإنه من المشاشة بحيث يمكن لأزمة مثل أزمة انهيار أسعار النفط الحالية (2015-2016) أن تعصف به وأن تقضي على وجوده نهائياً؛ حيث بلغ رصيده 2913,3 مليار دج في نهاية سبتمبر 2015، أي ما يعادل 26,8 مليار دولار، كما أن توقعات قانون المالية لسنة 2016 تُشير إلى أنّ رصيد هذا الصندوق سيبلغ 1797,4 مليار دج أي ما يعادل حوالي 17 مليار دولار في نهاية السنة الحالية (2016). إذا استمرّ الوضع على ما هو عليه إلى غاية 2017 قد يُستنفد بشكل نهائي.

## المطلب الثالث: تقييم تجربة صندوق ضبط الموارد

بهدف تقييم تجربة صندوق ضبط الموارد في الجزائر، قمنا بمقارنة التجارب التي تمّ التطرق إليها في المبحث السابق، والتي تخصّ ثلاثة من أهم صناديق الثروة السيادية في العالم "الصندوق النرويجي، الصندوق القطري والهيئة العامة للاستثمار" مع التجربة الجزائرية، والجدول الموالي يوضّح ذلك:

<sup>1</sup> عبد الحميد مرغيت، مرجع سابق، ص: 3-4.

جدول رقم (4-16): مقارنة بين تجارب كل من: الترويج، قطر، الكويت والجزائر في إطار مبادئ سننباغو

الجزائر	الكويت	قطر	الترويج	القضايا الرئيسية
<p><b>أ. الإطار القانوني</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>تم إنشاء "صندوق ضبط الموارد" بناء على القانون رقم 2000-02 المؤرخ في 24 ربيع الأول عام 1421هـ الموافق لـ 27 يونيو (جوان) 2000، المتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2000، والذي نص في مادته العاشرة على: "يفتح في كتابات الخزينة حساب تخصيص خاص رقم 103-302 بعنوان 'صندوق ضبط الموارد'</li> <li>صندوق ينتمي إلى الحسابات الخاصة للخزينة، وبالضبط لحسابات التخصيص الخاص المستقلة عن الموازنة العامة للدولة، وأهم ما يميز هذه الحسابات أنها مستقلة عن الموازنة العامة للدولة، أي أنها لا تخضع لقواعد ومبادئ إعداد وتنفيذ الموازنة العامة، كما أنها لا تخضع لرقابة السلطة التشريعية "البرلمان"؛</li> <li>يهدف إلى تمويل عجز الميزانية العامة للدولة الناتج عن انخفاض إيرادات الحماية البترولية لمستوى أقل من تقديرات قانون المالية، وتمويل عجز الخزينة دون أن يقل رصيد الصندوق عن 740 مليار دج، وتخفيض حجم المديونية العمومية؛</li> <li>إن وزارة المالية هي الهيئة المكلفة بتسيير الصندوق؛ حيث نص قانون المالية على أن وزير المالية هو الأمر بالصرف الرئيس للصندوق؛</li> </ul>	<p><b>أ. الإطار القانوني</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>تعود جذور الهيئة إلى مجلس الاستثمار الكويتي الذي أنشئ سنة 1953، ثماني سنوات قبل استقلال الكويت. في عام 1982 تم إنشاء الهيئة العامة للاستثمار بموجب القانون رقم 47 باعتبارها هيئة حكومية مستقلة مسؤولة عن إدارة الأصول المالية للدولة.</li> <li>الهيئة العامة للاستثمار هي المسؤولة عن إدارة صندوق الاحتياطي العام (GRF) وصندوق والأجيال القادمة (FGF)، فضلاً عن الصناديق الأخرى الموكلة إليها من قبل وزير المالية ونيايةً عن دولة الكويت.</li> <li>صندوق الاحتياطي العام (GRF) هو المستودع الرئيس لكل إيرادات الدولة؛ بما في ذلك عائدات النفط والإيرادات الناتجة عن استثمارات (GRF). تم إنشاء صندوق الأجيال القادمة (FGF) في عام 1976 بتحويل 50% من رصيد صندوق الاحتياطي العام في ذلك الوقت. وبالإضافة إلى ذلك، يتم إيداع ما لا يقل عن 10% من جميع إيرادات الدولة السنوية في صندوق الأجيال القادمة.</li> </ul> <p><b>الأهداف</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>تصميم وإدارة استراتيجية لتوزيع الأصول تتفق مع الأهداف الموضوعية لمعدلات العائد الاستثماري ومستويات المخاطر؛</li> <li>اختيار فرص استثمارية ومديري استثمار متفوقين بأدائهم على المؤشرات العالمية للأداء في كل نوع من فئات الأصول؛</li> <li>إجراء تغييرات تكتيكية في توزيع الأصول للاستفادة من الفرص الاستثمارية المتاحة في الاقتصاديات</li> </ul>	<p><b>أ. الإطار القانوني</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>أنشئ جهاز قطر للاستثمار بموجب القرار الأميري رقم (22) لسنة 2005 لدولة قطر "دستور جهاز قطر للاستثمار". جهاز قطر للاستثمار هو كياناً قانوني تم إنشاؤه خصيصاً لهذا الغرض، المملوك بالكامل من قبل دولة قطر، تحت إشراف مجلس الإدارة، الرئيس، نائب الرئيس، الرئيس التنفيذي، وفريق الإدارة التنفيذية.</li> <li>يُقدّم جهاز قطر للاستثمار تقاريره إلى المجلس الأعلى للشؤون الاقتصادية والاستثمار "SCEAI" وفقاً للقانون.</li> <li>لقد تم التعرف مهمة جهاز قطر للاستثمار في المادة 5 من "دستور جهاز قطر للاستثمار"، والتي تتمثل في:</li> <li>تطوير واستثمار وإدارة أموال احتياطي الدولة وغيرها من الممتلكات المسندة إليها من قبل المجلس الأعلى للشؤون الاقتصادية والاستثمار في دولة قطر وفقاً للسياسات والمخطط والبرامج المعتمدة من قبل المجلس؛</li> </ul> <p><b>ب. الأهداف</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>منذ بدء عملياته سنة 2006، كانت مهمة جهاز قطر للاستثمار هي الاستثمار دولياً من أجل تعزيز الاقتصاد في البلاد؛ من خلال تنويع فئات أصول جديدة خارج دولة قطر؛</li> <li>يؤدي جهاز قطر للاستثمار أيضاً دوراً هاماً في الاقتصاد المحلي؛ من خلال الشركات التابعة والقبضة المدرجة وغير المدرجة في قطر؛</li> <li>يساهم جهاز قطر للاستثمار بشكلٍ فعال في</li> </ul>	<p><b>أ. الإطار القانوني</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>صندوق معاشات التقاعد الحكومي-العالمي-الترويجي ليس كياناً قانونياً مستقلاً. تم إنشاء إطاره القانوني بموجب قانون صندوق معاشات التقاعد الحكومي "قانون" GPFA، الذي يقدم وصفاً للأساس والهيكل القانوني للصندوق. وقد منح البرلمان وزارة المالية مسؤولية إدارة الصندوق. هدف إدارة الصندوق هو تعظيم القوة الشرائية العالمية له، مع مستوى معتدل من المخاطر.</li> <li>لقد خصّصت الوزارة من الناحية العملية دوراً مشابهاً للمالك الأصول. يقتضي القانون أن يضطلع البنك المركزي الترويجي بالإدارة التنفيذية.</li> <li>يقتضي قانون صندوق المعاشات الحكومي GPFA أن تنصّ الوزارة على المزيد من الأنظمة الخاصة بكيفية القيام بالإدارة. وقد قدمت الوزارة تقريراً أكثر تفصيلاً إلى البرلمان الترويجي بشأن تقسيم المسؤولية بين الوزارة كمالك، والبنك المركزي الترويجي كمدير، والتي تم تبنيها.</li> </ul> <p><b>ب. الأهداف</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>الغرض من إنشاء صندوق معاشات التقاعد الحكومي هو دعم الادّخار الحكومي لتمويل نفقات المعاشات التقاعدية تبعاً نظام التأمين الوطني واعتبارات طويلة الأجل في إنفاق عائدات البترول الحكومية. الغرض بالتفصيل في مرسوم قانون صندوق المعاشات الحكومي GPFA.</li> </ul> <p><b>ج. الاتساق مع سياسات الاقتصاد الكلي</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>رأس المال في الصندوق يمكن أن يُستخدم فقط</li> </ul>	<p>1. الإطار القانوني والأهداف والاتساق مع سياسات الاقتصاد الكلي -الإطار القانوني</p> <p>-الأهداف</p>

	<p>للتحويلات في ميزانية الحكومة المركزية بناءً على قرار من البرلمان. هذه التحويلات تغطي العجز في الميزانية المعدلة للتغط. والتحويلات الرأسمالية تشكل جزءاً من عملية الميزانية متسقة وشفافة؛ بحيث تراكم رأس المال يعكس الفائض الفعلي على ميزانية الحكومة المركزية. تراكم رأس المال في الصندوق هو جزء من السياسة المالية للبلاد.</p>	<p>تنمية رأس المال البشري الوطني في قطر. وقد تم إطلاق العديد من البرامج الدّاخلية والخارجية، وبرامج التدريب الاستثمارية الأخرى.</p> <p><b>ج. الانساق مع سياسات الاقتصاد الكلي</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>يؤدي جهاز قطر للاستثمار دوراً كبيراً في الاقتصاد الكلي المحلي؛ حيث تُوجه وتُدير مساهمات وأسهم الدولة في مختلف الكيانات الاقتصادية الكبرى.</li> </ul>	<p>التأشعة وفي أساليب الموازنة مع التغيرات في اتجاهات الأسواق التي تستثمر فيها، دون أن يؤثر ذلك سلباً على الأداء المحقق للمحفظة الاستثمارية.</p> <p><b>ج. الانساق مع سياسات الاقتصاد الكلي</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>تؤدي الهيئة العامة للاستثمار دوراً محورياً في الاقتصاد المحلي؛ حيث تُوجه وتُدير مساهمات وأسهم الدولة في مختلف الكيانات الاقتصادية الكبرى.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>يتركز عمل الصندوق داخل البلد؛ باعتبار أن الوظيفة الرئيسة له تتمثل في امتصاص فوائض الحماية البترولية واستعمالها لتمويل أي عجز قد يحدث مستقبلاً على مستوى الموازنة العامة للدولة نتيجة اغيار أسعار المحروقات، يمتد مجال عمل الصندوق خارج البلد من خلال مساهمته بالتنسيق مع البنك المركزي في سداد وتخفيض المديونية.</li> </ul>
<p>2. الإطار المؤسسي وهيكل الحوكمة -الإطار المؤسسي</p>	<p><b>أ. الإطار المؤسسي</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>أنشأ البرلمان الترويجي الإطار التنظيمي للصندوق مع GPFA. وتحتل وزارة المالية المسؤولية الرسمية لإدارة الصندوق وتتصرف كمالك له. يتم التعامل مع الإدارة التنفيذية من قبل البنك المركزي الترويجي من خلال وحدة إدارة الأصول "إدارة استثمارات بنك الترويج المركزي (NBIM)". أصدرت الوزارة أيضا مهمة (سلطة) لإدارة الصندوق، الذي يحدد شروط استثمارات الصندوق من خلال لوائح وأحكام تكميلية. كما تضع هذه المعاهدة مبادئ توجيهية أخلاقية لإدارة الصندوق. تحدد المهمة (السلطة) أنه يجوز للبنك المركزي الترويجي اتخاذ القرارات الاستثمارية بشكل مستقل عن الوزارة</li> <li>تم تحديد سلطة الهيئات الحاكمة بمرسوم في التشريعات واللوائح. ويسعى المجلس التنفيذي للبنك المركزي الترويجي إلى التأكد من أن أعمال المدير تخدم أفضل مصالح الصندوق، وتقوم بالتغطية، في جملة أمور، هدف الإدارة، والمؤشر الاستراتيجي والاستثمارات المسؤولة، ومعايير إعداد التقارير، وإدارة المخاطر، والتكاليف، وتقديم التقارير والعلاقة بين المالك والمدير.</li> </ul>	<p><b>أ. الإطار المؤسسي</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>جهاز قطر للاستثمار هو صندوق احتياط لدولة قطر، ومن تم فهو يستفيد من تدفقات نقدية إيجابية كبيرة وليس لديه التزامات فورية. وقد تم تأكيد طبيعة الصندوق مرة أخرى سنة 2013، بعد تعيين المجلس الأعلى للشؤون الاقتصادية والاستثمار "SCEAI" ومجالس جهاز قطر للاستثمار الجديدة.</li> <li>منذ بدء العمليات سنة 2006، تم تعيين الفوائض المالية لجهاز قطر للاستثمار من قبل دولة قطر لهذا الغرض.</li> <li>كصندوق ادّخار لدولة قطر، لم تكن هناك أي سحبيات من الأصول من قبل الحكومة، ولا يتوقع أي سحب خلال 20 سنة القادمة.</li> <li>جهاز قطر للاستثمار مساهم يقظ وعادة ما يُمارس حقّه في التصويت. وفي هذا الصدد الجهاز مدفوع فقط بالمسؤوليات المترتبة عن أداء مهنته بدقة ضمن الأهداف والمعايير الاقتصادية والمالية.</li> <li>تم تعريف إطار المساءلة والفصل بين المالك والحكومة والإدارة التشغيلية في القرارات والسياسات الرئيسة في "دستور جهاز قطر للاستثمار".</li> </ul>	<p><b>أ. الإطار المؤسسي</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>تتولى الهيئة العامة للاستثمار مسؤولية إدارة صندوق الاحتياطي العام (GRF) وصندوق الأجيال القادمة (FGF)، وكذلك الأموال الأخرى التي يعهد بإدارتها إلى الهيئة وزير المالية لصالح، وبالتّابة عن دولة الكويت.</li> <li>صندوق الاحتياطي العام (GRF): صندوق الاحتياطي العام هو المستودع الرئيس لكل إيرادات دولة الكويت من العائدات التقطية والإيرادات الناتجة عن استثمارات صندوق الاحتياطي العام.</li> <li>صندوق الأجيال القادمة (FGF): تم إنشاء صندوق الأجيال القادمة (FGF) في عام 1976 بتحويل 50% من رصيد صندوق الاحتياطي العام في ذلك الوقت. وبالإضافة إلى ذلك، يتم إيداع ما لا يقل عن 10% من جميع إيرادات الدولة السنوية في صندوق الأجيال القادمة ثم يُعاد استثمار العائد من كل إيرادات الصندوق. ويتكون صندوق الأجيال القادمة من استثمارات تتم خارج الكويت على أساس استراتيجية معتمدة لتوزيع الأصول في فئات أصول مختلفة. وتستند عملية توزيع الأصول في الهيئة إلى مساهمات الناتج المحلي الإجمالي العالمي والرسّمة السوقية.</li> </ul>	<p>/</p>

	<p>ب. هيكل الحوكمة</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>تم تحديد إطار المساءلة في مختلف الوثائق القانونية. المراجع (المدقق) العام هو المسؤول عن الإشراف على وزارة عمل المالية. مجلس الإشراف على البنك المركزي الترويجي ومدقق الحسابات الخارجي المحدد لها هما المسؤولان عن الإشراف على المجلس التنفيذي للبنك المركزي الترويجي. قسم التدقيق الداخلي في البنك يقوم نيابة عن المجلس التنفيذي بضمان وجود إدارة المخاطر الملائمة والفعالة في البنك والرقابة الداخلية المناسبة والمرضية. التدقيق الداخلي يقوم بتقديم بيانات مستقلة وموضوعية وتقديم المشورة بشأن إدخال تحسينات في إدارة ومراقبة (الإشراف على) الأنظمة.</li> </ul>	<p>ب. هيكل الحوكمة</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>تنفيذ مهمة جهاز قطر للاستثمار من مسؤولية مجلس جهاز قطر للاستثمار "QIA"، الذي يتم تعيينه من قبل صاحب السمو أمير البلاد؛ يُقدّم مجلس جهاز قطر للاستثمار التوجيهات الاستراتيجية لجهاز قطر للاستثمار ويراقب إدارته التنفيذية؛</li> <li>القرارات التجارية هي مسؤولية مجلس جهاز قطر للاستثمار وإدارته التنفيذية. ولا تتدخل حكومة قطر في استثمارات أو سحب استثمارات جهاز قطر للاستثمار أو القرارات التجارية الأخرى؛</li> <li>يقوم ديوان المحاسبة (التدقيق) بمراقبة وتدقيق حسابات جهاز قطر للاستثمار وتقديم التقارير مباشرة إلى صاحب سمو أمير دولة قطر.</li> </ul>	<p>ب. هيكل الحوكمة</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>تري الهيئة العامة للاستثمار أن هيكلها ونظام حوكمتها، المحددين بقوة القانون، يمثّلان مستوى عالٍ من التميز والمساءلة. فالهيئة العامة للاستثمار هي هيئة عامة مستقلة يُديرها مجلس إدارتها.</li> <li>في عام 2014، قامت الهيئة العامة للاستثمار بمراجعة شاملة لاستراتيجيتها من أجل مواومة نفسها مع أفضل الممارسات في الصناعة الاستثمارية في كل أوجه إدارة الأصول والاستثمار. وفي خلال هذه المراجعة، وجد الاستشاريون القائمون عليها أن الهيئة العامة للاستثمار تتمتع بواحدٍ من أفضل هيكل الحوكمة ليس فقط ضمن مجموعة أقرانها، بل أيضاً ضمن الصناعة الاستثمارية في مجموعها.</li> </ul>
<p>3. الاستثمار وإدارة المخاطر - الاستثمار</p>	<p>أ. الاستثمار</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>صدر الأساس لسياسة الاستثمار في مرسوم في GPFA. يتضمن التقرير السنوي المقدم إلى البرلمان معلومات عن تطوّر استراتيجية الصندوق. وتقوم استراتيجية الاستثمار على المعتقدات الأساسية لكيفية عمل الأسواق المالية والمميزات الخاصة للصندوق. وقد تم تفعيل الاستراتيجية في التفويض الذي وضعته الوزارة، ويتناول التفويض الأهداف، وتحمل المخاطر واستراتيجية الاستثمار. هدف البنك المركزي الترويجي هو تعظيم العائد على المدى الطويل رهناً بحدود مخاطر معينة. تقدم الوزارة سنوياً تقاريراً عن إدارة الصندوق إلى البرلمان. يُغطي التفويض أيضاً أحكاماً بشأن التعرض للمخاطر، الرافعة المالية، معيار الاستعانة بمصادر خارجية. وقد نشرت NBIM مزيداً من المعلومات حول استراتيجية الاستثمار ونهجها إلى حطر إدارة وتفويض المدير التنفيذي لـ:</li> </ul>	<p>أ. الاستثمار</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>تسعى استراتيجية الاستثمار لجهاز قطر للاستثمار لتحقيق عوائد الاستثمار على المدى الطويل من دون تعريض نفسها إلى مستويات لا داعي لها من المخاطر.</li> <li>ويلتزم الجهاز بمواصلة سلطة الاستثمار الاستراتيجي القائم فقط على الأهداف الاقتصادية والمالية، ولا تُستغل سلطة الاستثمار لخدمة أغراض ذات طابع سياسي.</li> <li>لا يُضمّن جهاز قطر للاستثمار عوامل أخرى في عمليات إدارة وتنفيذ الاستثمار؛ حيث أنه من الممكن في إطار الاستراتيجية الاقتصادية والمالية العامة لجهاز قطر للاستثمار أن يُضمّن اعتبارات ذات طابع بيئي و/أو إنساني.</li> <li>تتم إدارة الاستثمارات بمزيج من موارد إدارة الاستثمارات الداخلية والخارجية. ويستخدم جهاز قطر للاستثمار الموارد الداخلية لإدارة</li> </ul>	<p>أ. الاستثمار</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>الهيئة العامة للاستثمار كيان قائم على العمل التجاري؛</li> <li>لا تستثمر الهيئة العامة للاستثمار سوى في المشاريع التي تحدّدت بوضوح أهدافها الربحية؛</li> <li>لا تستثمر الهيئة العامة للاستثمار في قطاعات يُشكّل فيها القمار والأنشطة ذات الصلة بالكحول المكوّن الرئيس للعمل التجاري.</li> <li>الأفق الاستثماري:</li> <li>لدى الهيئة العامة للاستثمار أفق استثماري طويل المدى يتسم بالقدرة على تحمّل المخاطر واستيعاب تقلبات الأسواق على المدى القصير، ومن ثم فإنه يشكّل قوة لتحقيق الاستقرار في الأسواق المالية.</li> <li>قوة الإنجاز:</li> <li>- لا تسعى الهيئة العامة للاستثمار للاقتراض لأغراض الاستثمار؛ حيث يحظر ذلك الدستور الكويتي.</li> <li>- لا تستخدم الهيئة العامة للاستثمار أياً من منتجات</li> </ul>

<p>المشتقات كأدوات استثمارية.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ منصّة الاستثمار:</li> <li>- تستثمر الهيئة العامة للاستثمار الأموال من خلال مديري صناديق الاستثمار الخارجيين.</li> <li>- يستثمر مكتب الاستثمار الكويتي في لندن الأموال بشكل مباشر.</li> <li>■ الشراكات المتخصصة:</li> <li>- أنشأت الهيئة العامة للاستثمار سلسلة من الكيانات المستقلة المتخصصة في الاستثمار في فئات أصول معينة بالإنازة عنها. ومن أمثلة هذه الكيانات:</li> <li>- "سانت مارتنيز للاستثمار العقاري" في المملكة المتحدة وفي العالم ومقرها في لندن، المملكة المتحدة.</li> <li>■ "فوستر لين / بريد ستريت للاستثمارات العقارية" في الولايات المتحدة. ومقرها في أتلانتا، الولايات المتحدة الأمريكية.</li> <li>■ "رين هاوس للبنية التحتية" لاستثمارات البنية التحتية براونفيلد في المملكة المتحدة وفي العالم. مقرها في لندن، المملكة المتحدة.</li> </ul> <p>ب. إدارة المخاطر</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ تُعتبر وحدة تقدير المخاطر ومراقبة الأداء "RPU" المسؤولة عن الأداء الاستثماري وإدارة المخاطر على مستوى الهيئة العامة للاستثمار؛ حيث تقع على عاتقها المسؤوليات التالية:</li> <li>■ القيام بمراقبة الأداء وتحليل المخاطر؛ تحديد الأداء ومستوى المخاطر ورفعها إلى الإدارة العليا؛</li> <li>■ تطوير فهم الأداء والمخاطر في قطاعات الاستثمار بالهيئة العامة للاستثمار؛ التحقيق في المعلومات والبيانات غير الصحيحة؛</li> <li>■ تعليم الموظفين كيفية مراقبة الأداء وتقدير المخاطر.</li> </ul>	<p>الاستثمار في المجالات التي عرفت الخبرات؛ وخلاف ذلك تستخدم الموارد إدارة الاستثمارات الخارجية. في الحالات التي يتم فيها توظيف مدراء خارجيين، يتم اختيارهم على أساس أدائهم المالي والجدارة الائتمانية.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ يُدير جهاز قطر للاستثمار أصوله ويقوم بتفويض مدراء الاستثمار مع الحرص والرعاية. ويُعتبر كل قرار استثماري في سياق محفظة شاملة، كجزء من الاستراتيجية العامة للاستثمار لدمج خطر معقول مع العائد؛ تماشيًا مع مهمة الصندوق وأهدافه الاستثمارية، وليس معزل.</li> <li>■ جهاز قطر للاستثمار لديه إجراءات مفصلة عن اختيار وإشراك والرقابة (الإشراف) التشغيلية على مدراء الاستثمار الخارجيين. عملية الحرص واجبة لتقييم المدراء المحتملين فيم يخص الاعتبارات النوعية، الكمية والتشغيلية.</li> <li>■ تُطلب تحديثات أداء دورية من جميع مدراء الصناديق الخارجيين، وتتم المراقبة عن كثب.</li> </ul> <p>ب. إدارة المخاطر</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ لقد تم توسيع ممارسات إدارة المخاطر في جهاز قطر للاستثمار لتغطية جميع جوانب المخاطر المالية والتشغيلية والالتزام بالمعايير العالمية لإدارة المخاطر. تُقدّم الأقسام القانونية وأقسام الامتثال لإدارة المخاطر تقريرًا سنويًا حول مدى التقدّم والامتثال لمبادئ سنتياغو. كما شارك جهاز قطر للاستثمار سنة 2011 و2013 في المسوحات (الدراسات الاستقصائية) التي نظّمها المنتدى الدولي لصناديق الثروة السيادية "IFSWF".</li> </ul>	<p>.NBIM</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ وضعت الوزارة في المكان المبادئ التوجيهية للمراقبة والاستبعاد من الكون استثمارات الصندوق. تتوفر علنا المبادئ التوجيهية.</li> <li>■ يستخدم الاستبعاد على أساس معايير أخلاقية من قبل العديد من أصحاب الأصول والمديرين. ويجب أن يستند ملكية نشطة على الميثاق العالمي للأمم المتحدة، ومبادئ منظمة التعاون والتنمية OECD في حوكمة الشركات، والمبادئ التوجيهية للشركات متعددة الجنسيات. وتعرف ولاية الكيفية التي ينبغي أن NBIM ممارسة حقوق الملكية نيابة عن صندوق لحماية المصالح المالية طويلة الأجل للصندوق. نشرت NBIM مجموعة من المبادئ التوجيهية التصويت العامة لضمان الشفافية والقدرة على التنبؤ في الكيفية التي تدير حقوق ملكية الصندوق. نشرت NBIM أيضا وثائق توقع في بعض المناطق. سجل كامل من التصويت متاحة للجمهور.</li> </ul> <p>ب. إدارة المخاطر</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ يقوم قسم التدقيق الداخلي في البنك نيابة عن المجلس التنفيذي بضمان وجود إدارة المخاطر الملائمة والفعالة في البنك والرقابة الداخلية المناسبة والمرضية. يقوم التدقيق الداخلي بالإدلاء ببيانات مستقلة وموضوعية وتقديم المشورة بشأن إدخال تحسينات في نُظُم الإدارة والرقابة. ويُشرف على المجلس التنفيذي للبنك كل من مجلس رقابة البنك المركزي الترويجي والمدقق الخارجي لهذا الأخير، شركة ديلويت. بالإضافة إلى ذلك، فإن المالك يقدم تقاريرًا سنوية إلى البرلمان بشأن إدارة الصندوق.</li> </ul>	<p>-إدارة المخاطر</p>
--	--	--	-----------------------

المصدر: من إعداد الباحثة؛ بالاعتماد على: Santiago Principles: 15 Case Studies, How IFSWF Members implement the Santiago Principles, International Forum of Sovereign Wealth Funds (IFSWF), 2014.

يُمكن من خلال الجدول استنتاج النَّقائص التي يُعاني منها صندوق ضبط الموارد، كما يلي:

### أولاً: نقائص صندوق ضبط الموارد

- يُعاني صندوق ضبط الموارد من عدّة نقائص، يمكن ذكرها فيما يلي:
- غياب إطار قانوني سليم يكون أساساً لهيكل مؤسسي وإداري متين، يُبين بوضوح توزيع المسؤوليات والفصل بينها؛ حيث أن صندوق ضبط الموارد في شكله الحالي عبارة عن حساب من حسابات الخزينة العمومية؛ ومن ثم فهو غير مستقل عن الموازنة العامة للدولة، مما يؤدي إلى حدوث تداخل بين وظائف الصندوق والموازنة العامة، الأمر الذي يقلل من فعالية الصندوق في ضبط الموازنة العامة خلال فترات ارتفاع الجباية البترولية؛
- إن انفراد وزارة المالية بحق إدارة وتسيير الصندوق يعني سيطرة الحكومة عليه، مما يؤدي إلى تدني كفاءة استغلال بالنظر لهيمنة الاعتبارات السياسية على حساب الاعتبارات الاقتصادية في تسيير الصندوق؛
- غياب نظم إبلاغ ملائمة-تشمل التقارير السنوية والبيانات المالية المراجعة- والتي تسمح بمراقبة الأداء، وضمان اتساق عمليات صندوق ضبط الموارد مع أهدافه المعلنة؛
- إن اعتبار صندوق ضبط الموارد حساباً خاصاً من حسابات الخزينة العمومية يؤدي إلى عدم خضوعه لرقابة البرلمان؛ بالنظر إلى أن العمليات الخاصة بحسابات الخزينة تتم خارج الموازنة العامة للدولة، مما يعني عدم وجود رقابة مستقلة على الصندوق ومن ثمّ التقليل من فرص خضوع الحكومة للمساءلة؛
- لا وجود لاتساق قواعد واضحة بشأن المنهج العام لصندوق ضبط الموارد إزاء التمويل والسحب، مع هدف سياسات الصندوق؛
- غياب سياسة استثمارية واضحة تظهر الالتزام بخطة استثمارية منضبطة؛
- غياب إطار قوي لتحديد الأصول، إدارة المخاطر في عمليات صندوق الثروة السيادية؛
- غياب الإفصاح العلني عن توصيف السياسات الاستثمارية لصندوق الثروة السيادية، ومنهجه العام إزاء إطار إدارة المخاطر، وإعمال حقوق الملكية تعزيزاً للمساءلة؛
- إن اقتصر موارد الصندوق على فائض الإيرادات البترولية يعرضه لصدمات خطيرة في حالة انخفاض أسعار النفط إلى مستويات متدنية لفترات طويلة، مما يعني أن الصندوق غير مستقل عن تقلبات أسعار النفط، كما أن استمراره في النشاط مستقبلاً غير مؤكد؛
- إن تركيز مجال عمل الصندوق الداخلي واقتصر عمله الخارجي على سداد المديونية العمومية الخارجية يؤدي إلى وجود سيولة مالية معطلة في الصندوق، ومن ثمّ حرمان البلد من عوائد معتبرة يمكن الحصول عليها في حالة استثمار أصول الصندوق خارج البلد؛
- افتقار الصندوق لهيكل واضح للحكومة وغياب الإطار المؤسسي؛
- يحتاج الصندوق إلى وضع استراتيجية استثمارية وإتباعها بإدارة تُعنى بالمخاطر؛

- إن عدم نشر تقارير ومعلومات دورية تفصيلية عن الصندوق يقلل من شفافية التسيير ويؤدي إلى حرمان الرأي العام من الاطلاع على تطوّر وضعيّة الصندوق.

### ثانياً: مبررات إصلاح وتطوير صندوق ضبط الموارد

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

- 1. ضعف الطاقة الاستيعابية للاقتصاد الجزائري:** يعاني الجهاز الإنتاجي في الجزائر من مشاكل هيكلية تؤثر في قدرته على تغطية الطلب الكلي المحلي؛ فضلاً عن الاستجابة لأي زيادة في الطلب، ومن ثمّ فإن الاستعمال الداخلي للفوائض المالية المحققة يؤدي إلى ارتفاع معدلات التضخم وارتفاع حجم الواردات لتغطية الزيادة في الطلب المحلي، لذلك فإن الاستثمار الخارجي للفوائض المالية يحافظ على استقرار الاقتصاد الوطني.
- 2. تحمل تكلفة الفرصة البديلة:** إن الاحتفاظ بالفوائض المالية كاملةً وعدم استثمار جزءٍ خارجياً يؤدي إلى تضييع الحكومة لفرص استثمارية خارجية يمكن استغلالها في تحقيق عوائد إضافية للبلد.
- 3. تدهور قيمة أصول الصندوق:** إن الامتناع عن استثمار أصول الصندوق والاحتفاظ بها في شكل سيولة نقدية يُعرضها لخطر فقدان قيمتها بسبب ظاهرة التضخم. ورغم محدودية هذا التأثير بسبب انخفاض معدلات التضخم المسجلة في نفس الفترة، إلا أنه يعطي صورة واضحة عن وضعيّة الصندوق في حالة تسجيل معدلات تضخم مرتفعة على غرار معدلات التضخم المسجلة في فترة التسعينات من القرن العشرين؛ ومن ثمّ فإن توسيع مجال نشاط الصندوق ليشمل الاستثمار الخارجي يجد من مخاطر ظاهرة التضخم على القيمة الجارية لأصول الصندوق<sup>1</sup>.
- 4. التوزيع العادل للثروة بين الأجيال:** حيث يقوم الصندوق بتحقيق عائدٍ على الاستثمار طويل المدى للاحتياجات المالية التي كلفته الدولة باستثمارها، بغرض توفير مصدر إيرادٍ بديل للإيرادات النفطية، مما يُعزز من قدرة الأجيال الجزائرية القادمة على مواجهة مُتغيرات المستقبل بقدرٍ عالٍ من الثقة؛

<sup>1</sup> نبيل بوفليخ: دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية: الواقع والآفاق مع الإشارة إلى حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه، مرجع سابق، ص: 238.

5. الصّمود أمام الصّدّامات الخارجيّة: حيث يُمثّل الصّندوق عامل استقرار للاقتصاد الجزائري في حالة الأزمات؛ والدليل الأزمة التي يمرّ بها العالم عمومًا؛ والجزائر خصوصًا، بعد انخفاض أسعار النّفط إلى مستويات جدّ متدنّية والمضاعفات التي خلّفتها على الخزينة؛ ولو كان للصّندوق سياسة استثماريّة تضاهي صناديق الثروة السيادية العربيّة والعالمية، ولم يكتف بتحويل عجز الموازنة وتخفيض المديونيّة، لما تعرّض لما يتعرض إليه الآمن من إمكانية النّضوب والزوال.

## المبحث الثالث: سياسات ترشيد دور صندوق ضبط الموارد والانتقال به إلى صندوق سيادي

إنّ ترشيد دور صندوق ضبط الموارد وتحسين أدائه وفعاليته يتطلب العديد من السياسات؛ يتمّ تجسيدها من خلال إعداد استراتيجية طويلة المدى تعتمد أساساً على تغيير نظرة الحكومة للصندوق، من اعتباره أداة مؤقتة تعمل على ضبط وتعديل الموازنة العامة وسداد المديونية إلى أداة مستدامة تعمل على المدى البعيد وتُساهم في ضمان مستقبل الأجيال القادمة، كما أنّ الهدف الرئيس لهذه الاستراتيجية يتركز على تحويل مداخيل الثروة النفطية؛ باعتبارها ثروة زائلة إلى ثروة مالية مستدامة.

إنّ تحقيق هذه الاستراتيجية يتطلب إعادة النظر في كلّ ما يتعلّق بالصندوق؛ انطلاقاً من أهدافه ومجال نشاطه واستراتيجية استثمار أصوله؛ عن طريق إجراء إصلاحات جذرية تشمل أيضاً ترتيبات الحوكمة والشفافية والإفصاح وإدارة المخاطر، مما يستوجب اقتراح نموذج جديد لصندوق الثروة السيادي الجزائري يستفيد من مزايا التجارب الدولية الرائدة في هذا المجال، مع الأخذ بعين الاعتبار خصائص ومميزات الاقتصاد الجزائري؛ في إطار المبادئ والممارسات المتعارف عليها "مبادئ سنتياغو".

- المطلب الأول: الإطار القانوني، الأهداف والتنسيق مع سياسات الاقتصاد الكلي؛
- المطلب الثاني: الإطار المؤسسي وهيكل الحوكمة؛
- المطلب الثالث: الاستثمار وإدارة المخاطر.

## المطلب الأول: الإطار القانوني، الأهداف والتنسيق مع سياسات الاقتصاد الكلي

إنّ الأساس الذي يقوم عليه أي صندوق ثروة سيادية هو وجود أطر قانونية واضحة وسليمة، يستند إليها في وضع وتنفيذ مهامه؛ من خلال هياكل فاصلة للمسؤوليات وحوكمة الصندوق، بما يخدم السياسات الاقتصادية الكلية في البلد. وفي هذا الإطار، وبما أنّ صندوق ضبط الموارد لا يتعدى أن يكون حساباً من حسابات التخصيص الخاص في الخزينة العمومية؛ ينبغي اتّخاذ مجموعة من الإجراءات للانتقال به إلى صندوق ثروة سيادية، أولها وضع قانونٍ أساسي خاص بالصندوق.

وهناك مجموعة من الترتيبات التي ينبغي المبادرة باتّخاذها، والتي نقترح أهمّها فيما يلي:

- فصل صندوق ضبط الموارد عن الخزينة العمومية، وجعله كياناً مستقلاً يحكمه قانونٌ خاصّ به، يتم وضعه من قبل الخبراء المختصين، وتقديم مسودته للبرلمان لمناقشته والمصادقة عليه؛
- أن يتضمّن القانون كلّ ما يتعلّق بمهامية الصندوق وأهدافه وموارده وكيفية إدارته ومختلف الأمور المتعلقة بعملياته وعلاقته مع غيره من كيانات الدولة، وتحديد صلاحيات مختلف الهيئات والفصل بين مهامها؛
- أن يتم تحديد الأهداف الاستراتيجية بوضوح، وتعيين لجنة خاصة لمتابعة مدى تنفيذ هذه الأهداف وعدم الحياد عنها؛

- ضمان استقلالية الصندوق عن الحكومة وعدم خضوعه للاستغلال السياسي؛
- الالتزام بترتيبات الشفافية والإفصاح والمساءلة المنصوص عليها في مبادئ سنتياغو.

يمكن اقتراح قانون أساسي لصندوق ضبط الموارد؛ من خلال مجموعة من المواد التي يتم تصنيفها وفقاً لعدة أقسام بالتوازي مع المجالات التي جاءت بها مبادئ سنتياغو: الإطار القانوني، الأهداف والتنسيق مع سياسات الاقتصاد الكلي، الإطار المؤسسي وهيكل الحوكمة والاستثمار وإدارة المخاطر.

### أولاً: ماهية ومجال ونشاط الصندوق

سنقوم فيما يلي باقتراح مجموعة من المبادئ التي ينبغي أن يتضمنها مشروع القانون الأساسي للصندوق في إطار ماهيته ومجال نشاطه وموارده، وهي كالآتي:

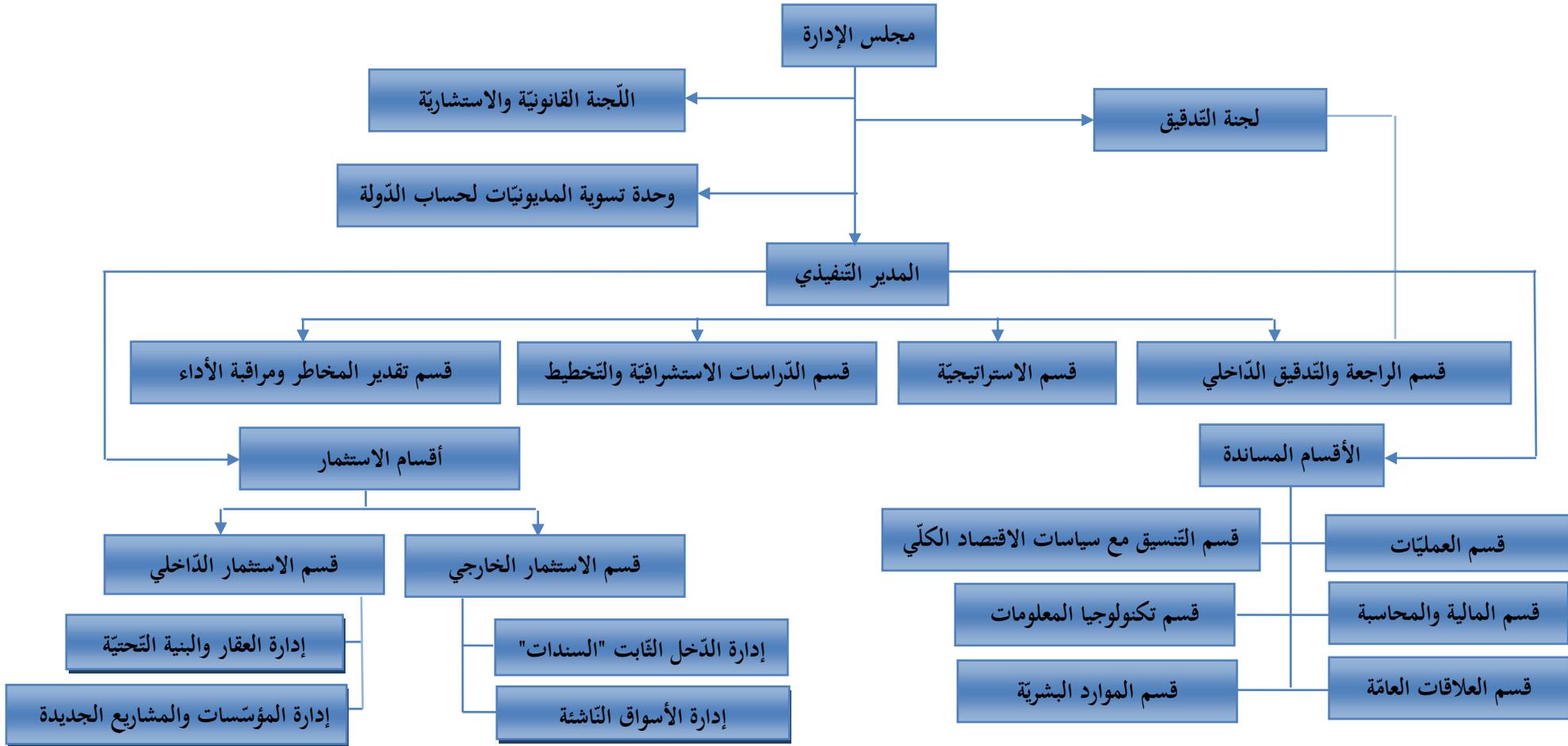
1. يتم فصل صندوق ضبط الموارد عن الحكومة؛ من خلال تأسيس هيئة مستقلة تحت مسمى "الصندوق السيادي الجزائري"، يقوم بإدارة واستثمار الموارد المتأتية من فائض الجباية البترولية المحوالة إليه من قبل الحكومة في المقام الأول، وعائدات الصندوق من الاستثمارات المختلفة.
2. يتم تحديد الأهداف الاستراتيجية للصندوق كما يلي:
  - تعزيز قدرة الحكومة على التسيير طويل الأجل لمداخيل الثروة النفطية؛
  - تحقيق مبدأ التوزيع العادل للثروات بين الأجيال؛ من خلال ضمان حق الأجيال القادمة في الاستفادة من الثروة النفطية؛ وتحويلها إلى ثروة مالية مستدامة؛
  - الحفاظ على استقرار الموازنة العامة للدولة وحمايتها من أثر تقلبات المدخيل النفطية متمثلة في الصدمات الخارجية؛ من خلال توفير السيولة لخزينة الدولة عند الحاجة؛
  - تخفيض المديونية العمومية؛
  - تمويل المشاريع الاستراتيجية الكبرى التي تُساهم في تحقيق تنمية اقتصادية محلية مستدامة.
3. ضرورة توسيع مجال نشاط الصندوق ليشمل المجال الخارجي؛ من خلال الاستثمار في الأسواق الناشئة وصناديق التحوط، والمجال الداخلي من خلال الاستثمار في مشاريع التنمية المحلية؛ لتحقيق الأهداف المسطرة.
4. الإفصاح العلني عن كل ما يخص الصندوق، وإنشاء موقع الكتروني خاص به؛

5. التّحديد الواضح والجليّ لأهداف الصّندوق، وتعديلها بما يضمن تطوير الصّندوق ليرقى إلى مصاف صناديق الثّروة السياديّة العربيّة والعالميّة، مع مراعاة خصوصيّة الاقتصاد الجزائري والإفصاح العلني عن هذه الأهداف وإدراج التّفاصيل في القانون التّنظيمي؛
6. يتم إلغاء صندوق ضبط الموارد وتحويل رصيده نحو الصّندوق السيادي الجزائري فور إنشاء الصّندوق؛
7. يفتح حساب مزدوج بالعملة الأجنبيّة والمحليّة لدى البنك المركزي الجزائري لصالح الصندوق السيادي الجزائري، لتمكينه من القيام بمختلف أنشطته الداخليّة والخارجيّة؛
8. لا يتم حساب أصول الصّندوق السيادي الجزائري ضمن احتياطات الصّرف الأجنبيّة المدارة من قبل البنك المركزي الجزائري؛
9. أهداف الصّندوق توضع بالتنسيق مع السّلطات الماليّة والتّقديّة في البلد، لضمان الاتّساق مع السياسات الاقتصاديّة الكليّة الشّاملة؛
10. وضع قواعد وإجراءات تتعلّق بالمنهج العام لعمليّات السّحب والتّمويل المرتبطة بالصّندوق في المطبوعات ذات الصّلة والميزانيات والحسابات التي يُحدّدها القانون؛
11. إصدار تقارير سنوية، ثلاثية، ربع سنويّة، حسب ما ينصّ عليه القانون، تتضمّن الأداء والمخاطر والتكاليف، يتم تقديمها للجهة المالكة على شكل بياناتٍ إحصائيّة، يتم الإفصاح عنها علنًا ويتم نشرها على الموقع الإلكتروني للصّندوق؛
12. أن يحافظ الصّندوق السيادي الجزائري على المشاركة الفعّالة في التّطوّرات الاقتصاديّة والماليّة في الجزائر، كما يُعزّز ويدعم إضفاء الطابع المؤسّسي على السّوق؛ من خلال إنشاء صناديق وشركات لتعزيز وتمويل الأعمال التجاريّة المحليّة، ويُشارك في إطلاق الاستثمارات المحليّة التي لديها عوائد اقتصاديّة مُجدية؛
13. وضع هيكل تنظيمي للصّندوق السيادي الجزائري؛ استنادًا إلى أهدافه.

### ثانيًا: الهيكل التّنظيمي للصّندوق السيادي الجزائري

سيتم فيما يلي؛ وبالاعتماد على الهياكل التّنظيميّة لصناديق الثّروة السياديّة الثلاثة المدروسة سابقًا، اقتراح هيكل تنظيميّ لصندوق الثّروة السياديّة الجزائري؛ في إطار مبادئ سنتياغو، مع مراعاة الأهداف المحدّدة للصّندوق وخصوصيّة الاقتصاد الجزائري. والشّكل الموالي يمثّل الهيكل التّنظيمي للصّندوق السيادي الجزائري.

شكل رقم (4-14): الهيكل التنظيمي لصندوق الثروة السيادية الجزائري



المصدر: من إعداد الباحثة.

## 1. مجلس الإدارة

يُعتبر أعلى سلطةٍ في الصندوق، يتولّى مهمّة رسم وإعداد الاستراتيجيات والسياسات المتعلقة بنشاط الصندوق مع الحرص على متابعة تنفيذها. يتكوّن المجلس من عشرة أعضاء، أربعة أعضاء معيّنين بحكم مناصبهم على التوالي: وزير المالية، محافظ البنك المركزي، ممثل عن البرلمان، ممثل عن مجلس المحاسبة، بالإضافة إلى ستة أعضاء مستقلّين يتم تعيينهم بمرسوم رئاسي ويتم اختيارهم على أساس خبرتهم في المجال المالي والاقتصادي.

## 2. المدير التنفيذي

يُعدّ المشرف الفعلي على الصندوق يُكلّف بتنفيذ سياسات مجلس الإدارة، ويُعتبر المسؤول المباشر عن مختلف مصالح وأقسام الصندوق، مطالب بإعداد وتقديم تقارير فصلية وسنوية حول أداء الصندوق لمجلس الإدارة ولوزارة المالية بصفتها مالك الصندوق، كما يُمكن للمدير التنفيذي تقديم اقتراحات لمجلس الإدارة من أجل تغيير أو تعديل استراتيجية الاستثمار المتبعة في الصندوق.

ويتم تعيين كل من رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي للصندوق من بين الأعضاء المستقلّين بالمجلس وبالاعتماد على مبدأ التصويت. تُحدّد عهدة كل من رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي للصندوق والأعضاء المستقلّين بأربع سنوات قابلة للتجديد مرّة واحدة لا غير.

## 3. اللجنة القانونية والاستشارية

يتمثّل الهدف الرئيس من إنشاء اللجنة القانونية والاستشارية في حماية الصندوق السيادي الجزائري ككيانٍ يعمل وفقاً للقانون المعمول به؛ حيث تراقب اللجنة النشاط التجاري للصندوق بما يضمن أن تكون العقود والاتفاقيات التجارية ذات الصلة بالاستثمار قانونية. كما تساعد اللجنة في إعداد الاتفاقيات والتفاوض مع أطرافٍ ثالثة حول الاتفاقيات الثنائية بين الجزائر ودول أخرى فيما يتعلّق بتشجيع وتبادل الحماية للاستثمارات وتجنب الازدواج الضريبي، بالإضافة إلى توفير حماية قانونية لنشاطات الصندوق في الخارج. وتوفر اللجنة القانونية والاستشارية المشورة لجميع إدارات الاستثمار. كما تُشارك اللجنة أيضاً في تسوية جميع المشكلات التي تواجه الإدارات المعنية، والصندوق السيادي الجزائري بشكلٍ عام.

4. لجنة التدقيق: تقوم بالرقابة على تعيين مراجعي الحسابات الخارجيين، وإعداد التقارير المالية وفقاً للمعايير الدولية المعمول بها، وتقديمها إلى مجلس إدارة الصندوق بشكل دوري، كما تقوم بالإشراف على قسم المراجعة والتدقيق الداخلي بالتنسيق مع المدير التنفيذي للصندوق.

#### 5. لجنة تسوية المديونيات لحساب الدولة

تقوم هذه اللجنة بدراسات تتعلق بإمكانية ومقدار مساهمة الصندوق السيادي الجزائري أثناء وقوع الأزمات، وهو الدور الذي كان يضطلع به صندوق ضبط الموارد، وهي مكلفة بمراقبة ومتابعة تحويلات الصندوق الموجهة لسداد المديونية العمومية؛ وبالإشراف على تحويلات الحكومة للصندوق المتضمنة لفائض قيمة الجباية البترولية، بالإضافة إلى تحويلات الصندوق الموجهة لتمويل عجز الموازنة العامة للدولة.

6. قسم الدراسات الإشرافية والتخطيط: مكلف بتوفير البيانات والنتائج الخاصة بالصندوق، بالإضافة إلى القيام بدراسات مستقبلية حول أداء الصندوق.

7. قسم الاستراتيجية: يتمثل دوره في تقييم استراتيجيات الاستثمار المتبعة وتقديم اقتراحات التعديل للمدير التنفيذي.

8. قسم المراجعة والتدقيق الداخلي: التدقيق الداخلي هو نشاط موضوعي مستقل يُشكل ضماناً لسلامة الأعمال ومجالاً لتقديم الاستشارات بهدف تحقيق قيمة مضافة وتحسين عمليات الصندوق. ويساعد مكتب التدقيق الداخلي الصندوق السيادي الجزائري على تحقيق أهدافه؛ من خلال أسلوب منهجي منضبط لتقييم وتحسين فعالية إدارة المخاطر والرقابة والحوكمة. يُكلف بمراجعة مختلف نشاطات أقسام الصندوق وتقديم تقارير دورية للمدير التنفيذي. وتمثل أهداف مكتب التدقيق الداخلي في مساعدة الإدارة في الأداء الفعال لمسؤولياتها؛ من خلال توفير تقييم مستقل للعمليات والإجراءات، وذلك بتحديد نقاط الضعف في التحكم والرقابة ورفع تقارير عنها للإدارة لإدخال تحسينات مع ضمان أن يتم تنفيذ التوصيات المقبولة بشكل رقابي فعال وفوري.

9. قسم تقدير المخاطر ومراقبة الأداء: مكلف بمراقبة أداء الصندوق ومدى تحقيق الأهداف المسطرة وعدم الانحراف عنها، كما يقوم بتحديد مختلف المخاطر المصاحبة لاستثمارات الصندوق الداخلية والخارجية؛

10. الأقسام المُساندة: تتمثل مهامها في توفير الظروف الملائمة لنشاط الصندوق عن طريق تقديم الدعم البشري والمادي والمالي لمختلف مصالح وأقسام الصندوق وتكون من:

- قسم العمليات: مسؤول عن كافة العمليات الداخلية والخارجية التي يقوم بها الصندوق؛

- قسم التنسيق مع سياسات الاقتصاد الكلي: يعمل على دعم اتساق عمليات الصندوق السيادي الجزائري مع السياسات الاقتصادية الكلية للحكومة من خلال:
    - التنسيق الملازم بين عمليات الصندوق السيادي الجزائري وسلطات السياسات الاقتصادية الكلية المتمثلة في بنك الجزائر؛
    - اتساق قواعد واضحة بشأن المنهج العام للصندوق السيادي الجزائري إزاء التمويل والسحب، مع هدف سياسات الصندوق؛
    - تضمين بيانات الصندوق السيادي الجزائري ضمن البيانات الاقتصادية الكلية، لتسهيل تحليل السياسة الاقتصادية.
  - قسم المالية والمحاسبة: يُشرف على تغطية مختلف التكاليف المترتبة على نشاط الصندوق؛
  - قسم تكنولوجيا المعلومات: يقوم بالإشراف على إدارة نظام المعلومات في الصندوق وتحسين تدفق المعلومات وتخزينها.
  - قسم العلاقات العامة: مكلف بتطبيق برامج تكوينية لفائدة المستخدمين وتعزيز العلاقات الخارجية للصندوق مع مختلف الهيئات والمنظمات الاقتصادية، بما فيها صناديق الثروة السيادية الأجنبية.
  - قسم الموارد البشرية: مكلف بتنظيم وتسيير الموارد البشرية المستخدمة في الصندوق؛
11. أقسام الاستثمار: تُعتبر أهم أقسام الصندوق، وتتكوّن من قسمين:
- أ. قسم الاستثمار الداخلي:
- إدارة العقار والبنية التحتية: مكلفة بإدارة استثمارات الصندوق في المجال العقاري والمنشآت القاعدية؛
  - إدارة المؤسسات والمشاريع الجديدة: تعمل بالتنسيق مع الحكومة على تمويل بعض المشاريع الاستراتيجية، التي تهدف إلى رفع مستوى التنمية الاقتصادية، علماً أنّ تمويل الصندوق لجزء من هذه المشاريع سيساهم في تخفيض حجم الإنفاق الحكومي والحفاظ على استقرار الموازنة العامة للدولة.
- ب. قسم الاستثمار الخارجي: مكلف بتحقيق الأهداف بعيدة المدى للصندوق؛ حيث يقوم باستثمار أصول الصندوق بطريقة مباشرة أو غير مباشرة في البلدان والأسواق المالية الأجنبية. يتضمّن هذا القسم الإدارات التالية:
- إدارة الدخل الثابت "السندات": تُدير جميع الأصول ذات الدخل الثابت في الصندوق السيادي الجزائري. وتنشط الإدارة في الاستثمارات على مستوى العالم في جميع فئات الأصول الرئيسة ذات الدخل الثابت. كما

تدير الإدارة مبالغ كبيرة من خلال أفضل وأكبر مدراء الصناديق في العالم. وتسعى الإدارة باستمرار للبحث عن فرص استثمارية جديدة في السوق.

- إدارة الأسواق الناشئة: إدارة أسهم الأسواق الناشئة مسؤولة عن الإشراف على ومراقبة مدراء الصناديق الخارجيين المكلفين بإدارة ثلاث مناطق واسعة: آسيا، الاتحاد الأوروبي وأمريكا اللاتينية.

### المطلب الثاني: الإطار المؤسسي وهيكل الحوكمة

إنّ الإدارة الفعالة لعمليات الصندوق السيادي الجزائري تقوم على تقسيم الأدوار والمسؤوليات، ووضع هيكل واضحة وسليمة للحكومة، كما تقوم على وضع معايير معتمدة عالمياً فيما يخصّ المحاسبة والمراجعة.

كما أنّ إتاحة المعلومات المالية بصفة منتظمة، يُعزّز ثقة البلدان الملتقّية للاستثمارات ويُقوّي المساءلة ويُقدّم صورةً موثوقة عن الصندوق السيادي الجزائري. وفي هذا الإطار نقترح ما يلي:

1. وضع إطار تنظيمي واضح للصندوق السيادي الجزائري من قبل البرلمان؛ يقوم فيه بتحديد الأدوار والمسؤوليات، بين مالك ومُسيّر، وإدراج مختلف التفاصيل الخاصة بشروط الاستثمار واتخاذ القرارات الاستثمارية، ووضع مبادئ توجيهية أخلاقية لإدارة الصندوق؛ بما يُسهّل المساءلة والاستقلالية التشغيلية لهذه الأخيرة؛ سعياً لتحقيق الأهداف المنشودة؛ تقوم وزارة المالية بنشرها والإعلان عنها للجمهور؛
2. تُعتبر وزارة المالية المالك الرسمي للصندوق، غير أنّ هذه الصّفة لا تمنح لها حقّ إدارته؛ باعتباره هيئة مستقلة، كما أنّ الاستعمال الداخلي لموارد الصندوق من قبل الحكومة لا يتم إلاّ بعد موافقة مسبقة من البرلمان؛
3. تحديد الأهداف بشكل واضح، وتعيين أعضاء مجلس الإدارة والمجلس التنفيذي ومختلف المصالح الفرعية الأخرى، ووضع إطار للتنظيم والإشراف وإعداد التقارير المرتبطة بالصندوق، والتي تشمل طريقة تفويض الواجبات والتراخيص وتقارير الأداء والمخاطر؛ وتقديمها للبرلمان للمصادقة عليها؛
4. تعمل السلطة الحاكمة بمرسوم في اللوائح التي يُنظّمها القانون؛ بما يخدم مصالح الصندوق السيادي الجزائري، وتُكلّف بمهمة واضحة، وتُمنح السلطة والاحتصاص الكافيين لأداء وظائفها التي تشمل التغطية في جملة من الأمور: هدف الإدارة، الاستثمارات، معايير إعداد التقارير، إدارة المخاطر والتكاليف والعلاقة بين المالك والمدير وتحديد النظام الأساسي للوائح الداخلية والخارجية والتفويضات، بشكل أكثر تفصيلاً للتنفيذ العملي وتعيين مجلس إشرافي ومُدقّق حسابات للقيام بعمليات المراجعة والرقابة؛
5. لا بدّ أن يكون المدير التنفيذي للصندوق السيادي الجزائري مستقلاً عن وزارة المالية، وحرّاً في تنفيذ استراتيجيات الصندوق؛ في إطار التفويض الذي حدّدته الوزارة؛ كما يُكلّف المدير التنفيذي بإعداد ونشر

تقارير فصلية وسنوية حول أداء الصندوق، يتم تقديمها لمجلس إدارة الصندوق بالإضافة إلى وزارة المالية؛ علمًا أنّ هذه التقارير يجب أن تخضع للمراجعة والمصادقة من قبل مكتب محاسبة دولي، ويتم نشر هذه التقارير عبر وسائل الإعلام المختلفة؛

6. تحديد إطار المساءلة عن عمليات الصندوق السيادي الجزائري في مختلف الوثائق القانونية، وتعيين مدقق عام يكون مسؤولاً عن الإشراف على عمل وزارة المالية، مجلس إشراف البنك المركزي ومدقق الحسابات الخارجي مسؤولان عن الإشراف على المجلس التنفيذي للصندوق. ويقوم قسم التدقيق الداخلي بما يلي:

- ضمان وجود إدارة مخاطر مُلائمة وفعّالة؛
- تقديم بيانات مُستقلة وموضوعية؛
- تقديم المشورة بشأن إدخال تحسينات على مستوى إدارة ومراقبة الأنظمة؛
- تقدّم وزارة المالية؛ باعتبارها المالك الرسمي للصندوق تقارير سنوية/ نصف سنوية للبرلمان، ينبغي أن تتضمن المعلومات المنصوص عليها في القانون (ملخص حقيقي وعادل عن أداء الصندوق، تكاليف الإدارة واستراتيجياتها، خلق القيمة والمخاطر ذات الصلة داخل دائرة الاستثمار)، وأن يتم الإعلان عنها للجمهور. كما يجب أن تستند التقارير على القواعد والمعايير المحاسبية الحالية لبنك الجزائر.

7. تنظيم البيانات المالية في اللائحة المتعلقة بالحسابات السنوية لبنك الجزائر؛

8. إنشاء ونشر معايير أخلاقية واضحة من قبل وزارة المالية، وتشمل هذه المبادئ الشفافية والموضوعية والاستقلالية، وكذلك فرض قيود على المعاملات في الأدوات المالية؛

9. تعريف العلاقة مع الأطراف الثالثة "مدراء خارجيين" في القانون؛ حيث لا بدّ أن تنصّ اللائحة التنظيمية لإدارة المخاطر والرقابة الداخلية على أن يضطلع البنك المركزي بهذه المهمة؛ من خلال ضمان وجود كفاءات ملائمة داخل هيكل البنك لإدارة اتفاق الاستعانة. وتُحدّد مسؤولية الاستعانة بمصادر خارجية في اتفاق مكتوب، ويُراعى شرط أن يخدم هذا الاتفاق المصالح الاقتصادية للصندوق؛

10. يتم وضع كل من إطار العمل العام والهدف من قبل البرلمان والمنصوص عليها في التشريع، ويتم تعيين عناصر أكثر تحديداً فيما يخص تقسيم العمل بين المالك والمدير في التفويض الذي يُحدّد أنه ينبغي على إدارة الصندوق اتخاذ القرارات الاستثمارية بشكل مستقل عن الوزارة؛

11. تقوم وزارة المالية بعرض النتائج المالية للصندوق ويُقدّم تقريراً سنوياً إلى البرلمان بشأن إدارته، يتضمن هذا التقرير مناقشة مستفيضة لاستراتيجية الاستثمار والمعتقدات. كما تُقدّم التقارير أيضاً إلى البرلمان بشأن الحوكمة والإشراف على الصندوق؛

12. يُقدّم المدير تقريراً للمالك كل ثلاثة أشهر، تكون هذه التقارير علنية، ويتم تضمين المعلومات المالية في الملاحظات على التقرير السنوي لبنك الجزائر، وفي ميزانية الحكومة والحسابات الحكومية؛

13. بالإضافة إلى أنظمة الرقابة الداخلية الخاصة بالصندوق والرقابة التي تمارسها وزارة المالية على نشاطه، يخضع الصندوق كذلك لرقابة دورية مستقلة من قبل البرلمان عن طريق لجنة برلمانية مكلفة بالمراقبة المستمرة لأدائه، بالإضافة إلى رقابة مجلس المحاسبة؛
14. يعمل الصندوق السيادي الجزائري كمستثمر مسؤول وغير نشط بشكل عام، وعندما يكون الصندوق في وضع تنافسي مع مستثمرين آخرين في الأسواق العالمية، فإنه يخضع للقوانين واللوائح المعمول بها والتي يخضع لها أيضاً كل هؤلاء المستثمرين في المناطق التي يتم فيها الاستثمار؛
15. يلتزم الصندوق السيادي الجزائري بدفع القطاع الخاص نحو التميز مع ضمان أنه لا يتنافس معه، وأنه لا يُشكّل بديلاً عنه في أي مجال.

### المطلب الثالث: الاستثمار وإدارة المخاطر

إنه من الضروري وضع سياسات استثمارية سليمة ومحددة المعالم، وبناء أطر لإدارة المخاطر من أجل ضمان اتساق قرارات صندوق الثروة السيادية مع أغراضه ومع أهدافه الاستثمارية، ولكي يتسنى إدارة المخاطر بكفاءة وفعالية. وإن من شأن الشفافية على وجه الخصوص فيما يتعلق بالنسق التصويري لصندوق الثروة السيادية، أن تطمئن الأطراف الأخرى، بما فيها البلدان المتلقية للاستثمارات، بأن أعمال الصندوق تتسق مع أهدافه المعلنة. وفي هذا الإطار نقترح على الصندوق السيادي الجزائري ما يلي:

1. أن يصدر الأساس لسياسة الاستثمار في القانون التنظيمي؛
2. الصندوق السيادي الجزائري كياناً قائم على العمل التجاري؛
3. لا يستثمر الصندوق السيادي الجزائري سوى في المشاريع التي تحدت بوضوح أهدافها الربحية؛
4. لا يستثمر الصندوق السيادي الجزائري في قطاعات يُشكّل فيها القمار والأنشطة ذات الصلة بالكحول المكوّن الرئيس للعمل التجاري؛
5. أن يتضمّن التقرير السنوي المقدم إلى البرلمان معلومات عن تطوّر استراتيجية الصندوق. وتقوم استراتيجية الاستثمار على المعتقدات الأساسية لكيفية عمل الأسواق المالية والمميزات الخاصة للصندوق، ويتم تفعيل الاستراتيجية في التفويض الذي تضعه الوزارة، والذي يتناول أيضاً أحكاماً بشأن التعرض للمخاطر، الرافعة المالية ومعيار الاستعانة بمصادر خارجية؛
6. أن تهدف القرارات الاستثمارية التي يتخذها الصندوق السيادي الجزائري إلى تعظيم العائد المالي المعدّل حسب المخاطر؛ بما يتوافق مع سياسته الاستثمارية واستناداً إلى أسس اقتصادية ومالية، وإذا كانت قرارات

- الاستثمار تخضع لاعتباراتٍ أخرى بخلاف الاعتبارات الاقتصادية والمالية، يتم النص بوضوح على هذه الاعتبارات ضمن سياسة الاستثمار ويتم الإفصاح عنها علناً؛
7. تتم مراجعة استراتيجية الاستثمار وتحديثها بصورة منتظمة اعتماداً على المتغيرات الاقتصادية والمالية والتوقعات الخاصة بها؛
8. وضع مجموعة من المبادئ التي تستند في إدارة أصول الصندوق إلى الميثاق العالمي للأمم المتحدة، ومبادئ منظمة التعاون والتنمية "OECD" في حوكمة الشركات، والمبادئ التوجيهية للشركات متعددة الجنسيات. وتسعى هذه المبادئ التوجيهية إلى ضمان الشفافية والقدرة على التنبؤ بالطريقة المثلى لإدارة حقوق ملكية الصندوق؛
9. ألا يسعى الصندوق السيادي الجزائري لمعرفة معلومات سرية أو اكتساب نفوذ من خلال الحكومة أو استغلال مثل هذه المعلومات أو النفوذ في التنافس مع الكيانات الخاصة؛ حيث يتم تقسيم العمل بين وزارة المالية إدارة الصندوق التي لا تكون على اطلاع على أي معلومات سرية من مجلس الحكومة؛
10. أن تُحدّد المبادئ التوجيهية الداخلية لبنك الجزائر أن المدير التنفيذي للصندوق السيادي الجزائري لا يشارك في المناقشات مع إدارة بنك الجزائر بشأن البلدان الأخرى "السياسة النقدية والائتمانية أو المنظمات الدولية المقررة مثل هذه القضايا". هذا التقييد يوثق ضمن الوصف الوظيفي للمدير التنفيذي للصندوق السيادي الجزائري الذي يقوم بانتداب جميع الأنشطة لإدارة الأصول رسمياً تحت إدارته؛
11. أن ينظر الصندوق السيادي الجزائري 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. ويُفصح الصندوق بشكلٍ علني عن منهجه العام تجاه الأسهم المانحة لحقوق التصويت في الكيانات المدرجة في البورصة، بما في ذلك العوامل الأساسية المرشدة لممارسته حقوق الملكية؛
12. أن يتضمن إطار إدارة المخاطر معلوماتٍ موثوقةً ونظماً لإبلاغ البيانات في الوقت المقرّر، مما يتيح مراقبة المخاطر ذات الصلة وإدارتها في ظل معلمات ومستويات مقبولة وآليات للرقابة وحواجز ومدونات لقواعد السلوك وتخطيط لاستمرارية العمل ووظيفة تدقيقية مستقلة؛ حيث يقوم قسم التدقيق الداخلي في البنك نيابةً عن المجلس التنفيذي بضمان وجود إدارة المخاطر الملائمة والفعالة في البنك والرقابة الداخلية المناسبة والمرضية. يقوم التدقيق الداخلي بالإدلاء ببياناتٍ مستقلة وموضوعية وتقديم المشورة بشأن إدخال تحسينات في نظم الإدارة والرقابة. ويشرف على المجلس التنفيذي للبنك كل من مجلس رقابة بنك الجزائر والمدقق الخارجي لهذا الأخير. ويقدم المالك تقاريرًا سنوية إلى البرلمان بشأن إدارة الصندوق؛

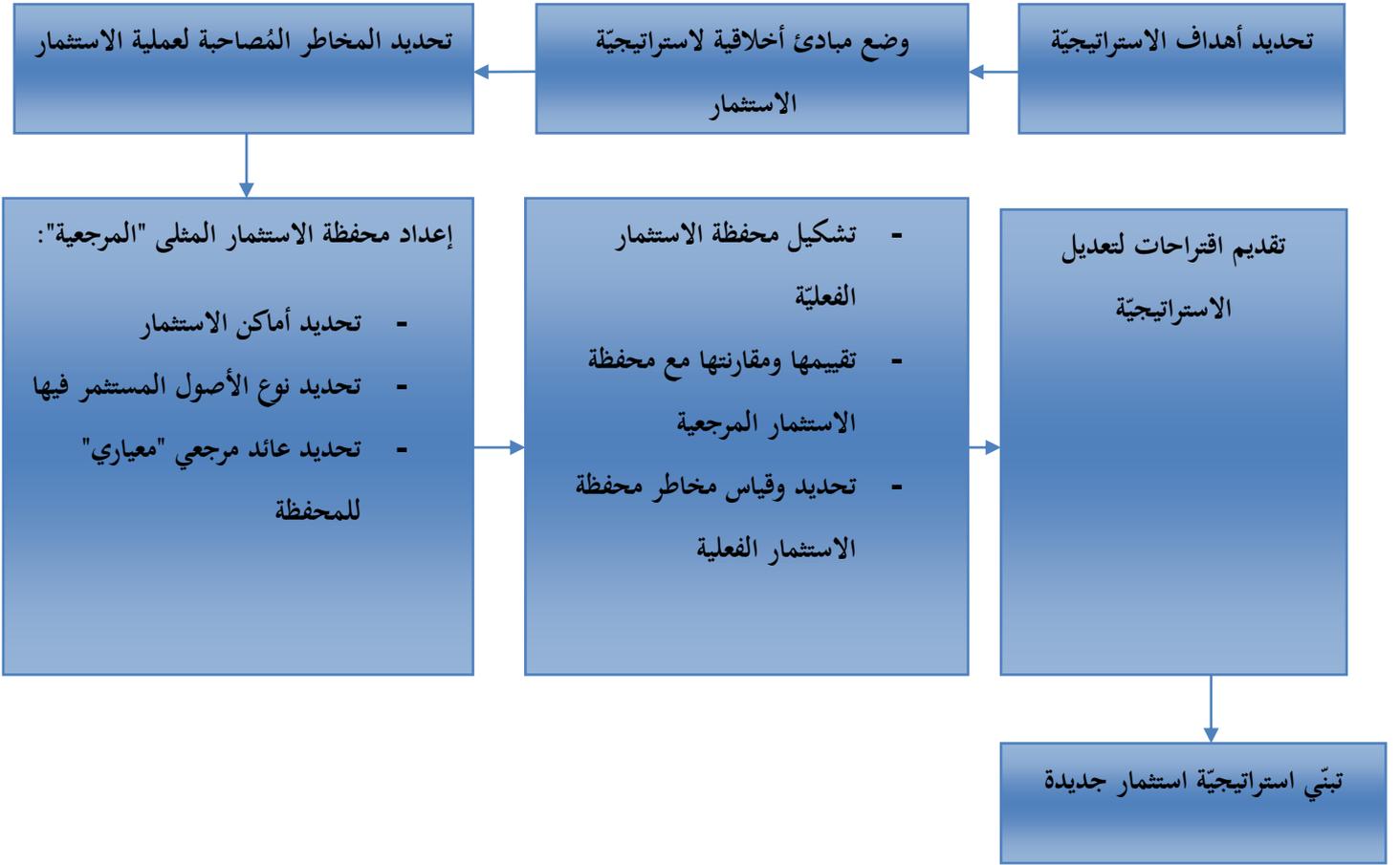
13. أن تُقاس أصول الصندوق السيادي الجزائري وأدائه الاستثماري (سواء على أساس مطلق أو مقارن) بمعايير قياسية وُترفع تقارير بشأنها لمالكها طبقاً لمبادئ ومعايير واضحة التحديد؛
14. تطوير فهم الأداء والمخاطر في قطاعات الاستثمار بالصندوق السيادي الجزائري؛
15. التحقيق في المعلومات والبيانات غير الصحيحة؛
16. أن يُجري الصندوق السيادي الجزائري بشكل مباشر أو من خلال طرف ينوب عنه عملية مراجعة منتظمة لتطبيق المبادئ والممارسات المتعارف عليها "مبادئ سنتياغو".

سيتم فيما يلي اقتراح استراتيجية استثمارية للصندوق السيادي الجزائري والتي يمكنه من خلالها تحقيق الأهداف القريبة وبعيدة المدى، وكذا عرض أهم الانعكاسات الإيجابية على الاقتصاد لو تم تطبيق الصندوق السيادي الجزائري.

### أولاً: الاستراتيجية الاستثمارية للصندوق السيادي الجزائري

إن الهدف الأساسي من وراء كل عملية استثمارية هو تحقيق العائد، وعلى ضوء هذا الهدف يتم تصميم الخطط المالية المستقبلية التي من خلالها يتم تحديد المعايير التي على أساسها يتم اختيار الاستثمار المناسب، وبالمقابل يخضع هذا الاستثمار لعنصر المخاطرة. ولتفادي المخاطر التي تعترض الاستثمارات يتم اللجوء إلى التنوع، وهذا يعني أن يتم تشكيل محفظة متنوعة من حيث محتوياتها. إن تحقيق الأهداف بعيدة المدى للصندوق السيادي الجزائري يتطلب القيام بنشاط استثماري خارجي، وفي نفس السياق يتعين على مجلس إدارة الصندوق إعداد استراتيجية استثمار واضحة المعالم والأهداف وتتميز بالمرونة والقدرة على التكيف مع مختلف الظروف الاقتصادية، علماً أن تحقيق هذه المميزات يتم عن طريق القيام بتقييم دوري ومستمر للاستراتيجية، وهي مهمة مُسندة إلى قسم مراقبة الأداء في الصندوق. إن إعداد وتنفيذ استراتيجية الاستثمار يتطلب المرور بعدة مراحل يمكن توضيحها من خلال الشكل الموالي:

شكل رقم (4-15): مراحل إعداد وتنفيذ استراتيجية الاستثمار في الصندوق السيادي الجزائري



المصدر: نبيل بولفيح: دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية: الواقع والآفاق مع الإشارة إلى حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه، فرع نقود ومالية، قسم علوم التسيير، كلية العلم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 3، 2010، ص: 246.

- 1. أهداف الاستراتيجية:** إنّ الهدف الرئيس لاستراتيجية الاستثمار يتمثل في تحقيق أعظم عائد ممكن مع أقل خطر ممكن، ومن أجل تحقيق هذا الهدف يمكن للصندوق استخدام أساليب استثمارية طويلة المدى مثل شراء أسهم خاصة بشركات عالمية بغرض الاحتفاظ بها؛ بالنظر لاستقرار عوائد أسهم هذه الشركات مع تدني المخاطرة المصاحبة لها، كما يمكن للصندوق استخدام أساليب استثمارية قصيرة المدى عن طريق شراء وبيع الأوراق المالية في الأسواق العالمية للاستفادة من فروقات الأسعار؛
- 2. وضع مبادئ أخلاقية لاستثمارات الصندوق:** إنّ تقييد النشاط الاستثماري الخارجي للصندوق بضوابط وقواعد أخلاقية يساهم في تعزيز المكانة الاقتصادية والسياسية للجزائر على الساحة الدولية، كما يضمن عدم وجود تعارض بين نشاط الصندوق من جهة والمصالح العليا للبلد من جهة أخرى. ولضمان احترام إدارة الصندوق لهذه المبادئ، يمكن تكوين لجنة مستقلة مكونة من خبراء في مجالات متعددة تُعهد إليها مهمة إعداد قائمة سنوية تتضمن الشركات التي تمارس نشاطات مخالفة للمبادئ الأخلاقية المحددة ومراقبة النشاط الاستثماري للصندوق للتأكد من التزامه بعدم الاستثمار في الشركات المعلنة في القائمة.

3. تحديد المخاطر المصاحبة لعملية الاستثمار: وهي مهمة يُكَلَّف بها قسم تقدير المخاطر الذي يتعيّن عليه تحديد جميع المخاطر المحتملة على استثمارات الصندوق، وفي نفس السياق يمكن تمييز ثلاثة أنواع من المخاطر:

أ. المخاطر المنتظمة "مخاطر سوقية": هي المخاطر الناتجة عن عوامل تؤثر في استثمارات الصندوق بوجه عام، وترتبط أساسًا بعدم استقرار المحيط الاقتصادي، مما ينتج عنه تقلبات تشمل أسعار الفائدة وأسعار الصرف، معدلات الضرائب، عوائد الأسهم، ويؤدي إلى تسجيل انخفاض في القيمة السوقية لاستثمارات الصندوق أو انخفاض عوائد هذه الاستثمارات؛

ب. المخاطر غير المنتظمة "غير السوقية": هي مخاطر ناتجة عن عوامل تتعلق بشركة معينة أو قطاع معين، وتكون مستقلة عن العوامل المؤثرة في النشاط الاقتصادي ككل، ومن هذه العوامل حدوث إضراب عمالي في شركة معينة أو قطاع معين والأخطاء الإدارية، وظهور اختراعات جديدة والتغيير في أذواق المستهلكين، وظهور قوانين جديدة تؤثر على منتجات شركة أو قطاع معين؛

ج. المخاطر التشغيلية: هي مخاطر مرتبطة بإدارة وتسيير الصندوق، ينتج عنها خسائر في استثمارات الصندوق بسبب أخطاء متعمدة أو غير متعمدة من الإدارة على غرار أخطاء في اتخاذ قرارات الاستثمار، خلل في نظام المعلومات الخاص بالصندوق، عدم احترام إدارة الصندوق للقوانين واللوائح المنظمة لنشاط الصندوق.

إنّ الحدّ من المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة يتطلب تكوين محفظة استثمار مثلى تعتمد على مبدأ التنويع، كما أنّ التقليل من المخاطر التشغيلية يتطلب تعزيز مستويات الرقابة والمتابعة الداخلية والخارجية، وهو ما يتوافر في النموذج المقترح للصندوق السيادي الجزائري.

4. إعداد محفظة الاستثمار المثلى: بعد تحديد الأهداف والمبادئ والمخاطر المحيطة باستراتيجية الاستثمار، يقوم مجلس إدارة الصندوق بإعداد محفظة استثمار مثلى للصندوق، وهي المحفظة التي تُحقّق أعظم عائد ممكن بأقل خطر ممكن.

إنّ تحقيق هذا الهدف يتطلب الاعتماد على مبدأ أساسي في عمليات الاستثمار هو مبدأ التنويع الذي يشمل أماكن استثمار المحفظة، بالإضافة إلى مكوناتها الاستثمارية مع العلم أن نجاح سياسة التنويع يقتضي مراعاة ثلاثة اعتبارات هامة هي<sup>1</sup>:

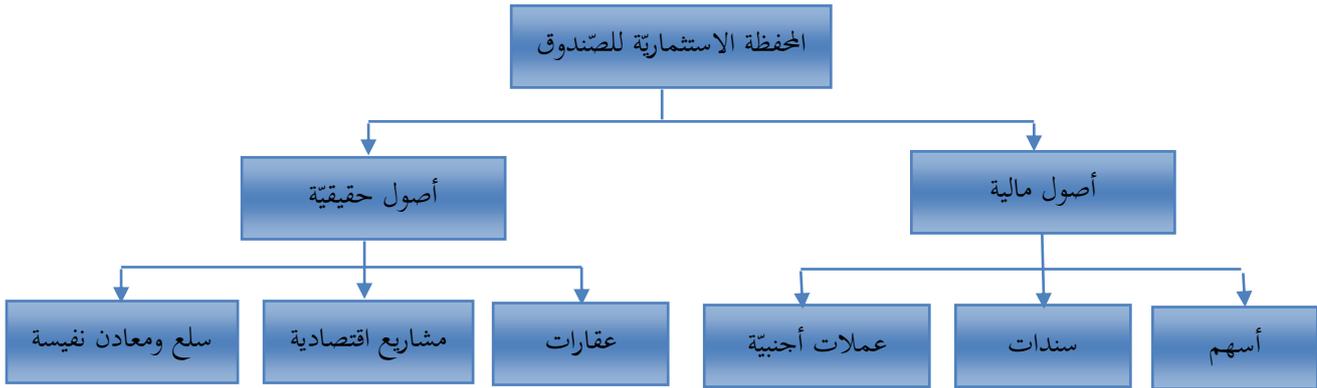
<sup>1</sup> نيل بوفليخ، دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النامية: الواقع والآفاق مع الإشارة إلى حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه، مرجع سابق، ص: 247.

- **تنوع المخاطر الاستثمارية:** من المعلوم أنّ أكبر المخاطر التي تُواجه المحافظ الاستثمارية تتمثّل في المخاطر السوقية، وهي مخاطر منتظمة في حدوثها، لذا يمكن توقّعها حسب دورات معيّنة؛ إلاّ أنّه لا يمكن تجنّبها، بالإضافة إلى المخاطر غير السوقية أو غير العادية، وهي مخاطر غير منتظمة تحدث لأسباب خارجية تتمثل في ظروف السوق المالي، لذا يصعب التنبؤ بحدوثها، وفي نفس السياق يجب التنبه إلى أنّ سياسة التنويع لا تنجح إلاّ في تخفيض النوع الثاني من المخاطر، أي المخاطر غير السوقية فقط، لكنها لا تستطيع تخفيض المخاطر السوقية والتي تكون آثارها عامة فتصيب جميع أصول المحفظة بلا استثناء.
- **عدد أصول المحفظة:** كلما زاد عدد أدوات الاستثمار التي تتشكّل منها المحفظة، تزايدت فعالية سياسة التنويع في تخفيض مخاطرها والعكس، لكن يجب مراعاة وجود حدّ معقول لتعدد تشكيلة أصول المحفظة، وذلك للمحافظة على جدوى سياسة التنويع وتقليص نفقات إدارتها؛
- **معامل الارتباط بين أصول المحفظة:** يُعتبر من أكثر العوامل حسماً في نجاح أو فشل سياسة تنويع أصول المحفظة، إذ على نوع الارتباط القائم بين عوائد ومخاطر أصول المحفظة من جهة وقوة وضعف معامل الارتباط بينها من جهة أخرى، تتوقف فعالية سياسة التنويع، ففي حالة الارتباط السالب تزداد مزايا سياسة التنويع كلما ضعف معامل الارتباط بين عوائد هذه الأصول، ولذلك يجب على إدارة الصندوق تشكيل محفظة استثمار متكونة من أصول غير مترابطة أو مترابطة ولكن في علاقة ارتباط سالبة، لأن ذلك سيؤدي إلى تخفيض آثار المخاطر غير السوقية على المحفظة باعتبار أن انخفاض عائد أصل من أصول المحفظة سيؤدي إلى ارتفاع في عوائد أصول أخرى في المحفظة.
- أ. **مكونات محفظة الاستثمار المثلى "المرجعية":** إنّ تكوين المحفظة المرجعية للصندوق يجب أن يتم بالاعتماد على مبدأ التنويع أو التوزيع المكاني والتنوع للمحفظة.
- **التوزيع المكاني:** يُقصد به تنويع أماكن استثمار المحفظة، وفي هذا المجال نقترح مجموعة من المناطق الجغرافية التي يُمكن للصندوق الاستثمار فيها، وهي على النحو التالي:
  - منطقة الشرق الأوسط وإفريقيا؛
  - منطقة جنوب شرق آسيا والمحيط الهادي؛
  - منطقة دول الاتحاد الأوروبي؛
  - منطقة أمريكا الشمالية والجنوبية.

إنّ نسب توزيع المحفظة الاستثمارية على المناطق الجغرافية تُحدّد بالاعتماد على عدّة مؤشّرات أهمّها مدى مساهمة اقتصاديات كل منطقة أو دولة في الناتج المحلي الإجمالي العالمي ومعدّلات النمو الاقتصاديّة، بالإضافة إلى مستوى الاستقرار الاقتصادي في كل دولة أو منطقة.

- التوزيع التّوعوي للمحفظة: يُقصد بها أنواع الأصول التي يمكن للصندوق الاستثمار فيها، والشّكل الموالى يُبيّن مختلف أنواع أصول المحفظة الاستثمارية للصندوق.

شكل رقم (4-16): أصول المحفظة الاستثمارية للصندوق السيادي الجزائري



المصدر: نبيل بوفليح: دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النّظمية: الواقع والآفاق مع الإشارة إلى حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه، فرع نقود ومالية، قسم علوم التّسيير، كلية العلم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، 2010، ص: 250.

إنّ مبدأ التّنوع يقتضي أن تكون المحفظة الاستثمارية حسب درجة الأهمية من:

■ أصول مالية: تضم:

(1) **الأسهم:** التي تُعتبر أهم أصل في المحفظة الاستثمارية، إذ يُمكن للصندوق الحصول على أسهم من أسواق مالية متنوّعة بغرض الاحتفاظ أو المتاجرة بها على ألاّ تتعدّى نسبة المساهمة في رأس مال المنظمة الواحدة 10% حفاظا على مبدأ التّنوع، ومن أجل التّقليل من المخاطر غير النّظامية مع الالتزام بالمبادئ الأخلاقية.

(2) **السندات والصّكوك:** يُمكن للصندوق الاستثمار في مجال السندات؛ باختلاف أنواعها.

(3) **العملات الأجنبية:** إنّ الاحتفاظ بجزء من أصول الصندوق في شكل سيولة نقدية أجنبية يمكن أن يُساهم في تحقيق عوائد إضافية عن طريق الاستفادة من تقلّبات أسعار الصّرف شريطة أن تتكوّن هذه السيولة من سلّة من عملات التّقد الأجنبي.

■ **أصول حقيقية:** تُعتبر الأصول الحقيقية أقلّ عرضة للمخاطر مقارنة بالأصول المالية؛ ومن ثمّ توسيع المحفظة الاستثمارية للصندوق لتشمل الأصول الحقيقية، يؤدّي إلى التّقليل من المخاطر المصاحبة لاستثمارات الصندوق، وفي هذا المجال يُمكن للصندوق أن يستثمر في الأصول التالية:

- (1) **أصول عقارية:** يوفّر الاستثمار في العقار درجة مرتفعة نسبياً من الأمان تفوق تلك المحقّقة في الاستثمار في الأوراق المالية، ذلك لأنّ المستثمر في العقار يجوز أصلاً حقيقياً له مطلق الحرية بالتصرف فيه متى شاء سواء بالبيع أو بالتأجير، كما أنّ حيازة سندات عقارية مضمونة بعقار تسمح لحاملها بالاستيلاء على الضمان في حالة توقف المدين عن سداد قيمة السند، كما يتمتع المستثمر في العقار في بعض البلدان ببعض المزايا الضريبية التي لا يتمتع بها المستثمر في مجالاتٍ أخرى.
- (2) **المشاريع الاقتصادية:** تُعتبر المشروعات الاقتصادية من أكثر أدوات الاستثمار انتشاراً وتنوع أنشطتها ما بين صناعي وتجاري وزراعي والمشروع الاقتصادي من أدوات الاستثمار الحقيقية لأنه يقوم على أصول حقيقية كالمباني والآلات والمعدات ووسائل النقل والعمال. ومن أهم مزايا الاستثمار في المشاريع الاقتصادية تحقيق عائد معقول ومستمر لذا يُعتبر من أنسب أدوات الاستثمار ذات الدّخل المستمر كما يتوافر في المشروع الاقتصادي هامش أمانٍ كبير؛ حيث يجوز المستثمر أصلاً له قيمة بحد ذاتها ولذا فإنّ درجة المخاطرة المرتبطة بمحدوث خسارة رأسمالية تكون منخفضةً إلى حد كبير.
- (3) **السّلع والمعادن النفيسة:** إن استثمار جزءٍ من الأصول في شكل سلعٍ ومعادن نفيسة يمكن أن يوفر عوائد إضافية للصندوق بالنظر لتوافر هذه الأخيرة على أسواق عالمية، على غرار الأسواق المالية كبورصة الذهب في لندن، وبورصة البن في البرازيل، وبورصة القطن أو الحبوب في نيويورك، يسمح للصناديق بشراء وبيع السلع والمعادن النفيسة والاستفادة من تقلبات أسعارها في الأسواق الدّولية.

### ب. سياسات تكوين المحافظ الاستثمارية

يمكن أن نميز بين ثلاث سياسات لتكوين المحافظ الاستثمارية هي<sup>1</sup>:

- السياسة الهجومية "السياسة غير المتحفّظة"؛
- السياسة الدّفاعية "السياسة المتحفّظة"؛
- السياسة المتوازنة "الهجومية الدّفاعية".

<sup>1</sup> بن موسى كمال، المحفظة الاستثمارية "تكوينها ومخاطرها"، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، ع 3، 2004، ص: 40.

أولاً: السياسة الهجومية "السياسة غير المتحفظة": يبنى المستثمر هذه السياسة عندما يكون هدفه الرئيس جني أرباح رأس مالية بفعل التقلبات الحادثة في أسعار أدوات الاستثمار، بمعنى أن اهتمام المستثمر يكون موجّهاً نحو تنمية رأس المال المستثمر أكثر من الاستثمار ويطلق على هذا النوع من المحافظ "محافظ رأس المال". ومن أفضل أدوات الاستثمار المناسبة لهذا النوع من المحافظ هي الأسهم العادية؛ حيث تشكل 80-90% من قيمة المحفظة، ويلجأ المستثمر إلى اتباع هذه السياسة في الفترات التي تظهر فيها مؤشرات الازدهار الاقتصادي، فعند شراء الأسهم العادية والاحتفاظ بها تتحسن الأسعار وبذلك يُحقّق المستثمر الأرباح الرأسمالية بمجرد زيادة أسعار تلك الأسهم.

ثانياً: السياسة الدفاعية "السياسة المتحفظة": يتبع المستثمر هنا سياسة عكس السياسة الأولى؛ بحيث يكون متحفظاً جداً تجاه عنصر المخاطرة وذلك بسبب تركيزه الشديد على عامل الأمان، يعطي المستثمر أهمية كبيرة لأدوات الاستثمار ذات الدخل الثابت، وتشكل قاعدتها الأساسية السندات الحكومية والأسهم الممتازة بنسبة تتراوح بين 60-80%.

ثالثاً: السياسة المتوازنة "الدفاعية والهجومية": يتبنى هذه السياسة غالبية المستثمرين؛ بحيث يتم مراعاة تحقيق توازن نسبي في المحفظة، يؤمن عوائد معقولة عن مستويات معقولة من المخاطرة، لذلك يوزع رأس المال المستثمر على أدوات استثمار متنوعة تُتيح للمستثمر تحقيق دخل ثابت في حدود معقولة، دون أن تحرمه فرصة تحقيق أرباح رأسمالية في حالة توافرها، وتكون القاعدة الأساسية لهذا النوع من المحافظ تشكيلةً متوازنة من أدوات الاستثمار: أدوات استثمار قصيرة الأجل عالية السيولة مثل أدوات الخزينة مضاف إليها أدوات استثمار طويلة الأجل مثل العقارات، والأسهم العادية والممتازة أو سندات طويلة الأجل. مثل هذه المحفظة تُتيح للمستثمر تحقيق الأرباح الرأسمالية في حالة ارتفاع الأسعار ويستطيع أن يبيع الأوراق قصيرة الأجل، أما في حالة هبوط الأسعار فإن احتواء المحفظة على عقارات وأدوات أخرى كالسندات طويلة الأجل ذات الدخل الثابت يقلل إمكانية الخسارة بالنسبة للمستثمر. وتُعتبر هذه السياسة الأنسب لإدارة المحفظة الاستثمارية للصندوق السيادي الجزائري؛ حيث تُعتبر سياسةً وسطى بين النوعين السابقين تحقق استقرار نسبي في المحافظ الاستثمارية وتضمن جني عوائد معقولة، وضمن مستويات مقبولة من بعد إعداد محفظة الاستثمار المرجعية يتم حساب أو تقدير عائد مرجعي يتعين على الإدارة التنفيذية للصندوق تحقيقه.

##### 5. تشكيل محفظة الاستثمار الفعلية: بعد إعداد مجلس إدارة الصندوق لمحفظة الاستثمار المثلى أو المرجعية،

وحساب العائد المرجعي تقوم الإدارة التنفيذية للصندوق بتأسيس محفظة استثمار فعلية متطابقة مع محفظة الاستثمار المرجعية المحددة سلفاً، مع السماح بهامش خطأ أو انحراف معياري لا يتجاوز 2% من النسب المحددة في المحفظة المرجعية، علماً أنه يمكن لإدارة الصندوق الاستعانة بخبراء ومكاتب استثمار أجنبية

وتكليفها بإدارة بعض المحافظ الاستثمارية الخاصة بالصندوق من أجل تعظيم العوائد بالنظر للخبرة الكبيرة التي يكتسبها هؤلاء في مجال إدارة المحافظ الاستثمارية، تخضع محفظة الاستثمار.

6. تقديم اقتراحات لتعديل استراتيجية الاستثمار: في حالة اكتشاف قسم تقدير المخاطر ومراقبة الأداء لنقائص ومخاطر تُهدد استثمارات الصندوق يقترح القسم حلولاً لمعالجة هذه النقائص والمخاطر ويكلف المدير التنفيذي بتقديم هذه الحلول لمجلس الإدارة من أجل دراستها.

7. تبني استراتيجية استثمار جديدة: بعد دراسة مجلس الإدارة للاقتراحات المقدمة يتم تعديل الاستراتيجية السابقة أو إعداد استراتيجية جديدة يتم بموجبها استثمار أصول الصندوق<sup>1</sup>.

### ثانياً: إيجابيات الصندوق السيادي الجزائري

إنّ تطبيق الإصلاحات والتّعديلات على صندوق ضبط الموارد، والانتقال به إلى "الصندوق السيادي الجزائري" سيكون له الكثير من الإيجابيات، قد يكون أبرزها ما يلي:

- يُعتبر الصندوق السيادي الجزائري إحدى الأدوات التي يُمكن استخدامها لتنفيذ سياسة الدولة الاقتصادية والاستراتيجية؛
- ضمان حقّ الأجيال القادمة في الاستفادة من الثروة النفطية؛ من خلال تحويلها إلى ثروة مستدامة؛ باستثمارها في الخارج في الأسواق الناشئة وصناديق التحوط؛
- تمويل المشاريع الاستراتيجية الكبرى التي تُساهم في تحقيق تنمية اقتصادية محلية مستدامة؛
- تعزيز قدرة الحكومة على التسيير طويل الأجل لمداخيل الثروة النفطية؛
- الحفاظ على استقرار الموازنة العامة للدولة وحمايتها من أثر تقلبات المداخيل النفطية المتمثلة في الصدمات الخارجية، وتخفيض المديونية العمومية؛
- تحقيق معدلات مرتفعة من النمو الاقتصادي؛ عن طريق زيادة المشاريع الاقتصادية المحلية، أو العمل على توسيعها؛
- تحقيق التنمية الشاملة، من خلال العمل على زيادة الاهتمام بالتنمية المحلية التي تكتسي أهمية بالغة؛ نظراً للدور الذي تؤديه، فهي تعمل على تقليص الفجوة الاقتصادية بين المناطق الحضرية والريفية وخلق مجال تعاوني وتكاملي بين مختلف القطاعات، والعمل على رفع قيمة ناتجها المحلي؛ مما يؤدي إلى رفع الناتج الوطني الإجمالي، وكذا زيادة معدلات الإنتاجية الزراعية من أجل تحقيق الأمن الغذائي المحلي والوطني.

<sup>1</sup> نبيل بوفليح، المرجع السابق، ص: 252.

- إنه ومن أجل بلوغ هذه الأهداف ينبغي وضع خطة متكاملة للنهوض بالاقتصاد الجزائري؛ وإجراء إصلاحات على مختلف المستويات؛ نظرًا لأنه يُعاني الكثير من الاختلالات، ويمكن إنجاز هذه الإصلاحات في النقاط التالية:
- التوجّه نحو تحسين قوانين الاستثمار والقضاء على الفساد والبيروقراطية اللذان يُميّزان الإدارات الجزائرية، لعلاج حالة التذبذب وعدم الاستقرار التي تشهدها الاستثمارات في الجزائر؛
  - إصلاح بيئة الأعمال لتكون مدخلًا لترقية تنافسية الاقتصاد الوطني وحسن إدارته، وإعادة التوازنات لفروعه وقطاعاته، لأنّ انتشار مناخ غير ملائم ووجود عوائق وعوائد مرتبطة باقتصادات الفساد، ستؤدّي إلى بقاء الاقتصاد الجزائري في دوائر الحلقة المفرغة للفساد وما يرتبط به من اختلالات وتبعية خارجية وتعطيل لعملية النمو الإيجابي المتكامل؛
  - ترشيد استغلال موارد الصندوق السيادي الجزائري؛ من خلال إعادة النظر في السياسة الخاصة بإدارة قطاع التجارة الخارجية؛ سواء تعلّق الأمر بالواردات واستعمال الآليات الحديثة للحدّ من الاستيراد المكلف للسلع والخدمات الذي لا يرتبط بالاحتياجات الفعلية للاقتصاد الوطني؛ فهناك وسائل كثيرة بما فيها المتعلقة بالجودة والمواصفات الدولية والمعايير الصحية، وغيرها والحدّ من اقتصادات التهريب التي تستنزف سنويًا جزءًا هامًا من العوائد النفطية، أو بمعالجة الاختلالات الهيكلية في التركيب السِّلعي للصادرات وتنويعها بدائل فعلية يمكن تطويرها باستغلال فرص المناخ الاستثماري المتاح في إطار برامج الاستثمارات العامة؛
  - الانتقال من الأسلوب التقليدي في إعداد الموازنات القطاعية والميزانية العامة للدولة إلى الأسلوب الحديث؛ باعتماد الميزانيات الموجهة بالنتائج، وترشيد الإنفاق العام بالحفاظ على الإيرادات وحسن تخصيصها في إطار المعايير الأدائية والرقابة الدولية؛
  - ترشيد دور الصناديق الخاصة في الجزائر؛ والتي تُعتبر قناة لصرف مبالغ مالية هائلة، دون أن تكون هناك نتائج ملموسة على أرض الواقع؛ وتوجيه هذه الأموال لاستغلالها فيما يخدم الاقتصاد الوطني فعليًا؛
  - إعداد خطة عامة بأهدافها الاستراتيجية ومعاييرها الأدائية ومؤشرات قياسها الدورية وتفصيلها القطاعية، للتحكّم في مدخلات ومخرجات المشاريع المبرمجة وترشيد الطلب المتعلّق باحتياجاتها في إطار تنمية فروع القطاعات الإنتاجية، وتصحيح الاختلالات الداخلية؛
  - تشجيع الاستثمار الأجنبي المباشر؛ من خلال تعديل القانون بما يسمح بتحديد نسبة ملكية المستثمر الأجنبي حسب قيمة الصادرات، وكذا وضع استراتيجية ترويجية للفرص الاستثمارية المتاحة عبر وسائل الإعلان المختلفة؛

- تنوع مصادر دخل الصندوق السيادي الجزائري؛ من خلال تشجيع الاستثمار الجانبي في الأنشطة ذات القوة التصديرية العالية، وذلك من أجل التخفيف من حدة الاعتماد على الإيرادات النفطية؛
- اعتماد سياسة واضحة في مجال التصنيع؛
- الاهتمام بالقطاع الزراعي؛ الذي يمكن من خلاله تحقيق الكثير والخروج بالاقتصاد الجزائري من دوامة التبعية للمحروقات؛ والصمود في وجه الصدمات الخارجية كالتّي تُعاني منها في هذه الفترة؛ بسبب انخفاض أسعار النفط؛
- الاهتمام بالموارد البشرية؛ من خلال إجراء دورات تكوينية على مستوى مختلف القطاعات، والاستفادة من الخبرات الأجنبية والتجارب الدولية، ووضع قوانين رقابية صارمة والتضيق على لجان ووحدات المتابعة والتقييم في مختلف المجالات، من أجل القيام بالدور المنوط بها على الوجه الصحيح.

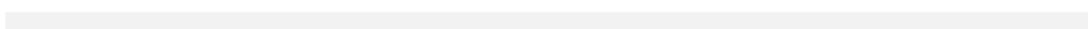
## خلاصة

يُمكن إنجاز أهم ما جاء في الفصل الرابع فيما يلي:

- تمثل الصناديق الثلاثة: صندوق معاشات التقاعد الحكومي العالمي "GPFPG"، جهاز قطر للاستثمار "QIA" والهيئة العامة لاستثمار "KIA" بنسب متفاوتة لمبادئ سنتياغو؛ ويُصنّف الصندوق الترويجي الأول عالمياً من حيث الشفافية؛
- ينتمي صندوق ضبط الموارد إلى الحسابات الخاصة للخزينة، وبالضبط لحسابات التخصيص الخاص المستقلة عن الموازنة العامة للدولة، وأهم ما يُميّز هذه الحسابات أنها مستقلة عن الموازنة العامة للدولة، أي أنها لا تخضع لقواعد ومبادئ إعداد وتنفيذ الموازنة العامة، كما أنها لا تخضع لرقابة السلطة التشريعية "البرلمان"؛
- يهدف إلى تمويل عجز الميزانية العامة للدولة الناتج عن انخفاض إيرادات الحماية البترولية لمستوى أقل من تقديرات قانون المالية، وتمويل عجز الخزينة دون أن يقل رصيد الصندوق عن 740 مليار دج، وتخفيض حجم المديونية العمومية؛
- ساهم صندوق ضبط الموارد بصورة فعالة في تخفيض عجز الموازنة وحجم المديونية العمومية الداخلية والخارجية في الفترة "2000-2014" إلى أدنى مستوى لها على الإطلاق؛
- رغم تحقيق صندوق ضبط الموارد للأهداف التي أنشئ من أجلها، إلا أنه يُعاني من عدّة نقائص على مستوى الهيكل والأهداف والاستراتيجية الاستثمارية؛
- إن النقائص التي يُعاني منها صندوق ضبط الموارد تفرض على الحكومة ضرورة إخضاعه لإصلاحاتٍ شاملة وجذرية في إطار المبادئ والممارسات المتعارف عليها "مبادئ سنتياغو"، تشمل أهداف الصندوق وحوكّمته ومجال عمله، كما أن رفض تطوير وتوسيع مجال عمل الصندوق ليشمل الاستثمار الخارجي بحجة التخوف من الأزمات المالية العالمية وما تخلفه من خسائر معتبرة على استثمارات صناديق الثروة السيادية أمر غير مبرّر؛ باعتبار أن الأزمات المالية العالمية ظرفية وغير مستدامة، وأن تأثيرها على صناديق الثروة السيادية مرتبطٌ بمدى كفاءة وفعالية أنظمة إدارة وتسيير استثمارات الصناديق، كما أن حصر مجال عمل الصندوق داخل البلد لا يعني بالضرورة عدم تعرضه لخطر الأزمات العالمية التي قد تؤثر بصورةٍ غير مباشرة على الصندوق عن طريق تأثيرها على مستويات أسعار النفط والمواد الأولية في الأسواق العالمية.



## الخاتمة



## نتائج البحث

تمحور موضوع دراستنا حول ترشيد توظيف صناديق الثروة السيادية لأموالها؛ والذي يقتضي اتباع سياساتٍ مُعيّنة، تُخدم اقتصادات بلدانها والبلدان المتلقية والاقتصاد العالمي. وقد تطرّقنا من خلال دراستنا بالتحليل إلى ثلاث قنوات استثمارية مُقترحة، والتي شملت: الاستثمار في صناديق التحوط، الاستثمار في الأسواق الناشئة والاستثمار في التنمية المحلية؛ كل هذا في إطار مجموعة من المبادئ التي تم وضعها من قبل صندوق النقد الدولي، بالاتفاق مع مجموعة من صناديق الثروة السيادية، والتي كان من أهم أهدافها إضفاء الشفافية ونفي أي اتهامات بأن لها أغراضًا سياسية، والتي عُرفت بمبادئ سنياغو. وقد تم اختيار صندوق ضبط الموارد في الجزائر كعيّنة للبحث؛ بهدف الاستفادة من تجارب الدول الأخرى في هذا المجال. وقد انطلقنا من مجموعة من الفرضيات تم إثباتها؛ من خلال الدراسة، كما يلي:

- **الفرضية الأولى:** تُعتبر صناديق الثروة السيادية عامل استقرارٍ في الاقتصاد العالمي، من خلال استثماراتها طويلة الأجل التي تُعطيها القوة للصمود في وجه الأزمات المتكررة؛ حيث تتوفر صناديق الثروة السيادية على قدرات تمويل عالية تمكنها من تمويل اقتصادات الدول النقطية عن طريق رفع مستوى ملاءمتها المالية وتوفير مصدر تمويلٍ بديلٍ عن مصادر التمويل الأجنبية؛ مما يؤدي إلى التخلص من مشكلة المديونية، كما تساهم صناديق الثروة السيادية في الحفاظ على الاستقرار الاقتصادي وتعزيز قدرة الاقتصاد على التصدي لمختلف الأزمات الاقتصادية العالمية عن طريق تعويض الانخفاض المتوقع في المداخيل على مستوى الصادرات أو الإيرادات العامة للدولة.
- **الفرضية الثانية:** تُعتبر مشاريع التنمية المحلية والأسواق المالية الناشئة وصناديق التحوط أفضل مجالات للاستثمار بالنسبة لصناديق الثروة السيادية؛ حيث:
  - تشير التقديرات إلى أن صناعة صناديق التحوط عمومًا، قد نمت الأصول التي تخضع لإدارتها من نحو 40 مليار دولار سنة 1990 إلى أكثر من 3.0 تريليون دولار في يونيو 2015؛ وهذا ما يجعل منها صناعة رائدة في السوق العالمي؛
  - إنّ عوائد صناديق التحوط "غير مرتبطة" بعوائد السوق من الاستثمارات التقليدية مثل الأسهم والسندات، وغياب هذا الارتباط يُعدّ سمّةً جاذبة للمستثمرين الذين يحاولون إما خفض مخاطر محافظهم الاستثمارية مع الحفاظ على عوائد ثابتة، أو زيادة العوائد دون زيادة المخاطر على المحافظ؛
  - يُمكن لصناديق التحوط أن تُؤدّي دورًا هامًا وقيّمًا في محفظة متنوّعة بشكلٍ جيّد، خصوصًا أن صناديق التحوط تميل للحدّ من مخاطر السوق؛ من خلال توفير حماية الاتجاه الهابط في الأسواق الهابطة "الانخفاضية" والمشاركة الصاعدة في الأسواق الصاعدة. وكلّما فهم المستثمر صناديق التحوط وكيفية عملها أكثر، استطاع أن يضع جانبًا المفاهيم الخاطئة، واستفاد من المزايا التي تُوفّرها هذه الصناديق؛

- تتميز صناديق التحوط بمرونة كاملة تقريباً فيما يتعلق بالاستثمارات، بما في ذلك المراكز الطويلة وقصيرة الأجل، بالإضافة إلى القدرة على اقتراض المال (ومواصلة زيادة النفوذ من خلال المشتقات المالية) في محاولة لتعزيز العوائد؛
- إن صناديق التحوط تسعى بشكلٍ عام لتحقيق العائدات الإيجابية تحت أيّ ظرفٍ من ظروف السوق. كما أنها تحتفظ برأس المال المستثمر. ومن ثم؛ فإن الاستثمار في صناديق التحوط قد يؤدي في أغلب الأحوال إلى تكوين عائداتٍ أكبر طويلة الأجل وتقليل حجم المخاطر على الاستثمارات التقليدية للأسهم والسندات؛
- تُوفّر صناديق التحوط عائداتٍ ثابتةً ترتفع من مستوى استقرار محفظة الاستثمارات التقليدية عندما يكون أداؤها ضعيفاً، أو على أكثر تقدير لا يمكن التنبؤ بها؛
- إنّ الأسواق الناشئة كان لها الأثر البالغ على مدى الخمس وعشرين سنة الأخيرة في الارتفاع الكبير الذي حققه الاقتصاد العالمي، مقارنةً مع الدول ذات الاقتصاديات المتقدمة كالولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا واليابان؛ وذلك لأنّ بلدان الأسواق الناشئة لديها مواطن قوة حقيقية، لاسيما الصادرات والإنفاق الرأسمالي والتي تُعدّ عناصراً حيوية لارتفاع معدلات النمو الاقتصادي؛
- يُتوقع ارتفاع النمو في اقتصاديات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية من 4% في 2015 وهو أدنى معدل منذ الأزمة المالية التي وقعت في 2008-2009 إلى 4,3% و 4,7% في 2016 و 2017، على الترتيب. وتُشير التوقعات عمومًا بأنّ الأسواق الناشئة ستواصل النمو بمعدلاتٍ قوية، وإن كانت هناك بعض البلدان التي ستواجه تأثيراتٍ معاكسة قوية من استعادة التوازن الاقتصادي نتيجة انخفاض أسعار النفط وضعف الصناعة التحويلية في العالم؛
- تمثل الأسواق الناشئة أكثر من 50% من الناتج المحلي الإجمالي العالمي، فمنذ أقل من 30 عامًا مضت، هيمنت الاقتصاديات المتقدمة على الناتج المحلي الإجمالي العالمي. لكن ومنذ أوائل التسعينات، بدأت الأنظمة الاقتصادية الكبيرة بالتراجع إلى الوراء، مُفسحةً المجال أمام غيرها من الأسواق الناشئة؛
- تتمتع الأسواق الناشئة بأقل معدلات للدّيون، مما يعني أن هناك مجالاً واسعاً لزيادة الاستهلاك في مثل هذه الدول، الأمر الذي يُشير إلى مستويات نموٍ مستقبليةٍ واعدة؛
- إن للتنمية المحلية أهميةً بالغة نظراً للدور الذي تُؤدّيه في تحقيق التنمية الشاملة، فهي تتسم بالتكامل بين تنمية المناطق الريفية والمناطق الحضرية، وتشمل جميع أبعاد التنمية الاقتصادية والاجتماعية والثقافية والسياسية، كما تُمسّ كل مجتمعات محلية وتعمل على نموها بشكلٍ متوازن لتزيد من ترابطها وتماسكها. وتعمل التنمية المحلية على تفعيل مشاركة المواطنين في وضع وتنفيذ برامج التنمية وربطها بالمشاريع التنموية. وإن استغلال جزء من مداخل الدولة في تمويل مثل هذه المشاريع سيعود بالخير الوفير عليها وعلى اقتصادها؛ في جوانب عديدة.
- إنّ كلّ ما ذُكر من مميزات الاستثمار في هذه القنوات الاستثمارية الثلاث؛ يجعل من الاستثمار في صناديق التحوط والأسواق الناشئة ومشاريع التنمية المحليّة مكسباً كبيراً ومضموناً؛ من خلال اتباع استراتيجية توزيع المخاطر، والاستثمار في هذه القنوات متكاملٌ من حيث أجل تحصيل العائد.

- **الفرضية الثالثة:** تُساهم مبادئ سنّياغو في توضيح طبيعة وأهداف وهيكل صناديق الثروة السيادية وتدابير الحوكمة التي تتبعها، كما تُشكّل قاعدة للمحافظة على بيئة استثمارية دولية مفتوحة؛ حيث تساعد هذه المبادئ التي تم إعدادها من قبل صندوق النقد الدولي بالتنسيق مع الدول المالكة والمستقبلية لاستثمارات الصناديق في تعزيز حوكمة صناديق الثروة السيادية؛ بالنظر لطبيعتها غير الإلزامية وقابليتها للتكيف مع الخصائص الاقتصادية والتنظيمية الخاصة بكل بلد.
- تُعتبر الترويج دولة رائدة في مجال صناديق الثروة السيادية؛ حيث يُصنّف صندوق الثروة السيادي الترويجي من بين الصناديق الأكثر شفافية والتزامًا بمبادئ سنّياغو، ويُعتبر من أنجح التجارب في العالم؛ ويُعزى هذا لتوافر بيئة اقتصادية وسياسية سليمة تتميز بارتفاع مستويات الحوكمة، ووجود استراتيجية استثمارية واضحة المعالم والأهداف تتميز بالمرونة والقُدرة على التكيف مع الأوضاع الاقتصادية المتغيرة؛
- منذ بدء عملياته سنة 2006، كانت مهمة جهاز قطر للاستثمار هي الاستثمار دوليًا من أجل تعزيز الاقتصاد في البلاد؛ من خلال تنويع فئات أصول جديدة خارج دولة قطر، كما يؤدي الجهاز أيضًا دورًا هامًا في الاقتصاد المحلي؛ من خلال الشركات التابعة والقابضة المدرجة وغير المدرجة في قطر، ويُساهم الجهاز بشكلٍ فعّال في تنمية رأس المال البشري الوطني في قطر؛ حيث تم إطلاق العديد من البرامج الداخلية والخارجية، وبرامج التدريب الاستثمارية الأخرى. وفيما يتعلّق بالامتثال، كان جهاز قطر للاستثمار يلتزم بمبادئ سنّياغو الرئيسة "GAPP" حتى قبل إصدار هذه المبادئ، وقد اعتمد مجلس جهاز قطر للاستثمار عددًا من السياسات التي تعكس جوهر هذه المبادئ سنة 2008. وقد تم تنفيذ تحسينات هامة أخرى فيما يخص الامتثال للمبادئ منذ سنة 2013، لكن رغم هذا يتم تصنيف جهاز قطر للاستثمار بين صناديق الثروة السيادية متوسطة الالتزام بمبادئ سنّياغو؛ نظرًا لغياب الإفصاح وأنه لا يقوم بنشر تقارير سنوية لأدائه؛
- تُعدّ الهيئة العامة للاستثمار أقدم صندوق ثروة سيادية في العالم، مما يسمح بتراكم معارف وخبرات يمكن استخدامها لتحسين أداء الهيئة، لكن تبقى التجربة تُعاني من بعض النقائص؛ خاصةً في مجال الإفصاح والشفافية؛ حيث يتم تصنيف الهيئة ضمن الصناديق غير الشفافة والملتزمة التزامًا ضعيفًا بمبادئ سنّياغو؛ بسبب عدم الإفصاح.
- **الفرضية الرابعة:** حقّق صندوق ضبط الموارد في الجزائر الأهداف التي أنشئ من أجلها؛ حيث ساهم بصورة فعّالة في الحدّ من عجز الموازنة العامة وفي تخفيض حجم المديونية العمومية الداخلية والخارجية خلال الفترة "2000-2014"، إلى أدنى مستوى لها على الإطلاق؛ غير أنّه كان يُعاني منذ البداية من اختلالات هيكلية؛ وهو من الهشاشة بحيث يمكن لأزمة مثل أزمة انهيار أسعار النفط الحالية (2015-2016) أن تعصف به وأن تقضي على وجوده نهائيًا؛ حيث بلغ رصيده 2913,3 مليار دج في نهاية سبتمبر 2015، أي ما يعادل 26,8 مليار دولار. ويمكن إيجاز النقائص التي يُعاني صندوق ضبط الموارد فيما يلي:

- إن صندوق ضبط الموارد في شكله الحالي عبارة عن حساب من حسابات الخزينة العمومية؛ ومن ثمّ فهو غير مستقل عن الموازنة العامة للدولة، مما يؤدي إلى حدوث تداخل بين وظائف الصندوق والموازنة العامة، الأمر الذي يقلل من فعالية الصندوق في ضبط الموازنة العامة خلال فترات ارتفاع الجباية البترولية؛
  - إن انفراد وزارة المالية بحق إدارة وتسيير الصندوق يعني سيطرة الحكومة على الصندوق، مما يؤدي إلى تدني كفاءة الاستغلال بالنظر لهيمنة الاعتبارات السياسية على حساب الاعتبارات الاقتصادية في تسيير الصندوق؛
  - إن اعتبار صندوق ضبط الموارد حساباً خاصاً من حسابات الخزينة العمومية يؤدي إلى عدم خضوعه لرقابة البرلمان بالنظر إلى أن العمليات الخاصة بحسابات الخزينة تتم خارج الموازنة العامة للدولة، مما يعني عدم وجود رقابة مستقلة على الصندوق؛ ومن ثمّ التقليل من فرص خضوع الحكومة للمساءلة؛
  - إن اقتصار موارد الصندوق على فائض الإيرادات البترولية يعرضه لصدمات خطيرة في حالة انخفاض أسعار النفط إلى مستويات متدنية لفترات طويلة، مما يعني أن الصندوق غير مستقل عن تقلبات أسعار النفط، كما أن استمراره في النشاط مستقبلاً غير مؤكد؛
  - إن تركيز مجال عمل الصندوق الداخلي واقتصار عمله الخارجي على سداد المديونية العمومية الخارجية يؤدي إلى وجود سيولة مالية معطلة في الصندوق، وبالتالي حرمان البلد من عوائد معتبرة يمكن الحصول عليها في حالة استثمار أصول الصندوق خارج البلد؛
  - إن عدم نشر تقارير ومعلومات دورية تفصيلية عن الصندوق يقلل من شفافية التسيير ويؤدي إلى حرمان الرأي العام من الاطلاع على تطور وضعية الصندوق.
- **الفرضية الخامسة:** يُمكن تحسين أداء صندوق ضبط الموارد في الجزائر في إطار مبادئ سنتياغو، من خلال استراتيجية تتطلّب تعديل أهداف وهيكل الصندوق وزيادة شفافيته.

### اقتراحات البحث

- بناءً على النتائج المتوصل إليها، تمّ تقديم الحلول التالية:
- ضرورة تغيير نظرة الحكومة فيما يخصّ صندوق ضبط الموارد؛ والانتقال به من مجرد صندوق لتغطية العجز في الخزينة إلى صندوق ثروة سيادية في الجزائر، واعتماده كمصدر متجدّد للإيرادات يمكن من خلاله ضمان مستقبل الأجيال القادمة؛ باتخاذ القرارات الاستثمارية السليمة، وتحقيق الاستفادة القصوى من عائدات هذا الصندوق؛
  - العمل بشكلٍ جدّي على تعديل وتطوير هيكل وأهداف صندوق ضبط الموارد والانتقال به إلى الصندوق السيادي الجزائري؛ بحيث يرقى إلى مصاف صناديق الثروة السيادية العربية والعالمية؛

- التفكير في مختلف الطّرق التي يُمكن من خلالها أن يتعافى صندوق ضبط الموارد، حتّى لو تمّ بشكلٍ تدريجيّ وعلى المدى الطّويل؛ وقد يكون احتياطي الصّرف الحلّ الأمثل في مثل هذه الطّروف؛
- تنوع مصادر تمويل الصّندوق السيادي الجزائري بشكلٍ لا يلغي تمامًا الجباية البترولية، لكن لا يجعلها المصدر الرّئيس، والاستفادة من دروس الأزمة الحاليّة؛
- العمل بتنوع المحفظة الاستثمارية للصّندوق لتفادي المخاطر؛ من خلال السّياسات المقترحة "الاستثمار في صناديق التّحوط، الأسواق الناشئة والتّمية المحليّة" في المستقبل؛ والبحث عن فرص استثمارية جديدة، وتوسيع مجال عمل الصّندوق السيادي الجزائري ليشمل الاستثمار في أسواق البلدان الناشئة على غرار بلدان منطقة إفريقيا وأمريكا اللاتينية ودول جنوب شرق آسيا بدلا من التركيز على أسواق البلدان المتقدمة؛
- ضرورة تعزيز علاقات التعاون بين الدول المالكة لصناديق الثروة السيادية عن طريق إقامة تكتل أو منتدى للدفاع عن مصالحها وتبادل الخبرات والمعارف الخاصة بإدارة هذه الصناديق؛
- المشاركة في الجهود الدولية التي تهدف إلى إرساء مبادئ عالمية منظمة لنشاطات الصّندوق السيادي الجزائري على غرار مبادرة صندوق النقد الدولي المتمثلة بمبادئ سنتياغو؛
- تزويد الصّندوق السيادي الجزائري بأنظمة للوقاية والإنذار المبكر من الأزمات المالية والاقتصاديّة وذلك عن طريق تحسين أداء وفعالية الأقسام والمصالح المكلفة بمراقبة وتحديد مختلف المخاطر المصاحبة لاستثمارات الصّندوق؛
- تكوين إطارات عالية الكفاءة مختصة في مجال إدارة الاستثمارات في الأسواق المالية العالمية تسند إليها مهمة إدارة الصندوق والاستفادة من خبرات ودراسات الباحثين في الجامعات والمعاهد العلمية المتخصصة؛
- الإفصاح العلني عن كلّ ما يخصّ الصّندوق، وإنشاء موقع الكتروني خاصّ به؛
- التّحديد الواضح والجليّ لأهداف الصّندوق، وتعديلها بما يضمن تطوير الصّندوق ليرقى إلى مصاف صناديق الثروة السياديّة العربيّة والعالميّة، مع مراعاة خصوصيّة الاقتصاد الجزائري والإفصاح العلني عن هذه الأهداف وإدراج التّفاصيل في القانون التّنظيمي؛ أهداف الصّندوق توضع بالتنسيق مع السّلطات المالية والتّقديّة في البلد، لضمان الاتّساق مع السّياسات الاقتصاديّة الكليّة الشّاملة؛
- وضع قواعد وإجراءات تتعلّق بالمنهج العام لعمليّات السّحب والتمويل المرتبطة بالصّندوق في المطبوعات ذات الصّلة والميزانيّات والحسابات التي يُحددها القانون؛
- إصدار تقارير سنوية، ثلاثية، ربع سنويّة، حسب ما ينصّ عليه القانون، تتضمّن الأداء والمخاطر والتكاليف، يتم تقديمها للجهة المالكة على شكل بياناتٍ إحصائيّة، يتم الإفصاح عنها علنًا ويتم نشرها على الموقع الإلكتروني للصّندوق؛
- وضع إطارٍ تنظيميّ واضح للصّندوق السيادي الجزائري من قبل البرلمان؛ يقوم فيه بتحديد الأدوار والمسؤوليّات، بين مالك ومُسيّر، ومختلف التّفاصيل الخاصّة بشروط الاستثمار واتّخاذ القرارات الاستثمارية،

- ووضع مبادئ توجيهية أخلاقية لإدارة الصندوق؛ بما يُسهّل المساءلة والاستقلالية التشغيلية لهذه الأخيرة؛ سعياً لتحقيق الأهداف المنشودة؛
- تعمل السلطة الحاكمة بمرسوم في اللوائح التي يُنظّمها القانون؛ بما يخدم مصالح الصندوق السيادي الجزائري، وتُكَلِّف مهمة واضحة، وتُمنح السلطة والاحتصاص الكافين لأداء وظائفها التي تشمل التغطية في جملة من الأمور: هدف الإدارة، الاستثمارات، معايير إعداد التقارير، إدارة المخاطر والتكاليف والعلاقة بين المالك والمدير وتحديد النظام الأساسي للوائح الداخلية والخارجية والتفويضات، بشكل أكثر تفصيلاً للتنفيذ العملي وتعيين مجلس إشرافي ومُدقّق حسابات للقيام بعمليات المراجعة والرقابة؛
  - لا بدّ أن يكون المدير التنفيذي للصندوق السيادي الجزائري مُستقلاً عن وزارة المالية، وحرّاً في تنفيذ استراتيجيات الصندوق؛ في إطار التفويض الذي حدّدته الوزارة؛
  - تحديد إطار المساءلة عن عمليات الصندوق السيادي الجزائري في مختلف الوثائق القانونية، وتعيين مدقّق عام يكون مسؤولاً عن الإشراف على عمل وزارة المالية، مجلس إشراف البنك المركزي ومدقّق الحسابات الخارجي مسؤولان عن الإشراف على المجلس التنفيذي للصندوق. ويقوم قسم التدقيق الداخلي بما يلي:
    - ضمان وجود إدارة مخاطر مُلائمة وفعّالة؛
    - تقديم بيانات مُستقلة وموضوعية؛
    - تقديم المشورة بشأن إدخال تحسينات على مستوى إدارة ومراقبة الأنظمة؛
    - تقديم تقارير سنوية/ربع سنوية لوزارة المالية، ينبغي أن تتضمن المعلومات المنصوص عليها في القانون (ملخص حقيقي وعادل عن أداء الصندوق، تكاليف الإدارة واستراتيجياتها، خلق القيمة والمخاطر ذات الصلة داخل دائرة الاستثمار). كما يجب أن تستند التقارير على القواعد والمعايير المحاسبية الحالية لبنك الجزائر.
  - تنظيم البيانات المالية في اللائحة المتعلقة بالحسابات السنوية لبنك الجزائر؛
  - إنشاء ونشر معايير أخلاقية واضحة من قبل وزارة المالية، وتشمل هذه المبادئ الشفافية والموضوعية والاستقلالية، وكذلك فرض قيود على المعاملات في الأدوات المالية؛
  - تعريف العلاقة مع الأطراف الثالثة "مدراء خارجيين" في القانون؛ حيث لا بدّ أن تنصّ اللائحة التنظيمية لإدارة المخاطر والرقابة الداخلية على أن يضطلع البنك المركزي بهذه المهمة؛ من خلال ضمان وجود كفاءات ملائمة داخل هيكل البنك لإدارة اتفاق الاستعانة. وتُحدّد مسؤولية الاستعانة بمصادر خارجية في اتفاق مكتوب، ويُراعى شرط أن يخدم هذا الاتفاق المصالح الاقتصادية للصندوق؛
  - ضمان الامتثال لجميع التنظيمات ومتطلبات الإفصاح المعمول بها في البلدان المتلقية؛ من خلال إنشاء وحدة تقوم ببناء صورة شاملة لجميع القواعد المطبّقة، وإقامة حوارٍ نشط مع الهيئات التنظيمية وغيرها من السلطات ذات الصلة، ومصادر معلومات أخرى. وتُدار مخاطر الامتثال المرتبطة مع هذه القواعد من خلال مجموعة واسعة من الأنشطة بما في ذلك التدريب المكثف، التي يتم تنفيذها عبر إدارة استثمارات بنك الجزائر، فضلاً

- عن تقديم التقارير، بما في ذلك إفصاحات السّوق في جميع البلدان التي تستثمر فيها؛ من خلال مكاتبها في البلدان المضيفة، يتم إنشاء علاقة رسمية لها مع السّلطات المختصة؛
- أن يتضمّن التقرير السنوي المقدم إلى البرلمان معلومات عن تطوّر استراتيجية الصّندوق. وتقوم استراتيجية الاستثمار على المعتقدات الأساسية لكيفية عمل الأسواق المالية والمميّزات الخاصة للصّندوق، ويتم تفعيل الاستراتيجية في التّفويض الذي تضعه الوزارة، والذي يتناول أيضًا أحكامًا بشأن التّعرض للمخاطر، الرافعة المالية، معيار الاستعانة بمصادر خارجية؛
- أن تهدف القرارات الاستثمارية التي يتّخذها الصّندوق السيادي الجزائري إلى تعظيم العائد المالي المعدّل حسب المخاطر بما يتوافق مع سياسته الاستثمارية واستنادًا إلى أسس اقتصادية ومالية، وإذا كانت قرارات الاستثمار تخضع لاعتبارات أخرى بخلاف الاعتبارات الاقتصادية والمالية، يتم النّص بوضوح على هذه الاعتبارات ضمن سياسة الاستثمار ويتم الإفصاح عنها علنًا؛
- وضع مجموعة من المبادئ والتي تستند في إدارة أصول الصّندوق إلى الميثاق العالمي للأمم المتحدة، ومبادئ منظمة التّعاون والتّمية "OECD" في حوكمة الشّركات، والمبادئ التّوجيهية للشّركات متعدّدة الجنسيات. وتسعى هذه المبادئ التّوجيهية إلى ضمان الشّافية والقدرة على التنبؤ بالطريقة المثلى لإدارة حقوق ملكية الصّندوق؛
- ألا يسعى صندوق ضبط الموارد لمعرفة معلومات سرّية أو اكتساب نفوذ من خلال الحكومة أو استغلال مثل هذه المعلومات أو النفوذ في التنافس مع الكيانات الخاصة؛ حيث يتم تقسيم العمل بين وزارة المالية وإدارة الصّندوق التي لا تكون على اطلاع على أي معلومات سرّية من مجلس الحكومة؛
- أن تحدد المبادئ التّوجيهية الدّاخلية لبنك الجزائر أن المدير التّفيذي لصندوق ضبط الموارد لا يشارك في المناقشات مع إدارة بنك الجزائر بشأن البلدان الأخرى "السياسة النقدية والائتمانية أو المنظمات الدولية المقررة مثل هذه القضايا". هذا التقييد يوثق ضمن الوصف الوظيفي للمدير التّفيذي لصندوق ضبط الموارد الذي يقوم بانتداب جميع الأنشطة لإدارة الأصول رسميًا تحت إدارته؛
- أن ينظر صندوق ضبط الموارد إلى حقوق ملكية المساهمين باعتبارها عنصرًا أساسيًا في قيمة استثمارات أصوله، وإذا اختار أن يمارس حقوق ملكيته، فعليه القيام بذلك على نحو يتّسق مع سياسته الاستثمارية ويحمي القيمة المالية لاستثماراته. ويُفصّل الصّندوق بشكلٍ علني عن منهجه العام تجاه الأسهم المانحة لحقوق التصويت في الكيانات المدرّجة في البورصة، بما في ذلك العوامل الأساسية المرشدة لممارسته حقوق الملكية؛
- أن يتضمّن إطار إدارة المخاطر معلومات موثوقة ونُظُمًا لإبلاغ البيانات في الوقت المقرّر، مما يتيح مراقبة المخاطر ذات الصّلة وإدارتها في ظل معلّمت ومستويات مقبولة وآليات للرّقابة وحواجز ومدونات لقواعد السّلك وتخطيط لاستمرارية العمل ووظيفة تدقيقية مستقلة؛ حيث يقوم قسم التّدقيق الدّخلي في البنك نيابة عن المجلس التّفيذي بضمان وجود إدارة المخاطر الملائمة والفعّالة في البنك والرّقابة الدّاخلية المناسبة والمرضية. يقوم التّدقيق الدّخلي بالإدلاء ببياناتٍ مستقلة وموضوعيّة وتقديم المشورة بشأن إدخال تحسينات

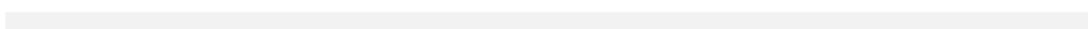
- في نُظْم الإدارة والرّقابة. ويُشرف على المجلس التنفيذي للبنك كلّ من مجلس رقابة بنك الجزائر والمدقّق الخارجي لهذا الأخير. ويقدم المالك تقاريرًا سنوية إلى البرلمان بشأن إدارة الصندوق؛
- أن تُقاس أصول الصندوق السيادي الجزائري وأدائه الاستثماري (سواء على أساس مطلق أو مقارن) بمعايير قياسية وتُرفع تقارير بشأنها لمالكها طبقًا لمبادئ ومعايير واضحة التّحديد؛
- أن يُجري الصندوق السيادي الجزائري بشكلٍ مباشر أو من خلال طرف ينوب عنه عملية مراجعة منتظمة لتطبيق المبادئ والممارسات المتعارف عليها "مبادئ سنتياغو".

## آفاق البحث

- لا بدّ من الإشارة إلى أن البحوث والدّراسات في مجال صناديق الثروة السيادية لا تزال في مراحلها الأولى؛ باعتبار أن الاهتمام العالمي بهذه الظاهرة يُعدّ حديثًا مقارنةً بظواهر اقتصادية أخرى، وفي نفس السياق يمكن للمهتمين بهذا الموضوع دراسة جوانب متعدّدة لم يتم التّطرق إليها بإسهابٍ في هذا البحث على غرار:
- دور صندوق ضبط الموارد في حماية الاقتصاد الجزائري من خطر أزمة انهيار أسعار النّفط.
  - مستقبل صناديق الثروة السيادية للدول النّفطية في ظل الأزمة الحالية.
  - الاستثمار في الأسواق الناشئة كآلية لترشيد دور صناديق الثروة السيادية.
  - سياسات اختيار الاستراتيجيات الاستثمارية الأفضل لتحقيق عوائد أعلى من الاستثمار في صناديق التحوّط.
  - سبل تفعيل دور صناديق الثروة السيادية في تحقيق تنمية داخلية مُستدامة.



## الملاحق



## الملحق رقم 1

## المبادئ والممارسات المتعارف عليها (GAPP) – "مبادئ سنياغو"

دعمًا لجهود التوصل إلى "الهدف والغرض الخاص" المتوخين، يطبق أعضاء مجموعة العمل الدولية المبادئ والممارسات المذكورة أدناه أو يعتمدون تطبيقها، على أساس طوعي؛ بحيث يخضع تطبيق كل منها لمتطلبات القوانين واللوائح القطرية.

**المبدأ 1:** يكون الإطار القانوني الذي يستند إليه صندوق الثروة السيادية سليمًا وداعمًا 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 مواصفات الأساس والهيكل القانونيين لصندوق الثروة السيادية، وكذلك العلاقة بين كل صندوق وغيره من كيانات الدولة.

**المبدأ 2:** يتحدد بوضوح غرض إنشاء صندوق الثروة السيادية ويتم الإفصاح عنه علنًا.

**المبدأ 3:** حيثما يكون لصندوق الثروة السيادية انعكاسات اقتصادية كلية ومحلية مباشرة كبيرة، يتم تنسيق هذه الأنشطة تنسيقًا كاملاً مع سلطات المالية العامة والسلطات التقديرية المحلية، بغية ضمان الاتساق مع السياسات الاقتصادية الكلية الشاملة.

**المبدأ 4:** 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 علنًا عن مصدر تمويل صندوق الثروة السيادية.

**المبدأ الفرعي 2-4:** يتم الإفصاح علنًا عن المنهج العام لسحب الأرصدة من صندوق الثروة السيادية والإنفاق منه نيابةً عن الحكومة.

**المبدأ 5:** 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 6:** يعمل صندوق الثروة السيادية في ظل إطار سليم للحكومة يُحدد تقسيمًا واضحًا وفعالًا للأدوار والمسؤوليات بما يسهل المساءلة والاستقلالية التشغيلية في إدارة الصندوق سعيًا لتحقيق أهدافه.

**المبدأ 7:** تُحدد الجهة المالكة أهداف صندوق الثروة السيادية، وتتولى تعيين أعضاء جهازه الحاكم طبقًا لإجراءات واضحة التحديد، وتمارس الإشراف على عملياته.

**المبدأ 8:** يعمل الجهاز الحاكم بما يُحقق مصالح صندوق الثروة السيادية ويُكَلِّف بمهمة واضحة المعالم ويُمنح السلطة والاختصاص الكافيين لأداء وظائفه.

**المبدأ 9:** يتولى فريق الإدارة التشغيلية لصندوق الثروة السيادية تنفيذ استراتيجياته بصورة مستقلة وفي إطار مسؤوليات واضحة التحديد.

- المبدأ 10:** يتحدّد بوضوح إطار المساءلة عن عمليات صندوق الثروة السيادية بالنّص عليه في التشريع أو الميثاق المعني أو غير ذلك من الوثائق التأسيسية أو في اتفاقية الإدارة.
- المبدأ 11:** يتم إعداد تقرير سنوي مصحوبٍ بكشوفٍ مالية عن عمليات صندوق الثروة السيادية وكيفية أدائه، وذلك في الوقت المقرّر وطبقاً للمعايير المحاسبية الدولية أو القومية المعمول بها ومع مراعاة متطلبات الاتّساق.
- المبدأ 12:** تخضع عمليات صندوق الثروة السيادية وكشوفه المالية للتدقيق السنوي طبقاً للمعايير المحاسبية الدولية أو القومية المعمول بها.
- المبدأ 13:** تتحدّد بوضوح المعايير المهنية والأخلاقية الواجبة ويحاط علمًا بها أعضاء الجهاز الحاكم لصندوق الثروة السيادية وإدارته وموظّفيه.
- المبدأ 14:** يتركز التّعامل مع أطرافٍ ثلاثة لغرض إدارة عمليات صندوق الثروة السيادية على أسسٍ اقتصادية ومالية، وتراعى فيه قواعد وإجراءات واضحة.
- المبدأ 15:** تُدار عمليات صندوق الثروة السيادية وأنشطته في البلدان المضيفة طبقاً لمتطلبات التنظيم والإفصاح المرعية في البلدان التي يُزاوّل نشاطه فيها.
- المبدأ 16:** يتم الإفصاح علنًا عن إطار الحوكمة وأهدافها وكذلك عن كيفية إدارة صندوق الثروة السيادية على أساسٍ من الاستقلالية التشغيلية عن الجهة المالكة.
- المبدأ 17:** يتم الإفصاح علنًا عن المعلومات المالية ذات الصّلة 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 والاتّساق مع أهدافه المحدّدة والمخاطر التي يتعرض لها ودرجة تحملها لها واستراتيجيته الاستثمارية حسبما حدّتها الجهة المالكة أو الحاكمة، كما تتركز على مبادئ سليمة لإدارة الحافظة.
- المبدأ الفرعي 1-18:** يسترشد صندوق الثروة السيادية بسياسته الاستثمارية في تقنين مدى انكشافه للمخاطر المالية وإمكانية استخدامه للرفع المالي.
- المبدأ الفرعي 2-18:** تُعالج السياسة الاستثمارية مدى إمكانية الاستعانة بمديرين داخليين و/ أو خارجيين للاستثمار وأنواع أنشطتهم وطبيعة السلطة المخوّلة لهم والعملية المتّبعة في اختيارهم ومراقبة أدائهم.
- المبدأ الفرعي 3-18:** يتم الإفصاح علنًا عن توصيف لسياسة الاستثمار المعتمّدة لدى صندوق الثروة السيادية.
- المبدأ 19:** تهدف القرارات الاستثمارية التي يتّخذها صندوق الثروة السيادية إلى تعظيم العائد المالي المعدّل حسب المخاطر بما يتوافق مع سياسته الاستثمارية واستنادًا إلى أسس اقتصادية ومالية.
- المبدأ الفرعي 1-19:** إذا كانت قرارات الاستثمار تخضع لاعتباراتٍ أخرى بخلاف الاعتبارات الاقتصادية والمالية، يتم النّص بوضوح على هذه الاعتبارات ضمن سياسة الاستثمار ويتم الإفصاح عنها علنًا.
- المبدأ الفرعي 2-19:** تُدار إدارة أصول صناديق الثروة السيادية وفقًا للطريقة السليمة والمقبولة عمومًا في مجال إدارة الأصول.

- المبدأ 20:** لا يجوز لصندوق الثروة السيادية السعي لمعرفة معلوماتٍ سرّيةٍ أو اكتساب نفوذ من خلال الحكومة بمفهومها الأوسع أو استغلال مثل هذه المعلومات أو النفوذ في التنافس مع الكيانات الخاصة.
- المبدأ 21:** ينظر صندوق الثروة السيادية إلى حقوق ملكية المساهمين باعتبارها عنصرًا أساسيًا في قيمة استثمارات أصوله، وإذا اختار أن يمارس حقوق ملكيته، فعليه القيام بذلك على نحو يتسق مع سياسته الاستثمارية ويحمي القيمة المالية لاستثماراته. ويُفصح صندوق الثروة السيادية بشكلٍ علني عن منهجه العام تجاه الأسهم المانحة لحقوق التصويت في الكيانات المدرجة في البورصة، بما في ذلك العوامل الأساسية المرشدة لممارسته حقوق الملكية.
- المبدأ 22:** يستند صندوق الثروة السيادية إلى إطارٍ يُحدّد عملياته ويُقدّرُها ويُديرها.
- المبدأ الفرعي 1-22:** يتضمّن إطار إدارة المخاطر معلوماتٍ موثوقةً ونُظماً لإبلاغ البيانات في الوقت المقرّر، مما يُتيح مراقبة المخاطر ذات الصلة وإدارتها في ظل مَعلماتٍ ومستويات مقبولة وآليات للرقابة وحواجز ومدونات لقواعد السلوك وتخطيط لاستمرارية العمل ووظيفة تدقيقية مستقلة.
- المبدأ الفرعي 2-22:** يتم الإفصاح علناً عن المنهج العام المعتمد لإطار إدارة المخاطر.
- المبدأ 23:** تُقاس أصول صندوق الثروة السيادية وأداؤه الاستثماري (سواء على أساسٍ مطلق أو مقارن بمعايير قياسية، إن وجدت) وتُرفع تقارير بشأنها لمالكها طبقاً لمبادئ ومعايير واضحة التحديد.
- المبدأ 24:** يُجري صندوق الثروة السيادية بشكلٍ مباشرٍ أو من خلال طرفٍ ينوب عنه عمليةً مراجعةً منتظمةً لتطبيق المبادئ والممارسات المتعارف عليها.

## الملاحق رقم 2: مدى التزام الصندوق الترويجي بمبادئ سننباغوا

1: الإطار القانوني، الأهداف، والتنسيق مع سياسات الاقتصاد الكلي	
المبدأ	الالتزام
<p><b>المبدأ 1:</b> يكون الإطار القانوني الذي يستند إليه صندوق الثروة السيادية سليماً وداعماً لفعالية تشغيله وتحقيق أهدافه المعلنة.</p> <p><b>المبدأ الفرعي 1-1:</b> يضمن الإطار القانوني سلامة الوضع القانوني لصندوق الثروة السيادية والمعاملات التي يجريها.</p> <p><b>المبدأ الفرعي 1-2:</b> يتم الإفصاح العلني عن أهم مواصفات الأساس والهيكل القانونيين لصندوق الثروة السيادية، وكذلك العلاقة بين كل صندوق وغيره من كيانات الدولة.</p>	<p>إنّ صندوق معاشات التقاعد الحكومي-العالمي-الترويجي ليس كياناً قانونياً مستقلاً. تمّ إنشاء إطاره القانوني بموجب قانون صندوق معاشات التقاعد الحكومي "قانون GPFA"، الذي يقدّم وصفاً للأساس والهيكل القانوني للصندوق. وقد منح البرلمان وزارة المالية مسؤولية إدارة الصندوق. يتمثل هدف إدارة الصندوق في تعظيم القوة الشرائية العالمية له، مع مستوى معتدل من المخاطر.</p> <p>لقد خصّصت الوزارة من الناحية العملية دوراً مشاهجاً لمالك الأصول. يقتضي القانون أن يضطلع البنك المركزي الترويجي بعمل الإدارة التنفيذية.</p> <p>يقتضي قانون صندوق المعاشات الحكومي GPFA أن تنصّ الوزارة على المزيد من الأنظمة الخاصة بكيفية القيام بالإدارة. وقد قدّمت الوزارة تقريراً أكثر تفصيلاً إلى البرلمان الترويجي بشأن تقسيم المسؤولية بين الوزارة كمالك، والبنك المركزي الترويجي كمدير، والتي تم تبنيها.</p>
<p><b>المبدأ 2:</b> يتحدّد بوضوح غرض إنشاء صندوق الثروة السيادية ويتم الإفصاح عنه علناً.</p>	<p>إنّ الغرض من إنشاء صندوق معاشات التقاعد الحكومي هو دعم الادّخار الحكومي لتمويل نفقات المعاشات التقاعدية تبعاً نظام التأمين الوطني واعتبارات طويلة الأجل في إنفاق عائدات البترول الحكومية. الغرض بالتفصيل في مرسوم قانون صندوق المعاشات الحكومي GPFA.</p>
<p><b>المبدأ 3:</b> حيثما يكون لصندوق الثروة السيادية انعكاسات اقتصادية كلية ومحلية مباشرة كبيرة، يتم تنسيق هذه الأنشطة تنسيقاً كاملاً مع سلطات المالية العامة والسلطات النقدية المحلية، بُغية ضمان الاتساق مع السياسات الاقتصادية الكلية الشاملة.</p>	<p>إنّ دخل صندوق معاشات التقاعد الحكومي-العالمي-الترويجي، وعملية التحويل من وإلى الصندوق، منصوصٌ عليها في قانون صندوق المعاشات التقاعدية. يتكوّن دخل صندوق معاشات التقاعد الحكومي-العالمي-الترويجي من إجمالي التدفّقات التقديّة من الأنشطة النفطية، والتي يتم تحويلها من ميزانية الحكومة المركزية، والعائد على رأس مال الصندوق، وصافي نتائج العمليات المالية المرتبطة بالأنشطة البترولية. رأس المال في صندوق معاشات التقاعد الحكومي يمكن أن يُستخدم فقط للتحويلات</p>

<p>في ميزانية الحكومة المركزية بناءً على قرار من البرلمان. هذه التحويلات تغطّي العجز في الميزانية المعدلة للتّلف. فالتحويلات الرأسمالية تشكل جزءاً من عملية الميزانية المتسقة والشفافة؛ بحيث تراكم رأس المال في الصّندوق هو جزء لا يتجزأ من السياسة المالية للبلاد، ويعكس الفائض الفعلي على ميزانية الحكومة المركزيّة.</p>	
<p>يتم الإفصاح عن عمليّات التّمويل والسّحب والإنفاق المرتبطة بصندوق معاشات التّقاعد الحكومي -العالمي- التّرويجي علناً في المطبوعات ذات الصّلة وميزانيات وحسابات الحكومة المركزيّة التي يحددها قانون صندوق معاشات التّقاعد الحكومي. تتماشى القواعد مع الغرض من الصّندوق على صعيد الاقتصاد الكليّ لدعم الادّخار الحكومي لتمويل نفقات المعاشات التّقاعدية لنظام التّأمين الوطني التّرويجي والاعتبارات طويلة الأجل في إنفاق عائدات التّلف التّرويجية. يمكن أن يستخدم رأس المال في صندوق معاشات التّقاعد الحكومي فقط في التحويلات لميزانية الحكومة المركزيّة بناءً على قرار من البرلمان (البرلمان التّرويجي). تشكلّ تحويلات رأس المال جزءاً من عملية الميزانية المتناسقة؛ بحيث يعكس تراكم رأس المال الفوائض الفعليّة على ميزانية الحكومة المركزيّة.</p> <p>يتم عرض التحويلات الشّهريّة والعديد من البيانات السنوية الأخرى الخاصة بالتّمويل والسّحب في الحسابات الوطنيّة، الفصل الثالث. هذه الوثيقة متوافرة فقط باللّغة التّرويجية.</p> <p>بالإضافة إلى العملية المحدّدة قانوناً، كما هو موضح أعلاه، تتبّع الحكومة سياسة مالية توجيهيّة؛ بحيث ينبغي أن تساوي التحويلات طويلة الأجل من الصندوق العائد الحقيقي المتوقّع للصّندوق والذي يُقدّر حالياً بنحو 4% على المدى الطويل.</p>	<p><b>المبدأ 4:</b> توضع سياسات أو قواعد أو إجراءات أو ترتيبات واضحة ومُعلنة بشأن المنهج العام لصندوق الثروة السياديّة حيال عمليات التّمويل والسّحب والإنفاق.</p> <p><b>المبدأ الفرعي 4-1:</b> يتم الإفصاح علناً عن مصدر تمويل صندوق الثروة السياديّة.</p> <p><b>المبدأ الفرعي 4-2:</b> يتم الإفصاح علناً عن المنهج العام لسحب الأرصدة من صندوق الثروة السياديّة والإنفاق منه نيابةً عن الحكومة.</p>
<p>تقارير البنك المركزي التّرويجي الخاصّة بنتائج الصّندوق تُصدر كل ثلاثة أشهر. ويتضمن التّقرير الأداء والمخاطر والتكاليف، ويتم نشره على الموقع الإلكتروني لإدارة الأصول، <a href="http://www.nbim.no">www.nbim.no</a>.</p> <p>بالإضافة إلى ذلك، تُنشر إدارة الأصول مجموع الأصول المقدّرة الخاضعة للإدارة والقوائم السنوية لجميع الاستثمارات، سواء الأسهم أو الدّخل الثّابت على شبكة الأنترنت. تتضمن المعلومات عن الأسهم أيضاً حصة التّصويت، وتُنشر سجلات التّصويت بشكلٍ مستمر. يتم تضمين كافة</p>	<p><b>المبدأ 5:</b> يتم إبلاغ الجهة المالكة على أساس يومي بالبيانات الإحصائيّة ذات الصّلة بصندوق الثروة السياديّة، أو إتاحتها للإدراج في المكان المناسب مع مجموعات البيانات الاقتصاديّة الكلية حسب الاقتضاء.</p>

<p>البيانات ذات الصلة كالقيمة السوقية للصندوق وعائداته وأصوله في حسابات الحكومة المركزية.</p>	
<h2>II. الإطار المؤسسي وهيكل الحوكمة</h2>	
<p>أنشأ البرلمان النرويجي الإطار التنظيمي للصندوق مع GPFA. وتحمل وزارة المالية المسؤولية الرسمية لإدارة الصندوق وتتصرف كمالك له. يتم التعامل مع الإدارة التنفيذية من قبل البنك المركزي النرويجي من خلال وحدة إدارة الأصول "إدارة استثمارات بنك الترويج المركزي (NBIM)". أصدرت الوزارة أيضا تفويضًا لإدارة الصندوق، الذي يحدد شروط استثمارات الصندوق من خلال لوائح وأحكام تكميلية. كما يتضمن مبادئ توجيهية أخلاقية لإدارة الصندوق. ويجدد التفويض أنه يجوز للبنك المركزي النرويجي اتخاذ القرارات الاستثمارية بشكل مستقل عن الوزارة (القسم 1-1 (3)).</p> <p>وقد نشر البنك المركزي وثائقه الخاصة المتعلقة بالحوكمة الداخلية للإدارة الصندوق. انظر <a href="http://www.nbim.no">www.nbim.no</a>.</p>	<p><b>المبدأ 6:</b> يعمل صندوق الثروة السيادية في ظل إطار سليم للحكومة يحدد تقسيمًا واضحًا وفعالًا للأدوار والمسؤوليات بما يُسهّل المساءلة والاستقلالية التشغيلية في إدارة الصندوق سعيًا لتحقيق أهدافه.</p>
 <p>انظر المبدأ 1 فيما يتعلق بتحقيق الهدف العام للصندوق. انظر المبدأ 6 لمزيد من المعلومات حول تقسيم العمل بين الوزارة والبنك المركزي النرويجي فيما يتعلق بإدارة صندوق معاشات التقاعد الحكومي -العالمي- النرويجي. ويتضح التسلسل الهرمي للتنظيم والإشراف وإعداد التقارير المرتبط بـ صندوق معاشات التقاعد الحكومي -العالمي- النرويجي في الشكل أعلاه. يتم تفويض الواجبات والتراخيص تنازليًا (من الأعلى إلى الأسفل) في النظام، في حين أن التقارير عن الأداء والمخاطر تتم تصاعديًا. تم تقديم مسودة هذه الهيكلية إلى البرلمان وتمّت المصادقة عليه. وقد تم وضع الأهداف والوظائف الإشرافية المناسبة التي أنشأت على</p>	<p><b>المبدأ 7:</b> تحدّد الجهة المالكة أهداف صندوق الثروة السيادية، وتولّى تعيين أعضاء جهازه الحاكم طبقًا لإجراءات واضحة التحديد، وتمارس الإشراف على عملياته.</p>

<p>جميع مستويات التسلسل الهرمي. ترد إجراءات تعيين أعضاء المجلس التنفيذي للبنك المركزي في NBA. يتم تعيين الأحكام المتعلقة بوزارة المالية والإشراف عليها في NBA و GPFA، وتحدد كذلك في تفويض الوزارة. انظر <a href="http://www.nbim.no">www.nbim.no</a>.</p>	
<p>تم تحديد سلطة الهيئات الحاكمة بمرسوم في التشريعات واللوائح (التنظيمات) التي تم التطرق إليها في جزء آخر في هذه الوثيقة. ويسعى تفويض الوزارة للمجلس التنفيذي للبنك المركزي النرويجي إلى التأكد من أن أعمال المدير تخدم مصالح الصندوق، وتقوم بالتغطية، في جملة أمور، هدف الإدارة، والمؤشر الاستراتيجي والاستثمارات المسؤولة، ومعايير إعداد التقارير، وإدارة المخاطر، والتكاليف، وتقديم التقارير والعلاقة بين المالك والمدير.</p> <p>وقد أنشأ المجلس التنفيذي للبنك المركزي النرويجي - إدارة استثمارات بنك النرويج المركزي (NBIM) - لتكون مسؤولة عن التنفيذ العملي للإدارة. وقد استكمل المجلس التنفيذي اللوائح (التنظيمات) الوزارية الشاملة من خلال وضع مبادئ لإدارة المخاطر في إدارة الاستثمار ومن خلال التفويض ووضع تعليمات (إرشادات/توجيهات) للمدير التنفيذي لإدارة استثمارات بنك النرويج المركزي NBIM.</p> <p>المدير التنفيذي لإدارة استثمارات بنك النرويج المركزي NBIM بدوره يحدد النظام الأساسي اللوائح (التنظيمات) الداخلية والخارجية والتفويضات بشكل أكثر تفصيلاً للتنفيذ العملي. المجلس التنفيذي للبنك المركزي النرويجي خاضع للرقابة والإشراف من قبل المجلس الإشرافي المعين من قبل البرلمان، الذي يعين أيضاً مدقق حسابات البنك.</p>	<p><b>المبدأ 8:</b> يعمل الجهاز الحاكم بما يُحقّق مصالح صندوق الثروة السيادية ويكّلف بمهمة واضحة المعالم ويُمنح السلطة والاختصاص الكافيين لأداء وظائفه.</p>
<p>المدير التنفيذي لإدارة استثمارات بنك النرويج المركزي NBIM، مستقل عن وزارة المالية، وحرّ في تنفيذ استراتيجيات الصندوق في إطار التفويض الذي حدّدته الوزارة.</p>	<p><b>المبدأ 9:</b> يتولّى فريق الإدارة التشغيلية لصندوق الثروة السيادية تنفيذ استراتيجياته بصورة مستقلة وفي إطار مسؤوليات واضحة التحديد.</p>
<p>تم تحديد إطار المساءلة في مختلف الوثائق القانونية. المراجع (المدقق) العام هو المسؤول عن الإشراف على وزارة عمل المالية. مجلس الإشراف على البنك المركزي النرويجي ومدقق الحسابات الخارجي المحدد لها هما المسؤولان</p>	<p><b>المبدأ 10:</b> يتحدّد بوضوح إطار المساءلة عن عمليات صندوق الثروة السيادية بالنص عليه في التشريع أو الميثاق المعني أو غير</p>

<p>عن الإشراف على المجلس التنفيذي للبنك المركزي الترويجي. قسم التدقيق الداخلي في البنك يقوم نيابةً عن المجلس التنفيذي بضمان وجود إدارة المخاطر الملائمة والفعالة في البنك والرقابة الداخلية المناسبة والمرضية. التدقيق الداخلي يقوم بتقديم بيانات مستقلة وموضوعية وتقديم المشورة بشأن إدخال تحسينات في إدارة ومراقبة (الإشراف على) الأنظمة. يتم تنفيذ الوظيفة الإشرافية الداخلية في إدارة استثمارات بنك الترويج المركزي NBIM من قبل وحدة الامتثال والتحكم، والتي لديها سلطة التقرير بشكل مستقل إلى المجلس التنفيذي عند الاقتضاء. وعلاوةً على ذلك، البنك المركزي الترويجي مطالبٌ بموجب التفويض أن يُقدّم تقريراً كل ثلاثة أشهر عن إدارة الصندوق. وينصّ التفويض على الحد الأدنى من المتطلبات لمثل هذه التقارير. تُقدّم وزارة المالية تقاريراً إلى البرلمان الترويجي عن إدارة الصندوق سنوياً.</p>	<p>ذلك من الوثائق التأسيسية أو في اتفاقية الإدارة.</p>
<p>وينصّ التفويض على ما هي المعلومات الأخرى التي ينبغي أن تتضمنها التقارير ربع السنوية والسنوية. يجب أن تستند التقارير على درجة عالية من الانفتاح في الحدود المثبتة بواسطة السلوك السليم للإدارة. تتكوّن التقارير من جزءٍ وصفي ومقتطفات من حسابات البنك فيما يتعلق بإدارة الصندوق، وينبغي أن تُعتمد وفقاً للقواعد المحاسبية الحالية للبنك المركزي الترويجي. ويجب أن يتضمّن الجزء الوصفي ملخصاً حقيقياً وعادلاً عن أداء الصندوق، وتكاليف الإدارة، واستراتيجياتها، وخلق القيمة من قبل إدارة العامل والمخاطر ذات الصلة داخل إدارة الاستثمار، بما في ذلك استخدام الحدود المعينة في التفويض. بالإضافة إلى ذلك، ينبغي إيلاء الاعتبار لتنظيم إدارة الاستثمار في البنك.</p>	<p><b>المبدأ 11:</b> يتم إعداد تقرير سنوي مصحوب بكشوف مالية عن عمليات صندوق الثروة السيادية وكيفية أدائه، وذلك في الوقت المقرّر وطبقاً للمعايير المحاسبية الدولية أو القومية المعمول بها ومع مراعاة متطلبات الاتساق.</p>
<p>في سنة 2009، تم استبدال مدقّق حسابات البنك المركزي بمدقّق حسابات خارجي منتخب (ديلويت حالياً). يتم تنظيم البيانات المالية في اللائحة المتعلقة بالحسابات السنوية للبنك المركزي الترويجي. بالنسبة لسنة 2010 وما قبلها، تم تطبيق GAAP الترويجي (مع بعض التعديلات الطفيفة لأنشطة البنك المركزي). بالنسبة لسنة 2011 وما بعدها، بدأ تطبيق IFRS.</p>	<p><b>المبدأ 12:</b> تخضع عمليات صندوق الثروة السيادية وكشوفه المالية للتدقيق السنوي طبقاً للمعايير المحاسبية الدولية أو القومية المعمول بها.</p>
<p>أنشأت الوزارة ونشرت معاييراً أخلاقية واضحة لجميع الموظفين. وتشمل هذه المبادئ الشفافية والموضوعية والاستقلالية، وكذلك فرض قيود على</p>	<p><b>المبدأ 13:</b> تتحدّد بوضوح المعايير المهنية والأخلاقية الواجبة ويُحاط علمًا بها أعضاء</p>

<p>المعاملات في الأدوات المالية. المعايير المهنية هي كقاعدة محدّدة عند التوظيف. وقد وضع البنك المركزي الترويجي معاييرًا أخلاقية ومهنية واضحة، وأرسى القواعد الأخلاقية لموظفيه، فضلًا عن تسيير مبادئ الأعمال (التجارية).</p>	<p>الجهاز الحاكم لصندوق الثروة السيادية وإدارته وموظفيه.</p>
<p>يتم تعريف العلاقة مع المدراء الخارجيين في التفويض. اللائحة التنظيمية لإدارة المخاطر والرقابة الداخلية في البنك المركزي الترويجي تنصّ على أن البنك المركزي الترويجي يتحمل مسؤولية إدارة المخاطر والرقابة الداخلية فيما يتعلق بعمليات الاستعانة بمصادر خارجية. تُحدّد هذه المسؤولية في اتفاقٍ مكتوب، يضمن أن هيئات البنك يحقّ لها فحص ومراقبة عمليات الاستعانة بمصادر خارجية. ينبغي على البنك المركزي الترويجي ضمان وجود كفاءات ملائمة داخل هيكل البنك لإدارة اتفاقية الاستعانة بمصادر خارجية. وعلاوة على ذلك، فإن التفويض يُبين بوضوح أن جميع التعاملات مع أطرافٍ ثالثة يجب أن يخدم المصالح الاقتصادية للصندوق. يجب على إدارة الأصول تطوير سياساتها وفقًا للتفويض والمتطلبات القانونية الأخرى، بما في ذلك اللوائح الخاصة بإدارة المخاطر والرقابة الداخلية. الهيئات الحكومية لإدارة الأصول تراقب (ترصد) الامتثال وفقًا لذلك.</p>	<p><b>المبدأ 14:</b> يركز التعامل مع أطرافٍ ثلاثة لغرض إدارة عمليات صندوق الثروة السيادية على أسس اقتصادية ومالية، وتُراعى فيه قواعد وإجراءات واضحة.</p>
<p>إدارة استثمارات بنك الترويج المركزي "NBIM" لديها وحدة الامتثال والتحكّم (CC) وهي المكلفة بضمان الامتثال لجميع التنظيمات ومتطلبات الإفصاح المعمول بها. إدارة استثمارات بنك الترويج المركزي تسعى لبناء صورة شاملة لجميع القواعد المطبّقة من خلال حوار نشط مع الهيئات التنظيمية الوطنية وغيرها من السلطات ذات الصلة وكذلك من خلال مجموعة واسعة من مصادر المعلومات الأخرى. مخاطر الامتثال المرتبطة مع هذه القواعد تُدار وتُخفّف من خلال مجموعة واسعة من الأنشطة بما في ذلك التدريب المكثّف، التي يتم تنفيذها عبر إدارة استثمارات بنك الترويج المركزي، فضلًا عن تقديم التقارير. توفر إدارة استثمارات بنك الترويج المركزي مجموعة من التقارير، بما في ذلك إفصاحات السوق في جميع البلدان التي تستثمر فيها؛ من خلال مكاتبها في البلدان المضيفة، يتم إنشاء علاقة رسمية لها مع السلطات المختصة. ووحدة CC قد تُقدّم تقريرًا بشأن المخاطر المادية وقضايا</p>	<p><b>المبدأ 15:</b> تُدار عمليات صندوق الثروة السيادية وأنشطته في البلدان المضيفة طبقًا لمتطلبات التنظيم والإفصاح المرعية في البلدان التي يُزاوّل نشاطه فيها.</p>

<p>تضارب المصالح مباشرة إلى المجلس التنفيذي عند الاقتضاء.</p> <p>إنّ إطار الحوكمة يتميّز بالشفافية والإفصاح عنه علناً. يتم وضع كل من إطار العمل العام والهدف من قبل البرلمان والمنصوص عليها في التشريع. يتم تعيين عناصر أكثر تحديداً فيما يخص تقسيم العمل بين المالك والمدير في التفويض. يُحدّد التفويض أنه ينبغي على البنك المركزي الترويجي اتخاذ القرارات الاستثمارية بشكل مستقل عن الوزارة (القسم 1-1 (3)). يُقدّم المالك تقريراً سنوياً إلى البرلمان بشأن إدارة الصندوق. بالإضافة إلى عرض النتائج المالية للصندوق، يتضمن هذا التقرير مناقشة مستفيضة لاستراتيجية الاستثمار والمعتقدات. تقدّم تقارير أيضاً إلى البرلمان بشأن حوكمة الوزارة والإشراف على الصندوق.</p>	<p><b>المبدأ 16:</b> يتم الإفصاح علناً عن إطار الحوكمة وأهدافها وكذلك عن كيفية إدارة صندوق الثروة السيادية على أساس من الاستقلالية التشغيلية عن الجهة المالكة.</p>
<p>يُقدّم المدير تقريراً للمالك كل ثلاثة أشهر. هذه التقارير تكون علنية. يتم تضمين المعلومات المالية في الملاحظات على التقرير السنوي للبنك المركزي الترويجي. يتم تضمين المعلومات المالية ذات الصلة أيضاً في ميزانية الحكومة والحسابات الحكومية.</p>	<p><b>المبدأ 17:</b> 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.</p>
<p><b>III. إطار الاستثمار وإدارة المخاطر</b></p>	
<p>صدر الأساس لسياسة الاستثمار في مرسوم في GPFA. يتضمن التقرير السنوي المقدم إلى البرلمان معلومات عن تطوّر استراتيجية الصندوق. وتقوم استراتيجية الاستثمار على المعتقدات الأساسية لكيفية عمل الأسواق المالية والمميزات الخاصة للصندوق. وقد تم تفعيل الاستراتيجية في التفويض الذي وضعت الوزارة، ويتناول التفويض الأهداف، وتحمل المخاطر واستراتيجية الاستثمار. هدف البنك المركزي الترويجي هو تعظيم العائد على المدى الطويل رهناً بحدود مخاطر معينة. تقدم الوزارة سنوياً تقاريراً عن إدارة الصندوق إلى البرلمان. يُغطي التفويض أيضاً أحكاماً بشأن التعرض للمخاطر، الرافعة المالية، معيار الاستعانة بمصادر خارجية. وقد نشرت NBIM مزيداً من المعلومات حول استراتيجيتها ونهجها الاستثماري.</p>	<p><b>المبدأ 18:</b> تتسم السياسة الاستثمارية لصندوق الثروة السيادية بالوضوح والاتساق مع أهدافه المحددة والمخاطر التي يتعرض لها ودرجة تحمله لها واستراتيجيته الاستثمارية حسبما حدّتها الجهة المالكة أو الحاكمة، كما تركز على مبادئ سليمة لإدارة الحافظة.</p> <p><b>المبدأ الفرعي 1-18:</b> يسترشد صندوق الثروة السيادية بسياسته الاستثمارية في تقنين مدى انكشافه للمخاطر المالية وإمكانية استخدامه للرفع المالي.</p> <p><b>المبدأ الفرعي 2-18:</b> تُعالج السياسة الاستثمارية مدى إمكانية الاستعانة بمديرين</p>

	<p>داخليين و/ أو خارجيين للاستثمار وأنواع أنشطتهم وطبيعة السلطة المخولة لهم والعملية المتبعة في اختيارهم ومراقبة أدائهم.</p> <p><b>المبدأ الفرعي 18-3:</b> يتم الإفصاح علناً عن توصيف لسياسة الاستثمار المعتمدة لدى صندوق الثروة السيادية.</p>
<p>توفّر الوزارة المبادئ التوجيهية للمراقبة والاستبعاد بشكل علني. يستخدم الاستبعاد على أساس معايير أخلاقية من قبل العديد من أصحاب الأصول والمدراء. ويجب أن تتوافق هذه لمبادئ مع الميثاق العالمي للأمم المتحدة، ومبادئ منظمة التعاون والتنمية OECD في حوكمة الشركات، والمبادئ التوجيهية للشركات متعددة الجنسيات. ويعرف التفويض الكيفية التي ينبغي بها لـ NBIM ممارسة حقوق الملكية نيابةً عن الصندوق لحماية مصالحه المالية طويلة الأجل. نشرت NBIM مجموعةً من المبادئ التوجيهية ومبادئ التصويت العامة لضمان الشفافية والقدرة على التنبؤ فيما يخص الكيفية التي تدير حقوق ملكية الصندوق.</p>	<p><b>المبدأ 19:</b> تهدف القرارات الاستثمارية التي يتخذها صندوق الثروة السيادية إلى تعظيم العائد المالي المعدّل حسب المخاطر بما يتوافق مع سياسته الاستثمارية واستناداً إلى أسس اقتصادية ومالية.</p> <p><b>المبدأ الفرعي 19-1:</b> إذا كانت قرارات الاستثمار تخضع لاعتباراتٍ أخرى بخلاف الاعتبارات الاقتصادية والمالية، يتم النص بوضوح على هذه الاعتبارات ضمن سياسة الاستثمار ويتم الإفصاح عنها علناً.</p> <p><b>المبدأ الفرعي 19-2:</b> تُدار إدارة أصول صناديق الثروة السيادية وفقاً للطريقة السليمة والمقبولة عموماً في مجال إدارة الأصول.</p>
<p>إنّ تقسيم العمل بين وزارة المالية و NBIM يعني أن NBIM ليس مطلعاً على أي معلوماتٍ سرية عن مجلس الحكومة. داخل البنك المركزي الترويجي، هناك حواجز للمعلومات بين الأقسام المختلفة، وتقام هذه الحواجز لضمان أنه يتم فصل أنشطة NBIM بشكلٍ واضح عن تلك التي تدخل في باقي أقسام البنك. وعلاوة على ذلك، تحدد المبادئ التوجيهية الداخلية للبنك المركزي الترويجي ألا يشارك المدير التنفيذي لـ NBIM في المناقشات مع إدارة البنك المركزي الترويجي بشأن البلدان الأخرى "السياسة النقدية والائتمانية أو المنظمات الدولية المقررة لمثل هذه القضايا. هذا التقييد موثّق ضمن الوصف الوظيفي للمدير التنفيذي لـ NBIM الذي قام بانتداب جميع الأنشطة لإدارة الأصول رسمياً تحت إدارته.</p>	<p><b>المبدأ 20:</b> لا يجوز لصندوق الثروة السيادية السعي لمعرفة معلوماتٍ سرّية أو اكتساب نفوذ من خلال الحكومة بمفهومها الأوسع أو استغلال مثل هذه المعلومات أو النفوذ في التنافس مع الكيانات الخاصة.</p>

<p>إنّ الأساس المنطقي لممارسة الملكية المذكور في التفويض. وقد وضعت NBIM مبادئ متاحة للجمهور للتصويت. تهدف NBIM أن يتم التصويت في جميع الاجتماعات العامة السنوية. في كل عام، NBIM تصوت في حوالي 10,000 من الاجتماعات العامة. يتجاوز عدد القرارات المتعلقة بالتصويت كل عام الآن 85000. NBIM يصوت في كل القضايا، بما فيها تلك التي تقع خارج نطاق مجالات التركيز. تكون بيانات تعليمات التصويت علنية يوم واحد بعد اختتام الاجتماع العام. وقد نشرت NBIM أيضاً وثائق توقعات محدّدة داخل المناطق التي تعتبر ذات أهمية بالغة ماليّاً.</p>	<p><b>المبدأ 21:</b> 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. ويُفصح صندوق الثروة السيادية بشكلٍ علني عن منهجه العام تجاه الأسهم المانحة لحقوق التصويت في الكيانات المدرجة في البورصة، بما في ذلك العوامل الأساسية المرشدة لممارسته حقوق الملكية.</p>
<p>انظر المبدأ 18. إنّ الهيئة الإدارية للبنك هي المسؤولة عن رصد فعالية إطار عمل إدارة المخاطر. ويقوم قسم التدقيق الداخلي في البنك نيابة عن المجلس التنفيذي بضمان وجود إدارة المخاطر الملائمة والفعّالة في البنك والرقابة الداخلية المناسبة والمرضية. يقوم التدقيق الداخلي بالإدلاء ببياناتٍ مستقلة وموضوعية وتقديم المشورة بشأن إدخال تحسينات في نُظُم الإدارة والرقابة. ويشرف على المجلس التنفيذي للبنك كلّ من مجلس رقابة البنك المركزي الترويجي والمدقق الخارجي لهذا الأخير، شركة ديلويت. بالإضافة إلى ذلك، فإن المالك يُقدّم تقاريراً سنوية إلى البرلمان بشأن إدارة الصندوق. ويشرف على المالك مكتب المدقق العام.</p>	<p><b>المبدأ 22:</b> يستند صندوق الثروة السيادية إلى إطارٍ يحدد عملياته ويقدرها ويديرها.</p> <p><b>المبدأ الفرعي 22-1:</b> يتضمن إطار إدارة المخاطر معلومات موثوقة ونُظُمًا لإبلاغ البيانات في الوقت المقرّر، مما يتيح مراقبة المخاطر ذات الصلة وإدارتها في ظل معلمات ومستويات مقبولة وآليات للرقابة وحواجز ومدونات لقواعد السلوك وتخطيط لاستمرارية العمل ووظيفة تدقيعية مستقلة.</p> <p><b>المبدأ الفرعي 22-2:</b> يتم الإفصاح علناً عن المنهج العام المعتمد لإطار إدارة المخاطر.</p>
<p>يتم قياس الأداء وفقاً لـ: GIPS وتقدّم تقرير إلى المالك كلّ ثلاثة أشهر. المعايير (النقاط المرجعية) المذكورة بالتفصيل في التفويض. المعايير ومتطلبات إعداد التقارير (شروط الإبلاغ) تضمن أنّ إدارة تتبع تخصيص الأصول بشكلٍ عام (بما في ذلك الأدوات المتاحة) وحدود المخاطر على النحو الذي يُحدده المالك.</p> <p>وقد كلفت وزارة المالية مجموعة سبولدينج للتحقق من الإبلاغ عن الأداء (في الأسهم والدخل الثابت)، وIPD للتحقق من العائد على</p>	<p><b>المبدأ 23:</b> تُفاس أصول صندوق الثروة السيادية وأداؤه الاستثماري (سواء على أساسٍ مطلق أو مقارن بمعايير قياسية، إن وجدت) وتُرفع تقارير بشأنها لمالكها طبقاً لمبادئ ومعايير واضحة التحديد.</p>

الاستثمارات العقارية للصندوق.	
إنّ الوزارة مقتنعة بأن الصندوق يعمل على الالتزام بالمبادئ والممارسات المتعارف عليها GAPP. وستواصل الوزارة العمل مع IFSWF للعمل على تطوير المبادئ أكثر. ستقوم الوزارة بتحديث هذا التقييم الذاتي عند الاقتضاء (متى كان ذلك مطلوباً) عند حدوث أية تغييرات على المبادئ والممارسات المتعارف عليها GAPP أو إدارة الصندوق.	المبدأ 24: يُجري صندوق الثروة السيادية بشكل مباشر أو من خلال طرف ينوب عنه عملية مراجعة منتظمة لتطبيق المبادئ والممارسات المتعارف عليها.

### الملحق رقم 3: مدى التزام الصندوق القطري بمبادئ ستيباغو

يُمكن تقييم مدى التزام جهاز قطر للاستثمار بالمبادئ والممارسات المقبولة والمتعارف عليها؛ من خلال عرض التنفيذ الحالي للركائز الثلاث التي تُشكّل مبادئ ستيباغو:

#### 1. الركن الأول: الإطار القانوني، الأهداف والتنسيق مع سياسات الاقتصاد الكلي

##### أ. الإطار القانوني

- أنشئ جهاز قطر للاستثمار بموجب القرار الأميري رقم (22) لسنة 2005 لدولة قطر "دستور جهاز قطر للاستثمار". جهاز قطر للاستثمار هو كياناً قانوني تم إنشاؤه خصيصاً لهذا الغرض، المملوك بالكامل من قبل دولة قطر، تحت إشراف مجلس الإدارة، الرئيس، نائب الرئيس، الرئيس التنفيذي، وفريق الإدارة التنفيذية.
- يُقدّم جهاز قطر للاستثمار تقاريره إلى المجلس الأعلى للشؤون الاقتصادية والاستثمار "SCEAI" وفقاً للقانون، وهو أعلى هيئة صانعة للقرار بشأن الطاقة والاستثمار والاقتصاد في قطر.
- يوافق المجلس الأعلى للشؤون الاقتصادية والاستثمار SCEAI على استراتيجية الاستثمار ويقوم بتعيين الأموال الموافقة على الميزانية وكذلك لوائح معيّنة لجهاز قطر للاستثمار مثل لوائح المناقصات ولوائح الموارد البشرية.
- ويتم تعيين أعضاء المجلس الأعلى للشؤون الاقتصادية والاستثمار SCEAI من قبل أمير البلاد.

##### ب. الأهداف

- لقد تم التعريف بمهمة جهاز قطر للاستثمار في المادة 5 من "دستور جهاز قطر للاستثمار"، والتي تتمثل في:
- تطوير واستثمار وإدارة أموال احتياطي الدولة وغيرها من الممتلكات المسندة إليها من قبل المجلس الأعلى للشؤون الاقتصادية والاستثمار في دولة قطر وفقاً للسياسات والخُطط والبرامج المعتمدة من قبل المجلس؛
  - منذ بدء عملياته سنة 2006، كانت مهمة جهاز قطر للاستثمار هي الاستثمار دولياً من أجل تعزيز الاقتصاد في البلاد؛ من خلال تنويع فئات أصول جديدة خارج دولة قطر؛

- يؤدّي جهاز قطر للاستثمار أيضاً دوراً هاماً في الاقتصاد المحلي؛ من خلال الشركات التابعة والقابضة المدرجة وغير المدرجة في قطر؛

- يساهم جهاز قطر للاستثمار بشكلٍ فعّال في تنمية رأس المال البشري الوطني في قطر. وقد تمّ إطلاق العديد من البرامج الدّاخلية والخارجيّة، وبرامج التدريب الاستثماريّة الأخرى.

### ج. تنسيق جهاز قطر للاستثمار مع سياسات الاقتصاد الكليّ

تُعتبر استثمارات جهاز قطر للاستثمار شفّافة؛ حيث يتم مراجعة البيانات والسياسات المالية له بانتظامٍ من قبل السّلطات المعنيّة. لهذا السّبب تُقدّم تقارير رُبع سنوية لمجلس إدارة جهاز قطر للاستثمار "QIA" وتُقدّم تقارير سنوية للمجلس الأعلى للشؤون الاقتصادية والاستثمار "SCEAI". وتشمل هذه التّقارير:

- الكشف الكامل عن إجمالي الأصول؛

- المعلومات المجمّعة حسب فئات الأصول؛

- التّعرض لمخاطر العملات؛

يؤدّي جهاز قطر للاستثمار دوراً كبيراً في الاقتصاد الكليّ المحلي؛ تترجم من خلال ملكيته لأكبر الشركات المحليّة.

### 2. الركن الثاني: الإطار المؤسسي وهيكل الحوكمة

- جهاز قطر للاستثمار هو صندوق احتياط لدولة قطر، ومن ثمّ فهو يستفيد من تدفّقاتٍ نقديةٍ إيجابية كبيرة وليس لديه التزاماتٌ فوريّة. وقد تمّ تأكيد طبيعة الصندوق مرّة أخرى سنة 2013، بعد تعيين المجلس الأعلى للشؤون الاقتصادية والاستثمار "SCEAI" ومجالس جهاز قطر للاستثمار الجديدة.

- منذ بدء العمليّات سنة 2006، تمّ تعيين الفوائض المالية لجهاز قطر للاستثمار من قبل دولة قطر لهذا الغرض.

- كصندوق ادّخار لدولة قطر، لم تكن هناك أيّ سحوبات من الأصول من قبل الحكومة، ولا يتوقع أيّ سحب خلال 20 سنة القادمة.

- جهاز قطر للاستثمار مساهم يقظ وعادةً ما يُمارس حقّه في التّصويت. وفي هذا الصّدّد الجهاز مدفوعٌ فقط بالمسؤوليات المترتبة عن أداء مهمّته بدقّة ضمن الأهداف والمعايير الاقتصاديّة والماليّة.

#### أ. إطار المساءلة

تمّ تعريف إطار المساءلة والفصل بين المالك والحكومة والإدارة التّشغيليّة في القرارات والسياسات الرئيّسة في "دستور جهاز قطر للاستثمار".

#### ب. الحوكمة

- تنفيذ مهمّة جهاز قطر للاستثمار من مسؤوليّة مجلس جهاز قطر للاستثمار "QIA"، الذي يتمّ تعيينه من قبل صاحب السّمو أمير البلاد؛

- وقد وضع مجلس جهاز قطر للاستثمار إطارًا لعملياته من خلال السياسات المناسبة، بما في ذلك السياسات الاستثمارية وسياسات إدارة المخاطر ومدونة لقواعد السلوك؛
- يُقدّم مجلس جهاز قطر للاستثمار التوجيهات الاستراتيجية لجهاز قطر للاستثمار ويراقب إدارته التنفيذية؛
- المدير التنفيذي لجهاز قطر للاستثمار وفريق الإدارة، مسؤولون عن إدارة جهاز قطر للاستثمار؛
- القرارات التجارية هي مسؤولية مجلس جهاز قطر للاستثمار وإدارته التنفيذية. ولا تتدخل حكومة قطر في استثمارات أو سحب استثمارات جهاز قطر للاستثمار أو القرارات التجارية الأخرى؛
- يقوم ديوان المحاسبة (التدقيق) بمراقبة وتدقيق حسابات جهاز قطر للاستثمار وتقديم التقارير مباشرةً إلى صاحب السمو أمير دولة قطر.

### ج. مجلس الإدارة

- الهيئة الإدارية لجهاز قطر للاستثمار هو مجلس إدارتها، وهي المسؤولة عن تنفيذ استراتيجيات الاستثمار، وتفويض المسؤوليات، وتعيين وإقالة إدارة صندوق الثروة السيادية.
- وفقًا للمادة (7) من الدستور، ينبغي أن يُدار جهاز قطر للاستثمار من قبل مجلس الإدارة الذي يتكوّن من رئيس ونائب رئيس وعدد من الأعضاء يتم تعيينهم بقرار الأمير. ويرأس حاليًا مجلس إدارة جهاز قطر للاستثمار صاحب السمو أمير البلاد.

جهاز قطر للاستثمار المستقل، من خلال مجلس إدارته، لديه كل الصلاحيات والاختصاصات اللازمة لتحقيق مهمته المتمثلة في:

- اقتراح السياسات الاستثمارية لاحتياطي الدولة وتنفيذها؛
  - تصميم برامج الاستثمار ومراقبتها (الإشراف عليها)؛
  - بيع وشراء الأوراق المالية، والأصول والعملات؛
  - إنشاء شركات الاستثمار؛
  - إبرام العقود واتخاذ كافة الإجراءات القانونية اللازمة؛
  - اقتراح مشروعات القوانين واللوائح المتعلقة باحتياطي الدولة؛
  - يُمثّل دولة قطر في كافة المجالس المحلية والإقليمية والدولية المتعلقة باستثمار احتياطي الدولة.
- وفيما يتعلق بالامثال، كان جهاز قطر للاستثمار يلتزم بمبادئ سنتياغو الرئيسة "GAPP" حتى قبل إصدار هذه المبادئ، وقد اعتمد مجلس جهاز قطر للاستثمار عددًا من السياسات التي تعكس جوهر هذه المبادئ سنة 2008.
- وقد تم تنفيذ تحسينات هامة أخرى فيما يخص الامثال للمبادئ والممارسات المقبولة عمومًا "GAPP" منذ سنة 2013، تمثلت في زيادة توضيح دور مجلس إدارة جهاز قطر للاستثمار بالتركيز على فلسفة الاستثمار، والسياسة، والرقابة الإدارية ورسم الحدود والمبادئ التوجيهية.
- وحمل مجلس جهاز قطر للاستثمار فريق الإدارة التنفيذية والسلطات المسؤولة لتنفيذ استراتيجيات الاستثمار والإشراف عليها.

## د. الإدارة التنفيذية

- يعمل فريق الإدارة التنفيذي لجهاز قطر للاستثمار برئاسة الرئيس التنفيذي باستقلالية تشغيلية في إطار استراتيجيتها الشاملة، دون تدخل خارجي أو مزيد من التوجيه.
  - في سنة 2013 عين المجلس رئيساً تنفيذياً جديداً، والذي لديه الاستقلال الكامل من قبل الحكومة والقيادة السياسية لدولة قطر، ومواصلة ضمان الفصل التام بين القرارات الاستثمارية التي قدمها جهاز قطر للاستثمار والإرادة السياسية والسياسات التي تصدرها الحكومة. الرئيس التنفيذي لديه عددٌ من المسؤوليات والتي وردت في القرار الأميري رقم 22 لسنة 2005، أي "تنفيذ وإدارة الشؤون الفنية والإدارية والمالية والقانونية للسلطة" وعلى وجه الخصوص ما يلي:
  - شراء وبيع الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية المصدرة داخل أو خارج الدولة وفقاً للمعايير والحدود التي يقرها المجلس؛
  - شراء وبيع العقارات بالكامل أو عن طريق المشاركة مع الآخرين والاستثمار في العقارات؛
  - إنشاء المحافظ الاستثمارية في أسواق الاستثمار المختلفة وإدارتها أو تفويض مسؤولية إدارتها للبنوك أو المؤسسات المالية؛
  - شراء وبيع العملات الأجنبية؛
  - شراء وبيع الذهب والمعادن الثمينة؛
  - إعداد الدراسات والتوصيات المتعلقة بنشاط الهيئة؛
  - إعداد تقرير عن نشاط الهيئة خلال السنة المالية ومركزها المالي؛
  - اقتراح مشروع (مسودة، لوائح) تنظيمية للهيئة؛
  - إعداد مشروع الموازنة السنوية والحساب الختامي للهيئة؛
  - متابعة تطورات الاستثمار في العالم، وإصدار توجيهات إلى الإدارات المعنية على الاستجابة بسرعة لمثل هذه التطورات؛
  - فرض الإشراف العام على الإدارات التابعة لها ومراجعة الخطة السنوية للاستثمارات المالية والمباشرة وضمان توافقتها مع الاستراتيجية والسياسة العامة للهيئة؛
  - القيام بأية أعمال أخرى تُكلف بها من قبل المجلس.
- تمت الموافقة على بعض السياسات الداخلية ذات الصلة فيما يتعلق بالحوكمة والامتثال وصدرت بالفعل في سنة 2008:
- سياسة على السياسات والإجراءات؛
  - معايير حوكمة مجموعة جهاز قطر للاستثمار؛
  - مدونة قواعد السلوك؛
  - سياسة التوافق؛

- سياسة مكافحة غسيل الأموال؛
- السياسة القانونية؛
- سياسة المحاسبة.

#### هـ. استراتيجية الاستثمار

- تحظر المادة 16 من الدستور على رئيس جهاز قطر للاستثمار وأي عضوٍ من أعضاء مجلس الإدارة، والرئيس التنفيذي أو أي من موظفيه أن يكون لديه أي مصلحة شخصية، مباشرة أو غير مباشرة، في العقود المبرمة مع أو لحساب جهاز قطر للاستثمار أو للشركات التي تقوم بذلك.
- يتوافق جهاز قطر للاستثمار مع جميع الإفصاحات التنظيمية العامة لأغراض الامتثال، ويتم ضمان الإفصاح الكامل والشفافية تجاه المجلس الأعلى للشؤون الاقتصادية والاستثمار والجهات الحكومية ذات الصلة.
- يحترم جهاز قطر للاستثمار قوانين ولوائح البلد المضيف ويلتزم تمامًا بقواعد الإفصاح المحددة والمتطلبات التنظيمية الأخرى. تقوم الأقسام القانونية وأقسام الامتثال بالإشراف على هذه الوظيفة.
- جهاز قطر للاستثمار مسؤول عن الامتثال لجميع القوانين واللوائح المعمول بها في دولة قطر، وكذلك في جميع الولايات التي تجري بها أعماله. ويلتزم الجهاز بالمحافظة على سمعته كمنظمة استثمار تسعى إلى التميز في مجال حوكمة الشركات، والتي تعمل في جميع الأوقات وفقًا لأعلى معايير السلوك المهني.
- يخضع جهاز قطر للاستثمار لعدد كبير من القواعد والأنظمة، سواء محليًا أو دوليًا. تلك القوانين واللوائح تشمل- ولكنها لا تقتصر على- قواعد مكافحة غسيل الأموال والقيود المفروضة على الاستثمار وقواعد الصرف واللوائح الضريبية وأنظمة الصرف الأجنبي ولوائح مكافحة الاحتكار واللوائح المتعلقة بالمساهمات السياسية وقانون الشركات والعقوبات الدولية والحظر. وتكون بعض القوانين واللوائح أكثر أهمية للاستثمارات المباشرة، والبعض الآخر للاستثمار في الأوراق المالية المتداولة أو في الصناديق.

#### و. التدقيق

- يُقدّم جهاز قطر للاستثمار باستمرار إلى المجلس الأعلى للشؤون الاقتصادية والاستثمار SCEAI، التقرير السنوي الموحد والبيانات المالية الموحدة وفقًا لمعايير المحاسبة الدولية والوطنية.
- يتم إعداد البيانات المالية الموحدة السنوية لجهاز قطر للاستثمار وفقًا لمعايير التقارير المالية الدولية "IFRS" المعتمدة من قبل مجلس معايير المحاسبة الدولية "IASB".
- يتم تدقيق العمليات التجارية والبيانات المالية الموحدة لجهاز قطر للاستثمار من قبل ديوان المحاسبة بدولة قطر. ويتم التدقيق من قبل مراجعين (مدققين) مستقلين، سواء خارجيين أو داخليين، سنويًا وباستمرار وفقًا لمعايير التدقيق الوطنية والدولية المعترف بها. وعلاوةً على ذلك، جهاز قطر للاستثمار لديه دائرة رقابة داخلية وكذلك لجنة تدقيق.

### ز. المعايير الأخلاقية

تُقرّ الممارسة الحالية التي تحكم جميع هيئات جهاز قطر للاستثمار، أن موظفي الشركات والمكاتبين ملزمون بالتصرف والعمل باتباع الخمس القيم التوجيهية التالية:

- النزاهة: لتطبيق أعلى المعايير الأخلاقية والمعنوية والسلوك المهني في كل من تعهداتها؛
- التركيز على المهمة: جهاز قطر للاستثمار لديه مهمة نبيلة نيابةً عن الشعب القطري في تنفيذ المسؤوليات، وتركز إدارة جهاز قطر للاستثمار وموظفوه بقوة على هذا المهمة؛
- قيادة الأعمال: يؤمن جهاز قطر للاستثمار بقوة قيادة الأعمال، وهو مستمرٌّ في تشجيع المبادرة واتباع نهجٍ مرن حتى مع نمو التنظيم والطابع المؤسسي؛
- التميز: جهاز قطر للاستثمار يسعى للتميز في جميع جوانب تعهداته؛
- احترام الناس (الأشخاص، الشعب): جهاز قطر للاستثمار يُدرك أن الناس هم الأصول الأكثر قيمة، ويسعى إلى إنشاء مكان عمل محترم خالٍ من المضايقة أو الترهيب.

وترتكز استراتيجية استثمار الأطراف الثالثة لجهاز قطر للاستثمار على مسؤوليتها في توليد عوائد كبيرة ومستدامة لدولة قطر، والتعامل ضمن حدود سلطة استثمارية تقوم على أسس اقتصادية ومالية بحثة، وأفق زمني استثماري على المدى الطويل. ونتيجةً لذلك، يتعامل جهاز قطر للاستثمار مع أطراف ثالثة فقط في النواحي الاقتصادية والمالية. جهاز قطر للاستثمار لديه مجموعة قوية من سياسات مكافحة غسيل الأموال ومكافحة الفساد والرشوة في المكان. يتم فرض نفس السياسات أيضًا من قبل الأطراف المقابلة لجهاز قطر للاستثمار في سياق المعاملات المباشرة. عمليات المناقصة محدّدة بما يتماشى مع قانون المناقصات القطري، تعمل لجنة المناقصات على ضمان الشفافية الكاملة وإزالة أي تضاربٍ محتمل في المصالح أثناء التعامل مع مقدمي الخدمات والموردين الخارجيين.

### 3. الركن الثالث: الاستثمار وإدارة المخاطر

#### أ. الاستثمار

- تسعى استراتيجية الاستثمار لجهاز قطر للاستثمار لتحقيق عوائد الاستثمار على المدى الطويل من دون تعريض نفسها إلى مستويات لا داعي لها من المخاطر.
- ويلتزم الجهاز بمواصلة سياسة الاستثمار الاستراتيجي القائم فقط على الأهداف الاقتصادية والمالية، ولا تستغل سلطة الاستثمار لخدمة أغراض ذات طابع سياسي.
- لا يُضمّن جهاز قطر للاستثمار عوامل أخرى في عمليات إدارة وتنفيذ الاستثمار؛ حيث أنه من الممكن في إطار الاستراتيجية الاقتصادية والمالية العامة لجهاز قطر للاستثمار أن يُضمّن اعتبارات ذات طابع بيئي و/ أو إنساني.

- تتم إدارة الاستثمارات بمزيجٍ من موارد إدارة الاستثمارات الداخلية والخارجية. ويستخدم جهاز قطر للاستثمار الموارد الداخلية لإدارة الاستثمار في المجالات التي تتوافر فيها الخبرات؛ وخلاف ذلك تستخدم

- الموارد إدارة الاستثمارات الخارجيّة. في الحالات التي يتم فيها توظيف مدراء خارجيين، يتم اختيارهم على أساس أدائهم المالي والجدارة الائتمانية.
- يُدير جهاز قطر للاستثمار أصوله ويقوم بتفويض مدراء الاستثمار مع الحرص والرعاية. ويُعتبر كل قرار استثماري في سياق محفظةٍ شاملة، كجزء من الاستراتيجية العامة للاستثمار لدمج خطر معقول مع العائد؛ تماشيًا مع مهمة الصندوق وأهدافه الاستثمارية، وليس بمعزل.
- جهاز قطر للاستثمار لديه إجراءات مفصّلة عن اختيار وإشراك والرقابة (الإشراف) التشغيلية على مدراء الاستثمار الخارجيين. عملية الحرص واجبة لتقييم المدراء المحتملين فيما يخص الاعتبارات النوعية، الكمية والتشغيلية.
- تُطلب تحديثات أداءٍ رسمية دورية بشكلٍ روتيني من جميع مدراء الصناديق الخارجيين، وتتم مراقبة المواقف عن كثب.

#### ب. إدارة المخاطر

- تم إنشاء دائرة مخاطر في نفس الوقت الذي تم فيه تأسيس جهاز قطر للاستثمار، وقد تم توسيع ممارسات إدارة المخاطر في جهاز قطر للاستثمار لتغطية جميع جوانب المخاطر المالية والتشغيلية والالتزام بالمعايير العالمية لإدارة المخاطر. تُقدّم الأقسام القانونية وأقسام الامتثال لإدارة المخاطر تقريرًا سنويًا حول مدى التقدّم والامتثال لمبادئ سنتياغو. كما شارك جهاز قطر للاستثمار سنة 2011 و2013 في المسوحات (الدراسات الاستقصائية) التي نظّمها المنتدى الدولي لصناديق الثروة السيادية "IFSWF".

#### ج. الإبلاغ (التقارير)

- يقدم المدير التنفيذي تقاريرًا سنوية منتظمة إلى مجلس جهاز قطر للاستثمار، والتي تُغطي مختلف أنشطة الجهاز. ويقدم جهاز قطر للاستثمار للمجلس الأعلى للشؤون الاقتصادية والاستثمار "SCEAI" تقارير الأداء التفصيلية، إلى جانب التقرير السنوي الموحد والبيانات المالية المدققة الموحدة.
- وتُشير تقارير الأداء إلى عوائد الأداء التي تم تحليلها وإجراء مقارنة معيارية باستخدام منهجيات مختلفة: حسب فئات الأصول، حسب القطاع، حسب المحفظة وغيرها.
- لا يزال جهاز قطر للاستثمار ملتزمًا تمامًا بمواصلة تنفيذ وتحسين تطبيق مبادئ سنتياغو؛ حيث تم إطلاق العديد من المبادرات لجهاز قطر للاستثمار من أجل زيادة تعزيز حوكمته، وأدخلت تغييرات كبيرة في السنوات القليلة الماضية، أثرت بشكلٍ إيجابي على حوكمته واستراتيجيته:
- خصائص جهاز قطر للاستثمار كـ: "صندوق توفير (احتياط) لدولة قطر"، تم تحديدها عن كثب من حيث التمويل واستراتيجية الاستثمار والسحب؛
- تم تحديد خطة 20-30 سنة جديدة لجهاز قطر للاستثمار، تماشيًا مع رؤية قطر الوطنية 2030؛
- تحديد خطة تمويل طويلة الأجل وأهداف الأداء المقابلة والقيود؛
- تتابع إدخال تحسينات على حوكمة وتنظيم جهاز قطر للاستثمار فيما يتعلق بالالتزام بمبادئ سنتياغو.

بالإضافة إلى السياسات العامة التي يُصدرها مجلس الإدارة، صدرت العديد من السياسات والعمليات والإجراءات عبر الجهاز من قبل المدير التنفيذي لضمان سلامة ونزاهة عمليات جهاز قطر للاستثمار، بما في ذلك: مدونة قواعد السلوك الداخلي، الاطلاع على إجراءات الطرف المقابل، عقد تنفيذ الإجراءات، إجراء الاحتفاظ بالسجل الداخلي للقسم القانوني، إجراء إنشاء مؤسسات الأغراض الخاصة، وغيرها.

وتسترشد سياسات واستراتيجيات الاستثمار لجهاز قطر للاستثمار بحجم هدف الصندوق من العائدات التي تم الاتفاق عليها من قبل مجالس الإدارة، ميزانية الخطر المناسبة والرغبة في المخاطرة، تم تحديدها استنادًا على استراتيجية الاستثمار وحجم الصندوق المستهدف، مخاطر محددة، مثل مخاطر السيولة، يتم اختبار ضغطها (إجهادها) من قبل الأطراف الداخلية والخارجية من أجل ضمان الفهم الكامل لتأثير سيناريوهات مختلفة على سياسة واستراتيجيات الاستثمار لجهاز قطر للاستثمار.

#### الملحق رقم 4

##### الهيئة العامة للاستثمار

امتثال الهيئة العامة للاستثمار لمبادئ سنياغو

"المبادئ والممارسات المتعارف عليها"

دراسة حالة المنتدى الدولي لصناديق الثروة السيادية

#### المحتويات

- مقدمة: الهيئة العامة للاستثمار
- الإطار القانوني والأهداف والتنسيق مع السياسات الاقتصادية الكلية
  - الإطار القانوني؛
  - الأهداف؛
  - التنسيق مع السياسات الاقتصادية الكلية.
- الإطار المؤسسي وهيكل الحوكمة
  - الإطار المؤسسي؛
  - هيكل الحوكمة.
- الاستثمار وإدارة المخاطر
  - الاستثمار؛
  - إدارة المخاطر.

## مقدّمة: الهيئة العامة للاستثمار

- نشأة الهيئة العامة للاستثمار "KIA"
- تُعتبر الهيئة العامة للاستثمار أقدم صندوق للثروة السيادية في العالم. وتعود جذور الهيئة إلى مجلس الاستثمار الكويتي الذي أُنشئ سنة 1953.
- في عام 1982 تم إنشاء الهيئة العامة للاستثمار بموجب القانون رقم 47 باعتبارها هيئة حكومية مستقلة مسؤولة عن إدارة الأصول المالية للدولة.
- مهمة الهيئة
- تتمثل مهمة الهيئة العامة للاستثمار في تحقيق عائدٍ على الاستثمار طويل المدى للاحتياجات المالية التي كلّفت دولة الكويت الهيئة باستثمارها، بغرض توفير مصدر إيرادٍ بديل للإيرادات النفطية، مما يُعزز من قدرة الأجيال الكويتية القادمة على مواجهة مُتغيرات المستقبل بقدرٍ عالٍ من الثقة.

## أولاً: الإطار القانوني والأهداف والاتساق مع السياسات الاقتصادية الكلية

- سيتمّ في هذا الجزء تسليط الضوء مدى امتثال الهيئة العامة للاستثمار للمبادئ التي تندرج ضمن الدّعم الأولى لمبادئ سنتياغو: "الإطار القانوني والأهداف والاتساق مع السياسات الاقتصادية الكلية"؛ وذلك من خلال التّطرق إلى العناصر الموالية كلٌّ على حدة:
- الإطار القانوني؛
  - الأهداف؛
  - التنسيق مع السياسات الاقتصادية الكلية.

## 1. الإطار القانوني

- التأسيس القانوني
- تعود جذور الهيئة إلى مجلس الاستثمار الكويتي الذي أُنشئ سنة 1953، ثماني سنوات قبل استقلال الكويت.
- في عام 1982 تم إنشاء الهيئة العامة للاستثمار بموجب القانون رقم 47 باعتبارها هيئة حكومية مستقلة مسؤولة عن إدارة الأصول المالية للدولة. تنصّ المادة 1 من القانون رقم 47 على ما يلي: "تنشأ هيئة عامة ذات شخصية اعتبارية مستقلة تسمى "الهيئة العامة للاستثمار" وتلحق بوزير المالية، ويكون مقر الهيئة في دولة الكويت ويجوز لها أن تُنشئ مكاتب في خارج دولة الكويت".
- مصادر تمويل الصندوق
- الهيئة العامة للاستثمار هي المسؤولة عن إدارة صندوق الاحتياطي العام (GRF) وصندوق والأجيال القادمة (FGF)، فضلاً عن الصناديق الأخرى الموكلة إليها من قبل وزير المالية ونيابةً عن دولة الكويت.
- صندوق الاحتياطي العام (GRF) هو المستودع الرئيس لكلّ إيرادات الدولة؛ بما في ذلك عائدات النفط والإيرادات الناتجة عن استثمارات (GRF).

- تم إنشاء صندوق الأجيال القادمة (FGF) في عام 1976 بتحويل 50% من رصيد صندوق الاحتياطي العام في ذلك الوقت. وبالإضافة إلى ذلك، يتم إيداع ما لا يقل عن 10% من جميع إيرادات الدولة السنوية في صندوق الأجيال القادمة.

#### ■ الإفصاح العام

- تتمتع استثمارات الهيئة العامة للاستثمار بشفافية كاملة أمام الجهات المسؤولة في دولة الكويت، وهي المسؤولة بدورها عن حماية مصالح المستفيدين من استثمارات الهيئة وهم المواطنون الكويتيون.

- إن جميع المواطنين الكويتيين، 21 عاماً أو أكبر، ينتخبون بجرية ممثلهم في مجلس الأمة، وهؤلاء الممثلين يظلون دائماً على علم بانتظام، على الأقل سنوياً، بأداء الهيئة العامة للاستثمار.

- تُقدّم الهيئة العامة للاستثمار أيضاً تقارير دورية للجهات المعنية التالية:

- وزارة المالية؛
- مجلس الوزراء؛
- مجلس إدارة الهيئة العامة للاستثمار؛
- رئيس مجلس الإدارة والهيئة التنفيذية للهيئة العامة للاستثمار؛
- ديوان المحاسبة المستقلة.

يُقدّم كبار ممثلي الهيئة العامة للاستثمار تقريراً دورياً إلى لجان الجمعية الوطنية المختلفة (بما في ذلك اللجنة المالية والاقتصادية، لجنة الميزانية والحسابات الختامية، لجنة حماية الأموال العامة) لمناقشة أي قضايا يُثيرها ديوان المحاسبة.

## 2. الأهداف

- أهداف الهيئة العامة للاستثمار
- المادة 2 من القانون رقم 47 تُحدّد الهدف من إنشاء الهيئة العامة للاستثمار؛ حيث تنصّ على ما يلي: "غرض الهيئة أن تتولى باسم حكومة الكويت ولحسابها إدارة استثمار المال الاحتياطي للدولة، والأموال المخصّصة لاحتياطي الأجيال القادمة، وغير ذلك من الأموال التي يعهد بها وزير المالية إلى الهيئة لإدارتها".
- تهدف الهيئة العامة للاستثمار إلى تحقيق معدّل عائد على الاستثمار محسوب على أساس متوسط متحرّك خلال ثلاث سنوات، يتجاوز المعايير المركّبة المعتمدة لدى الهيئة؛ وذلك من خلال:
  - تصميم وإدارة استراتيجية لتوزيع الأصول تتفق مع الأهداف الموضوعية لمعدلات العائد الاستثماري ومستويات المخاطر؛
  - اختيار فرص استثمارية ومديري استثمار متفوّقين بأدائهم على المؤشرات العالمية للأداء في كل نوع من فئات الأصول؛

- إجراء تغييرات تكتيكية في توزيع الأصول للاستفادة من الفرص الاستثمارية المتاحة في الاقتصاديات الناشئة وفي أساليب المواءمة مع التغيرات في اتجاهات الأسواق التي تستثمر فيها، دون أن يؤثر ذلك سلباً على الأداء المحقق للمحفظة الاستثمارية.
- **تطمح الهيئة إلى أن تكون منظمة عالمية المستوى، لإدارة الاستثمارات ملتزمة بالتحسين المستمر للمنهجية التي تُدير بها أعمالها، وذلك من خلال:**
  - رفع مستوى أدائها ليضاهي ذلك المعمول به لدى أقرانها من الهيئات الاستثمارية والوقفية وصناديق التقاعد العالمية؛
  - بقاء الهيئة دائماً على علمٍ بأفضل الممارسات في مجتمع الاستثمار من خلال التدريب والتطوير المستمر لموظفيها؛
  - تطوير وتنمية ثقافة مؤسسية ديناميكية لتحفيز العاملين للبحث والتطوير والتحسين المستمر في العمليات الاستثمارية.
- **إن الهيئة العامة للاستثمار ملتزمة بتطوير القطاع الخاص وإتاحة الفرص أمامه، ولذا لا تضع الهيئة نفسها في موضع المنافسة معه في أي مجال. وفي هذا السياق تقوم الهيئة بما يلي:**
  - تكوين رأس مال بشري كويتي من خلال استقطاب وتدريب الموهوبين والطموحين من الشباب الكويتي لتدريبهم وإعدادهم ليصبحوا أفضل ما يقدمه السوق الكويتي من العاملين المحترفين في مجال الاستثمار؛
  - المشاركة في نمو قطاع الاستثمار في الكويت وذلك بالتعاون مع أفضل الشركات أداءً والاستثمار في أفكارها الإبداعية؛
  - تعزيز الحوكمة المؤسسية السليمة، والالتزام بالشفافية في جميع عملياتها، وبعادلة التعامل مع كل شركائها التجاريين والشركات التابعة لها في الكويت وفقاً لأعلى المعايير الأخلاقية.

### 3. التنسيق مع السياسات الكلية

- **دور الهيئة العامة للاستثمار في الاقتصاد المحلي**
  - تُؤدّي الهيئة العامة للاستثمار دوراً محورياً في الاقتصاد المحلي؛ حيث تُوجه وتُدير مساهمات وأسهم الدولة في مختلف الكيانات الاقتصادية الكبرى؛
  - تحافظ الهيئة العامة للاستثمار على المشاركة الفعالة في التطورات الاقتصادية والمالية في الكويت، كما تُعزز وتدعم إضفاء الطابع المؤسسي على السوق من خلال إنشاء صناديق وشركات لتعزيز وتمويل الأعمال التجارية المحلية، وتشارك في إطلاق الاستثمارات المحلية التي لديها عوائد اقتصادية مجدية؛

- تُساعد الهيئة العامة للاستثمار على تطوير دور الشركات المالية المحلية من خلال منحهم الفرصة لإدارة بعض استثماراتها محلياً وخارجياً. ويتم الحفاظ على تجديد القطاع الخاص من خلال برامج الخصخصة التي تلتزم بها الهيئة العامة للاستثمار؛
- تُوفر الهيئة العامة للاستثمار السيولة لخزينة الدولة عند الحاجة؛
- أنشأت الهيئة العامة للاستثمار العديد من الشركات في السنوات القليلة الماضية باعتباره شرطاً يسنّه مجلس الأمة الكويتي (البرلمان)، والذي يهدف في المقام الأول إلى تشجيع الاستثمار في الكويت؛
- يتم الإفصاح عن دور الهيئة العامة للاستثمار في الاقتصاد المحلي في موقعها على الإنترنت.

### ثانياً: الإطار المؤسسي وهيكل الحكومة

- سيتم في هذا الجزء تسليط الضوء مدى امتثال الهيئة العامة للاستثمار للمبادئ التي تندرج ضمن الدّعم الثّانية لمبادئ ستيياغو: "الإطار المؤسسي وهيكل الحكومة"؛ وذلك من خلال التّطرق إلى العناصر الموالية كلٌّ على حدة:
- الإطار المؤسسي "التّرتيبات المؤسسية"؛
  - هيكل الحكومة.

#### 1. الإطار المؤسسي "التّرتيبات المؤسسية"

- تتولى الهيئة العامة للاستثمار مسؤولية إدارة صندوق الاحتياطي العام (GRF) وصندوق الأجيال القادمة (FGF)، وكذلك الأموال الأخرى التي يعهد وزير المالية بإدارتها إلى الهيئة لصالح، وبالنيابة عن دولة الكويت.
- **صندوق الاحتياطي العام (GRF):** صندوق الاحتياطي العام هو المستودع الرئيس لكل إيرادات دولة الكويت من العائدات النفطية والإيرادات التّابجة عن استثمارات صندوق الاحتياطي العام. كما يضمّ صندوق الاحتياطي العام جميع الأصول الحكومية، بما في ذلك مشاركة الكويت في المؤسسات العامة وفي المنظّمات متعدّدة الأطراف والهيئات الدّولية.
- **صندوق الأجيال القادمة (FGF):** تم إنشاء صندوق الأجيال القادمة (FGF) في عام 1976 بتحويل 50% من رصيد صندوق الاحتياطي العام في ذلك الوقت. بالإضافة إلى ذلك، يتم إيداع ما لا يقل عن 10% من جميع إيرادات الدولة السنوية في صندوق الأجيال القادمة ثم يُعاد استثمار العائد من كل إيرادات الصندوق. ويتكوّن صندوق الأجيال القادمة من استثمارات تتم خارج الكويت على أساس استراتيجية معتمدة لتوزيع الأصول في فئات أصول مختلفة. وتستند عملية توزيع الأصول في الهيئة إلى مساهمات الناتج المحلي الإجمالي العالمي والرّسمة السّوقية فضلاً عن عوامل مختلفة أخرى كقوانين الاستثمار (بما في ذلك الأنظمة الضّريبية) وإمكانات التّمو المستقبلية.

## ■ السّحوبات:

- كما سبق ذكره، فإن صندوق الاحتياطي العام هو مستودع كافة إيرادات دولة الكويت. وبناءً على ذلك فإنّه يتم الوفاء بجميع بنود ميزانية الدولة من هذا الصندوق. ويتم إجراء التحويلات من الصندوق لمواجهة التّفقات المدرجة في الميزانية وفقاً للقانون.
- يُحظر إجراء أية سحب من أصول صندوق الأجيال القادمة ما لم يصادق عليه بقانون. ويتم إعادة استثمار جميع الإيرادات النّاتجة عن استثمارات الصندوق بموجب القانون رقم 106 لسنة 1976.
- كان الاستثناء الوحيد لسحب الأموال من صندوق الأجيال القادمة خلال الغزو والاحتلال العراقي بين عام 1991/1990؛ حيث تم سحب الأموال من الصندوق لدفع تكاليف التحرير والتعمير اللاحقة. لقد تم سحب ما يقارب من 85 مليار دولار من الصندوق على مدى خمسة أعوام (1990 - 1994). وعلى أية حال، فإن جميع ما تم سحبه من أموال قد تم تسديده بالكامل لصندوق الأجيال القادمة.

## ■ الاقتراض:

- يحظر الدّستور الكويتي على الهيئة العامة للاستثمار الاقتراض ما لم يُسنّ قانون محدّد بهذا. ومع ذلك، فإن ملكيات الهيئة العامة للاستثمار في الشركات لا تخضع لمثل هذا الحظر.

## ■ مسؤوليّات المملكيّة:

- لا تسعى الهيئة العامة للاستثمار للاستحواذ على نسبة أغلبية أو حصص مُسيطرّة في الشّركات التي تستثمر فيها فيما عدا أسهم في مؤسّسات استثمار عقاري وشركات استثمار قابضة تقوم الهيئة بإنشائها لمعاملات معيّنة.

## ■ حقوق التّصويت:

- تمارس الهيئة العامة للاستثمار حقّها في التّصويت بالطريقة التي تعتقد أنّها تحمي المصالح المالية للهيئة إلى المدى الذي تصوّت فيه الهيئة لانتخاب أيّ من أعضاء مجلس إدارة شركة أو محافظة، وعلى هذا العضو المنتخب لمجلس الإدارة أن يخضع لكافة الالتزامات المفروضة على أعضاء المجلس بموجب القوانين المعمول بها.

## ■ العلاقة مع القطاع الخاصّ:

- تعمل الهيئة العامة للاستثمار كمستثمرٍ مسؤول وغير نشط بشكلٍ عام، وعندما تكون الهيئة في وضع تنافسي مع مستثمرين آخرين في الأسواق العالمية، فإنها تخضع للقوانين واللوائح المعمول بها والتي يخضع لها أيضاً كل هؤلاء المستثمرين في المناطق التي يتم فيها الاستثمار.
- تلتزم الهيئة العامة للاستثمار بدفع القطاع الخاص الكويتي نحو التميّز مع ضمان أنّها لا تتنافس معه، وأنّها لا تشكّل بديلاً عنه في أي مجال.

## 2. هيكل الحوكمة

ترى الهيئة العامة للاستثمار أن هيكلها ونظام حوكمتها، المحددين بقوة القانون، يمثلان مستوى عالٍ من التميز والمساءلة. فالهيئة العامة للاستثمار هي هيئة عامة مستقلة يُديرها مجلس إدارتها.

في عام 2014، قامت الهيئة العامة للاستثمار بمراجعةٍ شاملة لاستراتيجيتها من أجل مواءمة نفسها مع أفضل الممارسات في الصناعة الاستثمارية في كل أوجه إدارة الأصول والاستثمار. وفي خلال هذه المراجعة، وجد الاستشاريون القائمون عليها أن الهيئة العامة للاستثمار تتمتع بواحدٍ من أفضل هياكل الحوكمة ليس فقط ضمن مجموعة أقرانها، بل أيضاً ضمن الصناعة الاستثمارية في مجموعها.

## ■ مجلس الإدارة

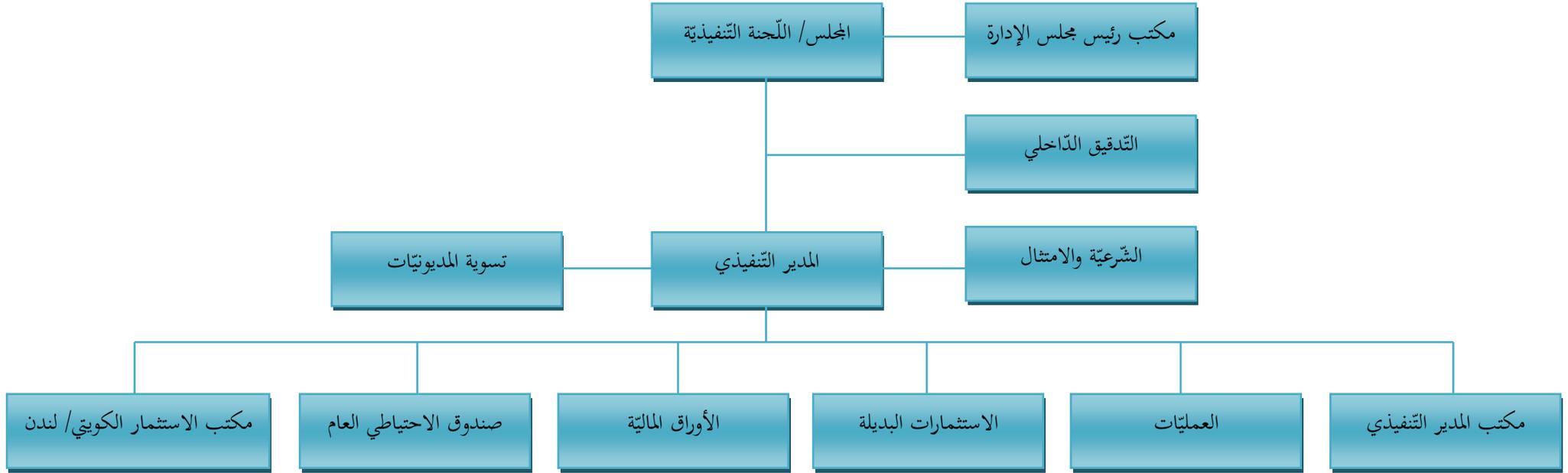
- الهيئة العامة للاستثمار هيئةً عامة مستقلة يُديرها مجلس إدارتها.
- يتمتع المجلس باستقلالٍ تام في عملية صنع القرار.
- يتكوّن أعضاء المجلس بموجب القانون من:
  - وزير المالية (الرئيس) "بحكم منصبه"؛
  - وزير النفط "بحكم منصبه"؛
  - محافظ بنك الكويت المركزي "بحكم منصبه"؛
  - وكيل وزارة المالية "بحكم منصبه"؛
  - وخمسة كويتييين آخرين من القطاع الخاص يعينون بموجب مرسوم أميري.
- لا يجب أن يكون ثلاثة على الأقل من الخمسة المعيّنين من القطاع الخاص شاغلين لوظائف عامة أخرى.

## ■ العضو المنتدب واللجنة التنفيذية

- يختار المجلس العضو المنتدب، الذي لا يجب (خلال فترة عضويته في المجلس) القيام بأي عمل، بأجرٍ أو دون أجر، لأي مستخدم آخر سوى الهيئة العامة للاستثمار.
- كما يُعين المجلس لجنة تنفيذية برئاسة العضو المنتدب تتألف من خمسة أعضاء من المجلس، منهم ثلاثة على الأقل من المعيّنين من القطاع الخاص.
- يتحدّد الدور الرئيس للجنة التنفيذية في مساعدة مجلس الإدارة في تحديد الأهداف والغايات الاستراتيجية للهيئة العامة للاستثمار.
- التدقيق الخارجي: يتم تدقيق حسابات الهيئة العامة للاستثمار سنوياً بشكلٍ مشتركٍ من قبل اثنتين من "الأربعة الكبار" من شركات التدقيق المستقلة. ويرفع مدقق الحسابات الخارجي تقاريره مباشرةً إلى مجلس إدارة الهيئة العامة للاستثمار.

- **لجنة التدقيق بمجلس الإدارة:** يشكّل المجلس لجنة تدقيق خاصة به تتكوّن من عضوين من أعضاء المجلس المعيّنين من القطاع الخاص. ويرأس اللّجنة وكيل وزارة المالية. وتتم دعوة العضو المنتدب لحضور اجتماعات لجنة التدقيق بصفة مراقب.
- **ديوان المحاسبة:** تلتزم الهيئة العامة للاستثمار، بموجب القانون، بتقديم تقارير مالية نصف سنوية عن الأصول التي تُديرها إلى جهة تدقيقٍ مستقلّة هي ديوان المحاسبة. ويقوم الدّيوان بتعيين موظّفين تابعين له داخل الهيئة لمراجعة أنشطة الهيئة بشكلٍ مستمر.
- **التدقيق الداخلي:** بالإضافة إلى المدققين الخارجيين، فلدى الهيئة العامة للاستثمار مكتب تدقيقٍ داخلي يرفع تقاريره مباشرةً إلى رئيس مجلس الإدارة. ويقوم المكتب بأعمال تدقيقٍ منتظمة لجميع إدارات الهيئة.
- **ديوان الخدمة المدنيّة:** يقوم ديوان الخدمة المدنية بتعيين موظّفين تابعين له بالهيئة العامة للاستثمار لضمان توافق الهيئة مع كافة متطلبات الموارد الإدارية والبشرية باعتبارها كياناً من كيانات القطاع العام.
- **وزارة الماليّة:** تقوم وزارة المالية بتعيين مراقبين داخل الهيئة للتأكد من أن جميع النّفقات الإدارية في اتّفاقٍ مع القواعد واللّوائح الداخليّة وضمن المبادئ التوجيهية المعتمدة.

شكل رقم (5-1): الهيكل التنظيمي للهيئة العامة للاستثمار



المصدر: الهيئة العامة للاستثمار، متوفرة في الموقع الإلكتروني: <http://www.kia.gov.kw/ar/Pages/default.aspx>

## ثالثاً: الاستثمار وإدارة المخاطر

سيتم في هذا الجزء تسليط الضوء مدى امتثال الهيئة العامة للاستثمار للمبادئ التي تندرج ضمن الدّعماء الثالثة لمبادئ سنتياغو: "الاستثمار وإدارة المخاطر"؛ وذلك من خلال التّطرق إلى العناصر الموالية كلٌّ على حدة:

- الإطار العام لسياسة الاستثمار؛
- الإطار العام لإدارة المخاطر.

### 1. الإطار العام لسياسة الاستثمار

#### ■ اعتبارات الاستثمار:

- الهيئة العامة للاستثمار كياناً قائم على العمل التجاري؛
- لا تستثمر الهيئة العامة للاستثمار سوى في المشاريع التي تحدّدت بوضوح أهدافها الربحية؛
- لا تستثمر الهيئة العامة للاستثمار في قطاعاتٍ يُشكّل فيها القمار والأنشطة ذات الصّلة بالكحول المكوّن الرئيس للعمل التجاري.

#### ■ الأفق الاستثماري:

لدى الهيئة العامة للاستثمار أفق استثماري طويل المدى يتّسم بالقدرة على تحمّل المخاطر واستيعاب تقلبات الأسواق على المدى القصير، ومن ثمّ فإنه يشكّل قوة لتحقيق الاستقرار في الأسواق المالية.

#### ■ قوّة الإنجاز:

- لا تسعى الهيئة العامة للاستثمار للاقتراض لأغراض الاستثمار؛ حيث يحظر ذلك الدّستور الكويتي.
- لا تستخدم الهيئة العامة للاستثمار أيّاً من منتجات المشتقات كأدوات استثمارية.

#### ■ منصّة الاستثمار:

- تستثمر الهيئة العامة للاستثمار الأموال من خلال مدراء صناديق الاستثمار الخارجيين.
- يستثمر مكتب الاستثمار الكويتي في لندن الأموال بشكلٍ مباشر.

#### ■ الشركات المتخصصة:

- أنشأت الهيئة العامة للاستثمار سلسلةً من الكيانات المستقلّة المتخصصة في الاستثمار في فئات أصولٍ معيّنة بالإناابة عنها. ومن أمثلة هذه الكيانات:
- "سانت مارتنيز للاستثمار العقاري" في المملكة المتّحدة وفي العالم ومقرها في لندن، المملكة المتّحدة.
- "فوستر لين / بريد ستريت للاستثمارات العقارية" في الولايات المتّحدة. ومقرها في أتلانتا، الولايات المتّحدة الأمريكية.

- "رين هاوس للبنية التحتية" لاستثمارات البنية التحتية براونفيلد في المملكة المتحدة وفي العالم. مقرها في لندن، المملكة المتحدة.
- **تدفقات رأس المال:**

- **صندوق الأجيال القادمة:** يتم بموجب القانون تحويل ما لا يقل عن 10% من جميع إيرادات الدولة سنوياً، وكذلك 10% من صافي الدخل السنوي لاستثمارات صندوق الاحتياطي العام إلى صندوق الأجيال القادمة. ويتم إعادة استثمار كافة المداحيل الناتجة عن استثمارات صندوق الأجيال القادمة بموجب القانون، كما يتطلب السحب من صندوق الأجيال القادمة إصدار تشريع محدد يُجيز إجراء السحوبات. إن صندوق الأجيال القادمة الذي تُديره الهيئة العامة للاستثمار هو بمثابة "منصة لإنقاذ الأجيال".
- **صندوق الاحتياطي العام:** كونه مستودعاً للاحتياطي العام لدولة الكويت، فإن أصول الصندوق ومداحيله مُناحةٌ لاستخدام دولة الكويت على النحو الذي تُحدده الحكومة عند عرض ومناقشة الميزانية السنوية للدولة في مجلس الأمة. إن صندوق الاحتياطي العام الذي تُديره الهيئة العامة للاستثمار هو بمثابة "أمين الصندوق" و"صندوق الاستقرار" لدولة الكويت.

#### ■ الاستراتيجية الاستثمارية لصندوق الأجيال القادمة

- تحكم صندوق الأجيال القادمة استراتيجية استثمار معتمدة من مجلس إدارة الهيئة العامة للاستثمار، تُحدد الخطوط العريضة للمبادئ التوجيهية في توازن مع أهداف الصندوق المتعلقة بالمخاطر والعوائد.
- بموجب القانون، يتم تحويل ما لا يقل عن 10% من جميع إيرادات الدولة، بالإضافة إلى 10% من صافي دخل صندوق الاحتياطي العام، إلى صندوق الأجيال القادمة سنوياً. ويُعاد استثمار جميع العائدات من استثمارات صندوق الأجيال القادمة مرة أخرى بموجب القانون، كما أن أي سحوبات مالية من صندوق الأجيال القادمة تتطلب إصدار تشريع خاص يُجيز هذا السحب.
- تتم مراجعة استراتيجية الاستثمار وتحديثها بصورة منتظمة اعتماداً على المتغيرات الاقتصادية والمالية والتوقعات الخاصة بها.
- صندوق الأجيال القادمة هو مستثمرٌ طويل الأجل في فئات أصول مختلفة تتراوح بين أصول تقليدية كالأسهم والسندات وبدائل كالملكية الخاصة، والعقارات، والبنية التحتية. وتُدار أصول صندوق الأجيال القادمة من مكاتب الهيئة في الكويت ولندن وفقاً لتوزيع المهام الذي اعتمده مجلس إدارة الهيئة.
- يتكون صندوق الأجيال القادمة من استثمارات تتم خارج الكويت على أساس استراتيجية معتمدة لتوزيع الأصول في فئات أصول مختلفة. وتستند عملية توزيع الأصول في الهيئة إلى مساهمات الناتج المحلي الإجمالي العالمي والرسملة السوقية، فضلاً عن عوامل مختلفة أخرى كقوانين الاستثمار (بما في ذلك الأنظمة الضريبية) وإمكانات النمو المستقبلية. وتُستثنى من هذه القاعدة البلدان التي ينحرف الترحيح فيها بسبب وجود ملكيات جوهرية كما هو الحال في شركة BP وشركة ديملر.

## ■ الاستراتيجية الاستثمارية لصندوق الاحتياطي العام

- صندوق الاحتياطي العام هو المستودع الرئيس لكل إيرادات دولة الكويت من العائدات النفطية والإيرادات الناتجة عن استثمارات صندوق الاحتياطي العام.
- أصول الصندوق وإيراداته متوافرة لاستخدام دولة الكويت، كما تُحددتها حكومة الكويت من وقتٍ لآخر، وفقاً للموازنات السنوية التي يعتمدها مجلس الأمة.
- يتم سنوياً تحويل ما لا يقل عن 10% من جميع إيرادات الدولة بالإضافة إلى 10% من الدخل الصافي لصندوق الاحتياطي العام إلى صندوق الأجيال القادمة.
- يتعين على الدولة أن تميز كافة المسحوبات من صندوق الاحتياطي العام عند إعداد الميزانية السنوية.
- يتألف صندوق الاحتياطي العام من استثمارات في الكويت وفي دول الشرق الأوسط وشمال أفريقيا، فضلاً عن أصول بالعملة الأجنبية الرئيسة تُديرها الهيئة العامة للاستثمار نيابةً عن دولة الكويت.
- كما يضم صندوق الاحتياطي العام أصولاً حكومية أخرى، بما في ذلك مشاركة الكويت في مؤسسات عامة مثل الصندوق الكويتي للتنمية الاقتصادية العربية وشركة البترول الوطنية الكويتية بالإضافة إلى مشاركة الكويت في المنظمات متعددة الأطراف وفي الهيئات الدولية بما فيها البنك الدولي، وصندوق النقد الدولي، والصندوق العربي للإنماء الاقتصادي والاجتماعي وغيرها.

## 2. الإطار العام لإدارة المخاطر

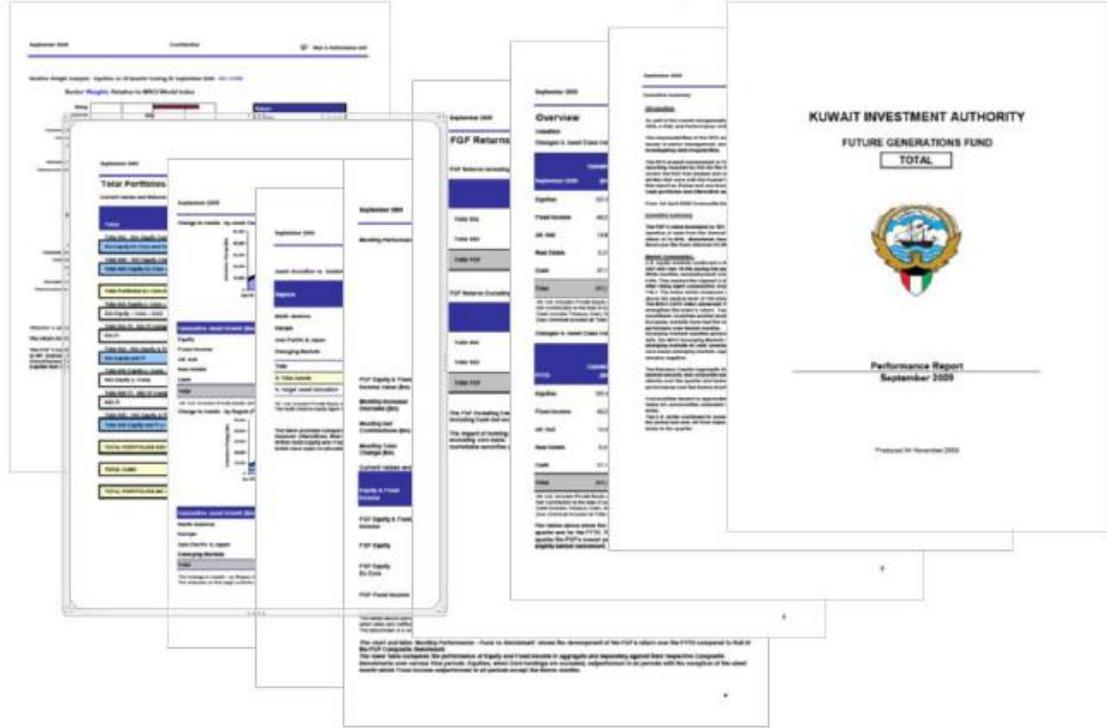
### ■ وحدة تقدير المخاطر ومراقبة الأداء

- تُعتبر وحدة تقدير المخاطر ومراقبة الأداء "RPU" المسؤولة عن الأداء الاستثماري وإدارة المخاطر على مستوى الهيئة العامة للاستثمار؛ حيث تقع على عاتقها المسؤوليات التالية:
- القيام بمراقبة الأداء وتحليل المخاطر؛
- تحديد الأداء ومستوى المخاطر ورفعها إلى الإدارة العليا؛
- تطوير فهم الأداء والمخاطر في قطاعات الاستثمار بالهيئة العامة للاستثمار؛
- التحقيق في المعلومات والبيانات غير الصحيحة؛
- تعليم موظفي الهيئة كيفية مراقبة الأداء وتقدير المخاطر من خلال شرح عمل الوحدة والإجابة عن التساؤلات التي يطرحونها؛
- التأكد من أن إنتاج الوحدة يتسم بالوضوح وأنه مُرَوِّدٌ بالتفاصيل الضرورية للمساعدة على توفير فهم أفضل لدورها في الهيئة.

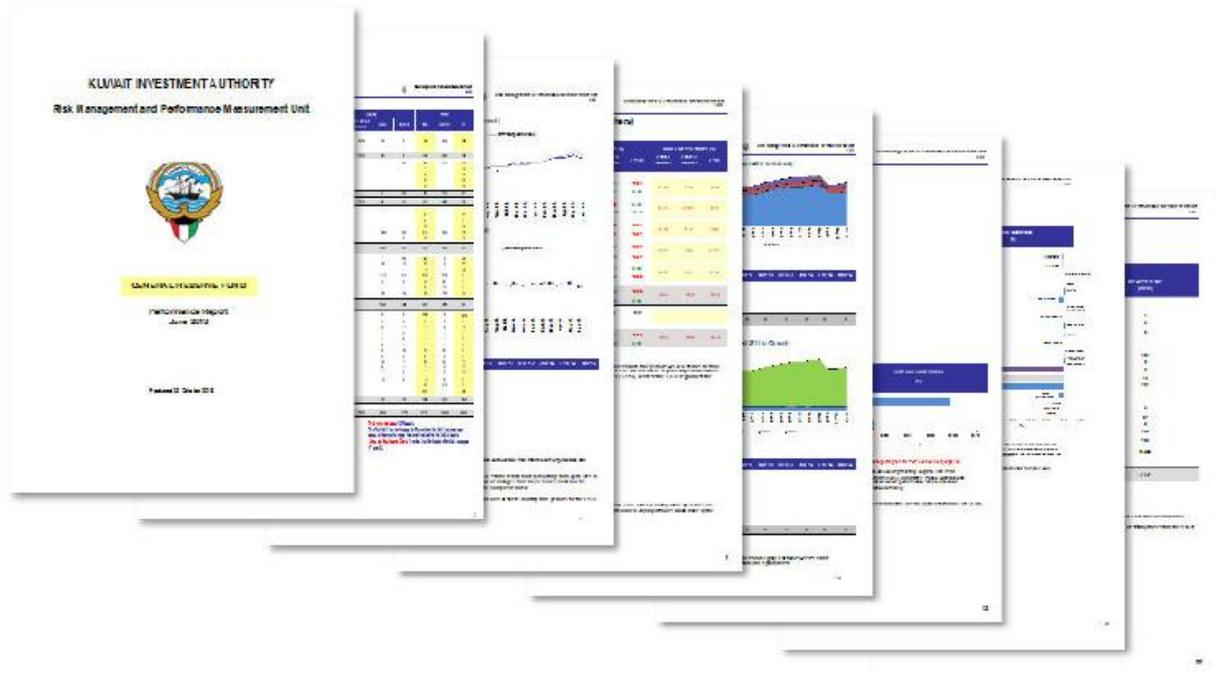
### ■ مخرجات "إنتاج" وحدة تقدير المخاطر ومراقبة الأداء

- فيما يلي عيّنات من المخرجات الدورية التي تُقدّمها وحدة تقدير المخاطر ومراقبة الأداء "RPU" لمجلس الإدارة، اللجنة التنفيذية للمجلس وللمكلفين بالإدارة على مستوى الهيئة العامة للاستثمار.

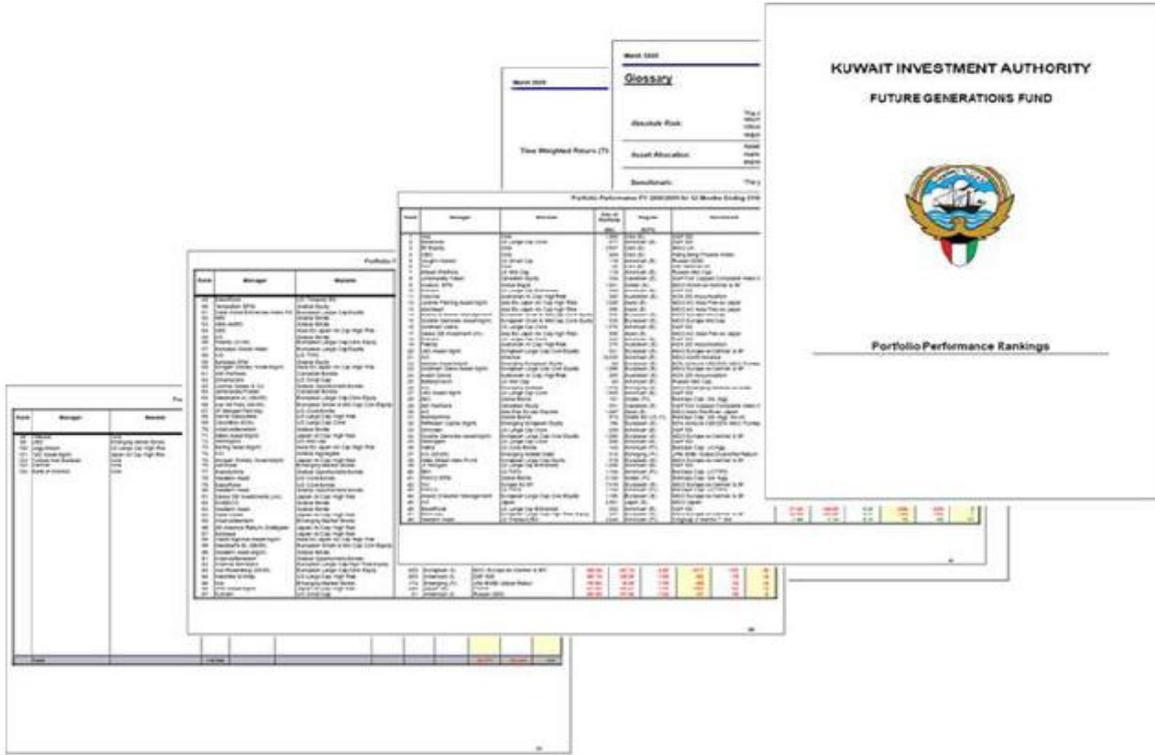
تقوم وحدة تقدير المخاطر ومراقبة الأداء "RPU" على أساس ربع سنوي، بالحسابات وتقديم التقارير حول أداء كلٍّ من صندوق الأجيال القادمة "FGF" وصندوق الاحتياطي العام "GRF"؛ فضلاً عن العديد من المهام والمركّبات التي تقوم على معايير أداء عالمية فيما يخصّ الاستثمار "GIPS". فيما يلي عيّنة لبعض الصّفحات من تقرير الأداء لصندوق الأجيال القادمة "FGF":



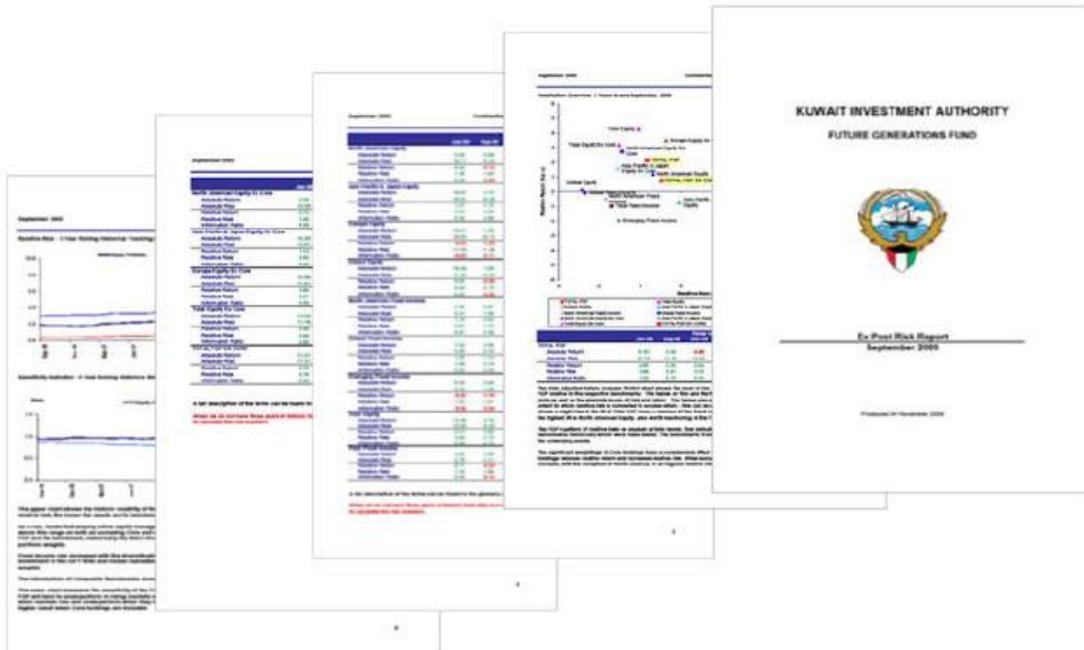
تقوم وحدة تقدير المخاطر ومراقبة الأداء "RPU" على أساس ربع سنوي، بالحسابات وتقديم التقارير حول أداء كلٍّ من صندوق الأجيال القادمة "FGF" وصندوق الاحتياطي العام "GRF"؛ فضلاً عن العديد من المهام والمركّبات التي تقوم على معايير أداء عالمية فيما يخصّ الاستثمار "GIPS". فيما يلي عيّنة لبعض الصّفحات من تقرير الأداء لصندوق الاحتياطي العام "GRF":



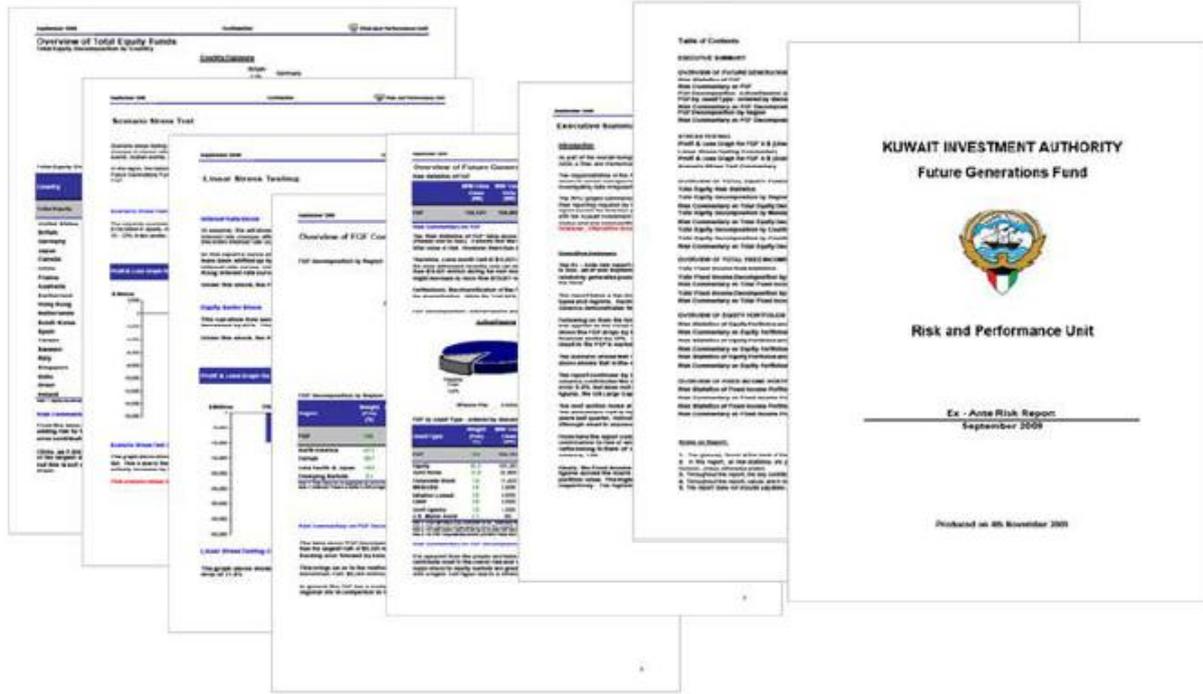
تقوم وحدة تقدير المخاطر ومراقبة الأداء "RPU" على أساسٍ شهري، بمقارنة تصنيفات المدراء الخارجيين للصندوق (بما في ذلك مكتب الاستثمار الكويتي)؛ على أساس الأداء النسبي لكل من صندوق الأجيال القادمة "FGF" وصندوق الاحتياطي العام "GRF".



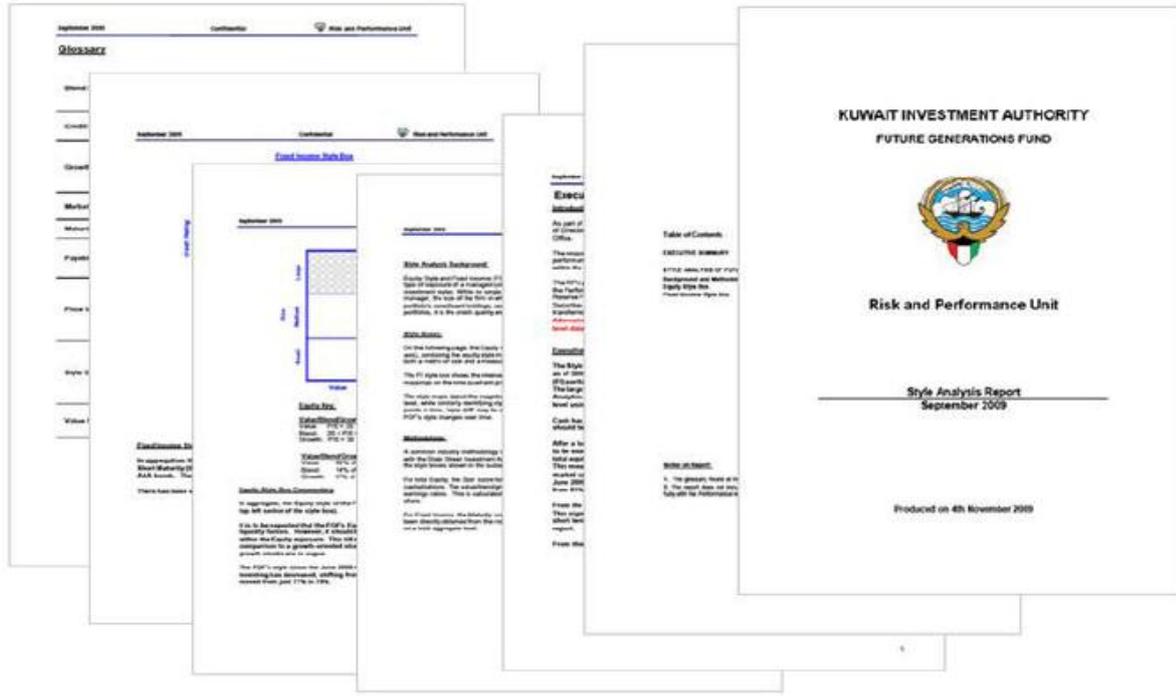
تقوم وحدة تقدير المخاطر ومراقبة الأداء "RPU" على أساسٍ ربع سنوي، بتقديم تقارير عن الخطر اللاحق إحصائيات حول المخاطر، العائد المعدل حسب المخاطر، معلومات حول النسب، الانحراف المعياري، نسب شارب وبيتا. فيما يلي عينة لبعض الصفحات من تقرير الخطر اللاحق لصندوق الأجيال القادمة "FGF":



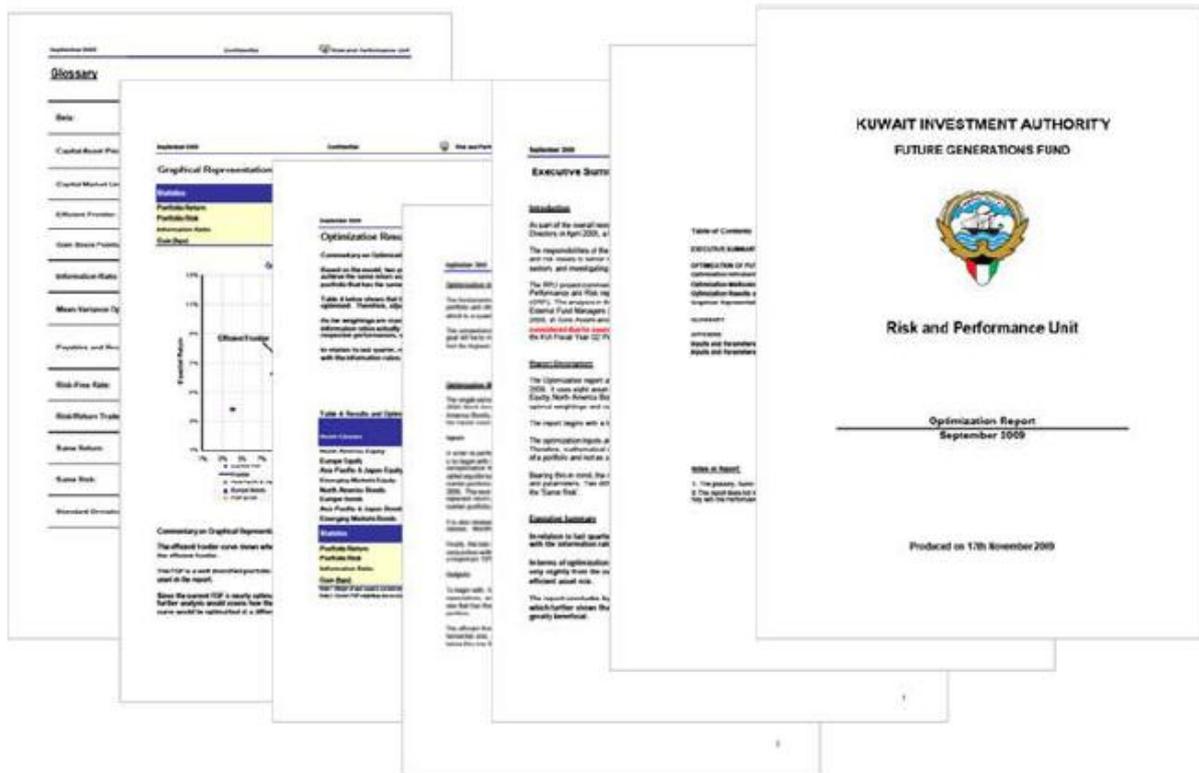
تقوم وحدة تقدير المخاطر ومراقبة الأداء "RPU" على أساس ربع سنوي، بتقديم تقارير الخطر السابق، وجميع الإحصائيات المتعلقة به مثل "VAR"، أثر التنوع، تتبع الخطأ المسبق، وكذا تحليل المخاطر مثل تقرير التعرض للخطر، اختبارات الإجهاد "Stress Tests"، وخطر التحلل الثنائي. فيما يلي عينة لبعض الصفحات من تقرير الخطر المسبق لصندوق الأجيال القادمة "FGF":



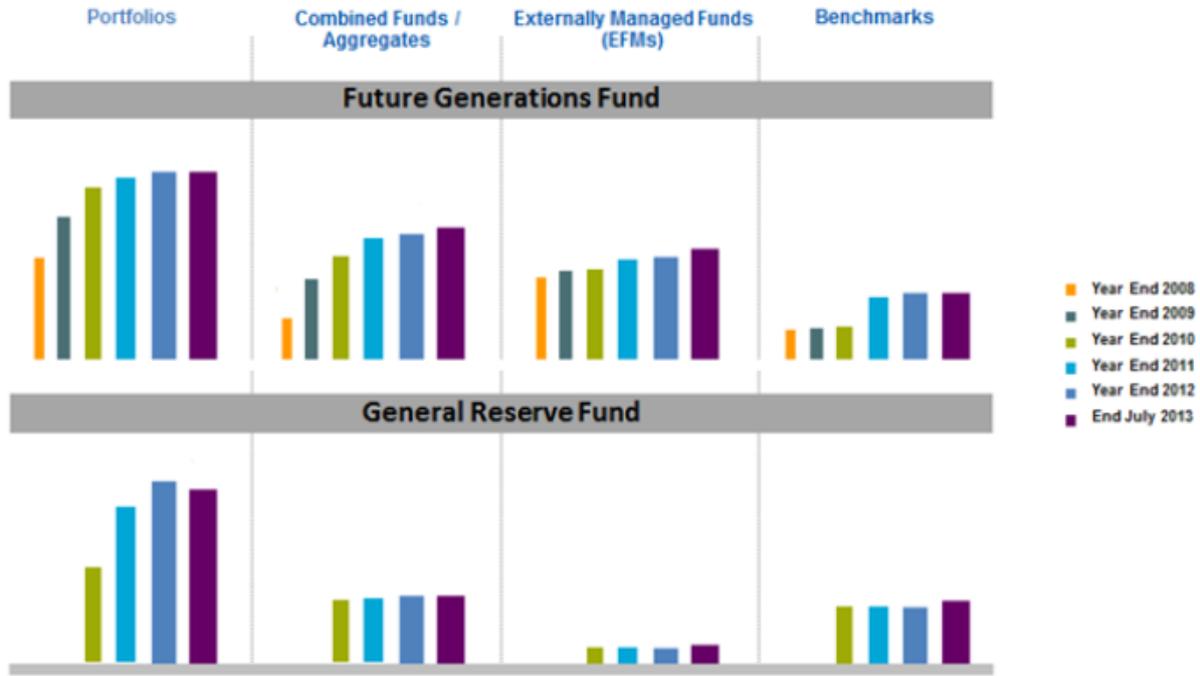
تقوم وحدة تقدير المخاطر ومراقبة الأداء "RPU" على أساس ربع سنوي، بتقديم تقرير حول أسلوب التحليلات الخاصة بصندوق الأجيال القادمة "FGF"، مع تقييم الخصائص الاستثمارية للصندوق.



تقوم وحدة تقدير المخاطر ومراقبة الأداء "RPU" على أساس ربع سنوي، بتقديم تقرير حول تقدّم "تحسين" صندوق الأجيال القادمة "FGF"، وتقييم خصائص العائد/المخاطر الخاصة به.

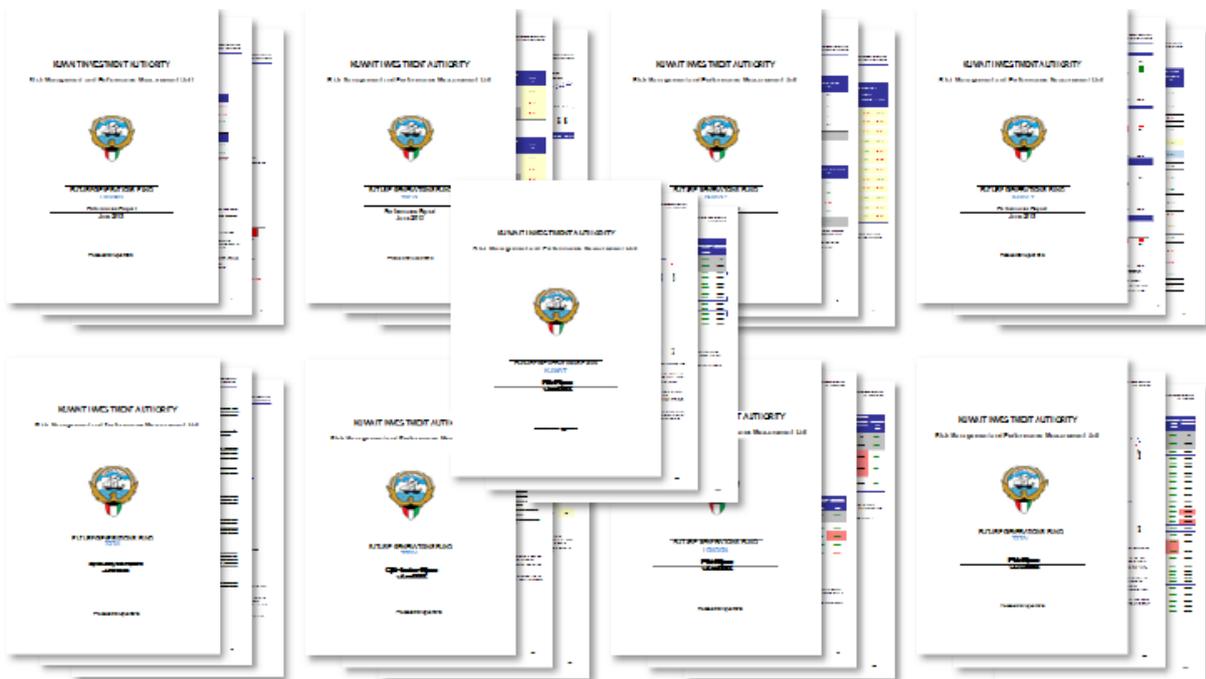


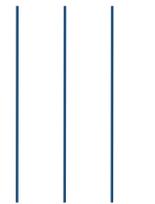
مُنذ إنشائها سنة 2008، ارتفعت مخرجات "إنتاج" وحدة تقدير المخاطر ومراقبة الأداء "RPU" بالموازاة مع ارتفاع الأصول المدارة للهيئة العامة للاستثمار. ارتفع عدد المحافظ الاستثمارية وهيكل الصندوق المجمع جنباً إلى جنب وبشكل كبير؛ كما هو موضح أدناه:



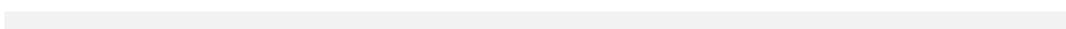
\*The numbers were removed from the chart above due to the confidentiality issues.

ارتفع عدد تقارير وحدة تقدير المخاطر ومراقبة الأداء "RPU" بشكل كبير منذ عام 2008. وبمرور الوقت، تطورت مخرجات الأداء والمخاطر لتتضمن تحليلات أكثر شمولاً وتفصيلاً.



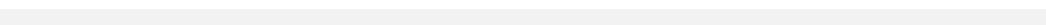


# الفهارس





# قائمة المصادر والمراجع



## أولاً: المراجع باللغة العربية

### الكتب

1. أحمد رشيد، التنمية المحلية، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، ط1، 1986.
2. أنتوني فان أجتميل، قرن الأسواق الناشئة: كيف تستولي سلالة جديدة من الشركات العالمية على العالم، مكتبة جرير، المملكة العربية السعودية، ط1، 2008.
3. أوداير داس، عدنان مزارعي، هان فان درهورن: اقتصاديات صناديق الثروة السيادية "قضايا لصناع السياسات"، الطبعة العربية، صندوق النقد الدولي، 2010.
4. بلعوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004.
5. رشيد أحمد عبد اللطيف، أساليب التخطيط للتنمية، المكتبة الجامعية، القاهرة، مصر، ط1، 2002.
6. سامية محمد جابر وآخرون، علم اجتماع المجتمعات الجديدة، دار المعرفة الجامعية، الإسكندرية، مصر، ط1، 2000.
7. شوقي عبد المنعم، مشاركة المواطنين في التنمية الريفية، مكتبة النهضة، القاهرة، مصر، ط1، 1993.
8. عاطف سليمان، معركة البترول في الجزائر، دار الطليعة، بيروت، لبنان، ط1، 1974.
9. عبد المطّلب عبد الحميد، التمويل المحلي والتنمية المحلية، دار النشر الثقافية، الإسكندرية، 2001.
10. عبدو إبراهيم، الجيولوجيا الهندسية والخرائط الجيولوجية وطرق المسح الجيولوجي، دار الراتب الجامعية، بيروت، لبنان، ط1، 1992.
11. عدنان تايه التميمي، إدارة العملات الأجنبية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2012.
12. كمال التابعي، تعريف العالم الثالث "دراسة نقدية في علم اجتماع التنمية"، دار المعارف، القاهرة، مصر، ط1، 1993.
13. مديحة الحسن الدغيري، اقتصاديات الطاقة في العالم وموقف البترول العربي منها، دار الجليل، بيروت، ط1، 1992.
14. منى البرادعي، مذكرات في اقتصاديات البترول، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، ط1، 2008.
15. هناء حافظ بدوي، التنمية الاجتماعية رؤية واقعية من منظور الخدمة الاجتماعية، دار المعرفة الجامعية، الإسكندرية، مصر، ط1، 2000.

### الرسائل الجامعية

16. بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006.
17. خيضر خنفري، تمويل التنمية المحلية في الجزائر واقع وآفاق، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2011.
18. نبيل بوفليح: دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية: الواقع والآفاق مع الإشارة إلى حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه، فرع نقود ومالية، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2010. بريزة

- عبد السلام، دور صناديق الثروة السيادية في إدارة الفوائض البترولية "دراسة مقارنة بين صندوق ضبط الموارد وصندوق التقاعد الحكومي الترويجي"، رسالة ماجستير، غ منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف.
19. بلقاسم سرايري، دور ومكانة قطاع المحروقات في الجزائر في ضوء الواقع الاقتصادي الدولي الجديد وآفاق الانضمام إلى المنظمة العالمية للتجارة، رسالة ماجستير "منشورة"، قسم العلوم الاقتصادية، فرع اقتصاد دولي، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2008.
20. بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006.
21. خيضر خنفري، تمويل التنمية المحلية في الجزائر واقع وآفاق، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2011.
22. عبد الرحمن سلوم، إدارة الصناديق السيادية وصناديق التحوط، رسالة ماجستير، منشورة، كلية الاقتصاد، قسم إدارة الأعمال، جامعة دمشق، 2010.

### البحوث والمقالات

23. أحمد نصير وسليمان زواري فرحات، دراسة تحليلية لمدى امتثال صناديق الثروة السيادية لمبادئ "سنتياغو"، المؤتمر الأول: السياسات الاستخدامية للموارد الطاقوية بين متطلبات التنمية القطرية وتأمين الاحتياجات الدولية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 1، 2015.
24. الورقة القطرية الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، مؤتمر الطاقة العربي العاشر، الطاقة والتعاون العربي، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، 21-23 كانون الأول/ ديسمبر 2014.
25. بن موسى كمال، المحفظة الاستثمارية "تكوينها ومخاطرها"، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، ع 3، 2004.
26. بوعشة مبارك، الاقتصاد الجزائري: من تقييم مخططات التنمية إلى تقييم البرامج الاستثمارية "مقارنة نقدية"، أبحاث المؤتمر الدولي: تقييم آثار برامج الاستثمارات العامة وانعكاساتها على التشغيل والاستثمار والنمو الاقتصادي خلال الفترة "2001-2014"، منشورات مخبر الشراكة والاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفضاء الأورومغاربي، سطيف، 2013.
27. جديدي روضة، أثر برنامج سياسة الإنعاش الاقتصادي على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر، أبحاث المؤتمر الدولي: تقييم آثار برامج الاستثمارات العامة وانعكاساتها على التشغيل والاستثمار والنمو الاقتصادي خلال الفترة "2001-2014"، منشورات مخبر الشراكة والاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفضاء الأورومغاربي، سطيف، 2013.
28. جعفر هتي محمد، دور صناديق الثروة السيادية من منظور إسلامي، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، الشلف، ع 13، 2015.
29. حاتم مهران، التضخم في دول مجلس التعاون الخليجي ودور صناديق التّفظ في الاستقرار الاقتصادي، سلسلة أوراق عمل، رقم السلسلة API/WPS 0702، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2007.

30. حبار عبد الرزاق، تطور مؤشرات الأداء ومسار الإصلاحات في القطاع المصرفي الجزائري، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة بسكرة، ع 10، ديسمبر 2011.
31. حسان خبايا، دور أسواق الأوراق المالية بالدول العربية في التنمية الاقتصادية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، فيفري 2004.
32. حمد السويدي، هايم كاروان، المبادئ والممارسات المتعارف عليها، الهدف والغرض الخاص، صندوق النقد الدولي، أكتوبر 2008.
33. رايح بوقرة محاد عريوة، استراتيجية ترقية التشغيل في الجزائر في إطار برامج دعم التنمية المحلية، ملتقى دولي حول: استراتيجية الحكومة في القضاء على البطالة وتحقيق التنمية المستدامة، جامعة المسيلة، 15 16 نوفمبر 2011.
34. سفين برينت، حيث يتكلم المال، صناديق الثروة السيادية العربية في خطاب العولمة، مركز كارنيغي للشرق الأوسط، بيروت، أكتوبر 2008.
35. سفين برينت، صناديق الثروة السيادية العربية: أي دور لأي اقتصاديات؟، مركز كارنيغي للشرق الأوسط، 2010.
36. سفين بيرينت: "أين صناديق الثروة السيادية من مبادئ سنتياغو"، مؤسسة كارنيغي للسلام الدولي، بيروت، لبنان، 2010.
37. سمالي نوفل، الإطار النظري لحجم مصادر التمويل المحلي أمام حجم المسؤولية المحلية لحماية البيئة، الملتقى الوطني الأول حول التنمية المحلية المستدامة، جامعة تبسة، 29/30 ماي 2013.
38. سمير عبد الوهاب، الحكم المحلي والتنمية المحلية، مؤتمر: تطوير الإدارة المحلية في الوطن العربي، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، القاهرة، مصر، 2010.
39. صالح صالح، تأثير البرامج الاستثمارية العامة على النمو الاقتصادي والاندماج القطاعي بين النظرية الكينزية واستراتيجية النمو غير المتوازن الفترة 2001/2014، منشورات مخبر الشراكة والاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفضاء الأورومغاربي، سطيف، 2013.
40. عبد الله بلوناس، حاج موسى نسيم، واقع صناديق الثروة السيادية العربية في ظل أزمة الرهن العقاري، المؤتمر العلمي السادس (التحديات التي تواجه منظمات الأعمال المعاصرة الأزمة المالية العالمية والآفاق المستقبلية)، جامعة فيلادلفيا، 14/15 ماي 2009.
41. عبد الحق بوعتروس، الاستراتيجيات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية (دراسة تحليلية)، مجلة العلوم الإدارية والاقتصادية، قسنطينة، ع 10/9، ديسمبر 2012.
42. عبد المجيد قدي، الصناديق السيادية والأزمة العالمية الراهنة، مؤتمر حول: الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة الجنان، طرابلس، لبنان، 13-14 آذار 2009.
43. عبد المجيد قدي، "إمكانية تطبيق مبادئ منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية بخصوص حوكمة الشركات في البلاد العربية: الجزائر نموذجا"، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، ع 6، 2010.
44. علي بظاهر، سياسات التحرير والإصلاح الاقتصادي في الجزائر، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة حسينة بن بوعلي، الشلف، ع 1، 2004.

45. عماري عمار ومحمادي وليد، أثر الاستثمارات العمومية على الأداء الاقتصادي في الجزائر، أبحاث المؤتمر الدولي: تقييم آثار برامج الاستثمارات العامة وانعكاساتها على التشغيل والاستثمار والنمو الاقتصادي خلال الفترة "2001-2014"، منشورات منجر الشراكة والاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفضاء الأورومغاربي، سطيف، 2013.
46. فرحات عباس وسعود وسيلة، حوكمة الصناديق السيادية: دراسة لتجربة كل من النرويج والجزائر، مجلة الباحث الاقتصادي، ع 4، ديسمبر 2015.
47. كربالي بغداد، نظرة عامة على التحولات الاقتصادية في الجزائر، جلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر - بسكرة، ع 8، جانفي 2005.
48. ماجد عبد الله منيف وآخرون، صناديق الثروة السيادية ودورها في إدارة الفوائض النفطية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، ع 47، 2009.
49. محمد العريان، صناديق الثروة السيادية وفق المعتاد الجديد، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، ع: 44، يونيو 2010.
50. نبيل بوفليح، دور صناديق الثروة السيادية في معالجة الأزمة المالية والاقتصادية العالمية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العددان: 48-49، خريف 2009 - شتاء 2010.
51. نبيل بوفليح، فعالية صناديق الثروة السيادية كأداة لتسيير مداخيل النفط في الدول العربية، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، ع 4، 2010.

### القوانين والتشريعات

52. المجلس الوطني الاقتصادي والاجتماعي، التطور الذي يجب إضفاؤه على تسيير المالية المحلية في منظور اقتصاد السوق، الدورة 18، 2001.
53. المرسوم 266/86 المؤرخ في 04 نوفمبر 1986 المتضمن تنظيم وتسيير الصندوق المشترك للجماعات المحلية وعمله.
54. البنك المركزي الجزائري، التقارير السنوية، 2001، 2008، 2014.
55. الجريدة الرسمية، المرسوم 63-491، المؤرخ في 1962/12/31.
56. أمر رقم 04-06 المؤرخ في 19 جمادى الثانية عام 1427 الموافق لـ: 15 جويلية 2006 المتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2006.
57. رد وزير المالية كريم جودي أمام مجلس الأمة في الجلسة العامة المنعقدة في الجزائر العاصمة بتاريخ 23 سبتمبر 2010.
58. قانون الميزانية التكميلي لسنة 2000، قانون رقم: 02-2000 المؤرخ في 24 ربيع الأول عام 1421 الموافق لـ: 27 جوان 2000 والمتعلق بقانون المالية التكميلي لسنة 2000؛
59. قانون رقم 84-17 المؤرخ في 08 شوال 1404 هـ الموافق لـ 07 جويلية 1984، المتعلق بقانون المالية الصادر في الجريدة الرسمية، ع 28، الصادرة بتاريخ 10 جويلية 1984.
60. قانون رقم 23-22 المؤرخ في 04 ذي القعدة 1424 الموافق لـ: 28 ديسمبر 2003 المتضمن قانون المالية لسنة 2004.

61. منظمة الأقطار العربية المصدرة للبترول، تقرير الأمين العام السنوي السابع والعشرون، الكويت، أوابك، 2000.
62. وزارة المالية، المديرية العامة للميزانية، برنامج الإنعاش الاقتصادي (2001-2004).

## ثانياً: المراجع باللغات الأجنبية

### الكتب

63. Adnan Mazarei, Han Van Der Hoorn, *Economics of Sovereign Wealth Funds: Issues for Policymakers*, Udaibir S.DAS, , International Monetary Fund, Washington, 2014.
64. Bertrand B et Yves Jegourel, *Les Fonds Souverains : Un nouveau mode de régulation du capitalisme financier*, Révue de la Régulation, Maison des sciences de l'Homme, Paris, 2009.
65. Caroline Bertin Delacour, *Les fonds souverains : Ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale*, Editions: Les Echos et Eyrolles, 2009.
66. David A. Vaughan and Partner, Dechert LLP, Selected Definitions of "Hedge Fund", U.S. Securities and Exchange Commission Roundtable on Hedge Funds, Washington, DC, May 14-15, 2003.
67. David Stowell, *An Introduction to Investment Banks, Hedge Funds and Private Equity: The New Paradigm*, Academic Press is an imprint of Elsevier, UK, 2010.
68. Luc Sandj , Jean Luc Albert, *"Finances publiques"*, Edition Dalloz, Paris, 2007.
69. Massimiliano Castelli, Fabio Scacciavillani, *The New Economics of Sovereign Wealth Funds*, John Wiley & Sons Ltd, United Kingdom, 2012.

### الرسائل الجامعية

70. Zakia Akli, *Nature du Fond de régulation des recettes (FRR) et son rôle dans le financement de l'économie Algérienne sur la période 2000-2014*, Mémoire de magistère en sciences économiques, département des sciences Economiques, université Mouloud Mammeri de Tizi-Ouzou, 2015.

### البحوث والمقالات

71. *An introduction to Hedge Funds*, Pictet Alternative Advisors SA, 2015.
72. Alain Demarolle, *Rapport sur les fonds souverains*, Paris: ministère de l'économie, de l'industrie et de l'emploi, 2008.
73. Anouar Achour, Hélaine C, Samuel D et autre, *Les Fonds Souverains Conquête De La Politique Par La Finance*, Ecole de Guère Economique, Decembre 2007.
74. Aziz Sunje, Emin Çivi, *Emerging Markets: A Review Of Conceptual: Frameworks*, 2001.
75. Bahgat, G., *Sovereign Wealth Funds: An Assessment*, Global Policy, 2010, Volume 1, Issue 2.
76. Belkacem Bouzana, *Le Contentieux des Hydrocarbures entre l'Algérie et les Sociétés Etrangères*, Alger, OPU-PUBISUD, 1985.

77. Christohpe Portman, The Economic Significance of Sovereign Wealth funds, Economic outlook, 2008, Vol 32 Issue 1.
78. Driss Agardi et Alain Alcouffe, *Fonds Souverains et Gouvernement d'Entreprise, Un Etat des Lieux*, LIREE CNRS /UTI, 2008.
79. Dewenter, K. L., Han, X., Malatesta, Firm Values and Sovereign Wealth Fund Investments, Journal of Financial Economics, 2010, Volume 98, Issue 2.
80. David Hale, Founding CHAIRMAN, *The Importance of Emerging Markets*, David Hale Global Economics, Winnetka, IL, SEPTEMBER 2012.
81. George Soros, *Open Society: Reforming Global Capitalism* N 32. (2000).
82. Gregory Connor and Mason Woo, An Introduction to Hedge Funds, Introductory Guide, International Asset Management, The London School of Economics & Political Science, 2010.
83. Gülen Tuncer, "Movin' on Up..." *Emerging Markets' Rising Importance in the Global Economy*, Asset Management Viewpoint, Conning, Vol 16, #3, June 2012.
84. GEOECONOMICA, The Santiago Compliance Index 2013 -Rating governace standards of sovereign wealth funds-, Benchmarking Series, January 2014.
85. Gérard Marie Henry, *Les Hedge Funds*, EYORELLE, Éditions d'Organisation, Paris, 2008,
86. Hachemi Graba, *Les ressources fiscales des collectivités locales*, Ed E.N.A.G, Alger, Algérie, 2002.
87. Helleiner, E., Lundblad, The Geopolitics of Sovereign Wealth Funds: An introduction, Geopolitics, 2008, Volume 14, Issue 2.
88. Hedge Funds, Leverage, And The Lessons Of Long-Term Capital Management, Report of The President's Working Group On Financial Markets, April, 1999.
89. HFR Capital Hedge Funds Industry Report, 2015.
90. IWG, Sovereign Wealth Funds Generally Accepted Principles and Practices "Santiago Principles", October 2008.
91. International Monetary Fund, *Sovereign Wealth Funds: A Work Agenda, working paper*, Washington, 2008.
92. Lu'ary Minwer Alremawi: *Securities Markets Instruments Globalization and Benefits to Emerging Economies, the Arab Bank review*, Vol 3, n°2, October 2001.
93. Mc Kinsey, The World's New Financial Power Broker, 2007.
94. Mustapha Mekideche, *L'Algérie entre économie de rente et économie de marché*, Alger ; Dahlab , 2000.
95. Nicolas Veron, Les Fonds Souverains Réhabilités par la Crise, La tribune, 7 Janvier, 2008.
96. Sacha Ghai, Marcos Tarnowski and Jonathan TÉTRAULT, Ten tests of a robust investment strategy for emerging markets: A framework for institutional investors, McKinsey & Company, Canadian Office, 2011.
97. OECD, Rapport du comité de l'investissement, 2008.
98. Omar Khelif, *Dynamiques des marchés et valorisation des hydrocarbures*, Alger, CREAD, 2005.
99. *Santiago Principles: 15 Case Studies*, How IFSWF Members implement the Santiago Principles, International Forum of Sovereign Wealth Funds (IFSWF), 2014.
100. Sechel Ioana-Cristina & Ciobanu Gheorghie: Characteristics Of The Emerging Market Economies - BRICS, From The Perspective Of Stock Exchange Markets, 2014.

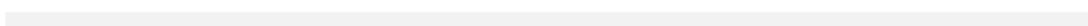
101. Sigbjorn. ATLE. BERG, *le Fonds du pétrole du gouvernement norvégien*, présentation au collège de contrôle et surveillance des Ressources Pétrolières, Norges Bank Investment Management ,26 juin 2003, Norvège.
102. Simone Mezzacopo, the So-Called “Sovereign Wealth Funds”, Regulatory Issues, Financial Stability and Prudential Supervision European Commission, Economic Papers N378, Brussels, 2009.
103. The Secretary Of The Treasury, The Board Of Governors Of The Federal Reserve System, The Securities And Exchange Commission, A Report To Congress In Accordance With § 356(C) Of The USA Patriot Act Of 2001, December 31, 2002.
104. Truman, E, Sovereign Wealth Funds : The Need For Greater Transparency And Accountability, Policy Brief, Peter’s institute for international economics, Washington, 2007.
105. Zhang, M., HE, F, China’s Sovereign Wealth Fund: Weakness and Challenges, Development Economics Working Papers, East Asian Bureau of Economic Research, China, 2009, Volume 17, Issue 1.

### ثالثاً: المواقع الإلكترونية

<a href="http://www.ons.dz">www.ons.dz</a>	الديوان الوطني للإحصائيات	.106
<a href="http://www.mf.gov.dz">www.mf.gov.dz</a>	وزارة المالية	.107
<a href="http://www.bank-of-algeria.dz">www.bank-of-algeria.dz</a>	البنك المركزي الجزائري	.108
<a href="http://www.nbim.no">www.nbim.no</a>	بنك إدارة الاستثمار النرويجي	.109
<a href="http://www.kia.gov.kw">www.kia.gov.kw</a>	هيئة الاستثمار الكويتية	.110
<a href="http://www.qia.qa">www.qia.qa</a>	جهاز قطر للاستثمار	.111
<a href="http://www.swfinstitute.org">www.swfinstitute.org</a>	معهد صناديق الثروة السيادية	.112
<a href="http://www.iwg-swf.org">www.iwg-swf.org</a>	مجموعة العمل الدولية حول صناديق الثروة السيادية	.113
<a href="http://www.imf.org">www.imf.org</a>	صندوق النقد الدولي	.114
<a href="http://www.opec.org">www.opec.org</a>	منظمة الدول المصدرة للنفط	.115
<a href="http://www.oapec.org">www.oapec.org</a>	منظمة الدول العربية المصدرة للنفط	.116



# فهرس الجداول

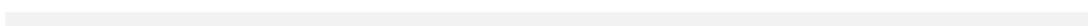


رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
(1-1)	نسبة مساهمة صناديق الثروة السيادية في رسملة المؤسسات المالية المتعثرة خلال الفترة "2008-2007"	17
(2-1)	خسائر صناديق الثروة السيادية لدول الخليج سنة 2008	18
(3-1)	أكبر صناديق الثروة السيادية حسب حجم الأصول المُدارة	30
(4-1)	مكونات معيار الهيكلية لمؤشر ترومان	51
(5-1)	مكونات معيار الحوكمة لمؤشر ترومان	51
(6-1)	مكونات معيار المساءلة والشفافية لمؤشر ترومان	52
(7-1)	مكونات معيار سلوك الصناديق لمؤشر ترومان	53
(8-1)	مبدأ مؤشر لينابيرغ-مادويل للشفافية	53
(1-2)	حجم الأصول المُدارة من قبل صناديق التحوط حسب المنطقة	65
(1-3)	الأهداف الرئيسية للمخططات التنموية الخمسة للجزائر "1989-1967"	121
(2-3)	تطور بعض المؤشرات الاقتصادية الكلية "1988-1985"	124
(3-3)	تطور أهم المؤشرات الاقتصادية في الفترة "2001-1999"	130
(4-3)	التوزيع القطاعي لبرنامج الإنعاش الاقتصادي "2004-2001"	132
(5-3)	التوزيع القطاعي للبرنامج التكميلي لدعم النمو الاقتصادي "2009-2005"	135
(6-3)	التوزيع القطاعي للبرنامج الخماسي "2014-2010"	138
(7-3)	تطور الاحتياطات في الجزائر خلال الفترة "2014-2007"	142
(8-3)	بعض مؤشرات أداء الاقتصاد الجزائري "2014-1999"	145
(9-3)	تطور هيكل الناتج المحلي الإجمالي في الفترة "2014-2004"	148
(10-3)	العلاقة بين معدّل النمو الاقتصادي وقطاع المحروقات في الفترة "2014-2004"	148
(11-3)	تطور الميزان التجاري الجزائري خلال الفترة "2014-2004"	150
(12-3)	تطور هيكل الصادرات في الفترة "2014-2005"	151
(13-3)	تطور هيكل الواردات في الفترة "2014-2005"	152
(14-3)	تطور هيكل الإيرادات العامة في الفترة "2014-2010"	155
(15-3)	تطور هيكل النفقات العامة في الفترة "2014-2010"	157
(16-3)	المسح الزلزالي في الجزائر "2003-1995"	165
(17-3)	تطور نشاط الحفر التطويري والاستكشافي في الجزائر "2006-1995"	166
(18-3)	اكتشافات البترول في الجزائر "2014-1995"	167

168	تطور الاحتياطي المؤكد من النفط الخام خلال الفترة "1990-2014"	(19-3)
170	تطور إنتاج النفط الخام في الجزائر خلال الفترة "1990-2014"	(20-3)
171	تطور صادرات النفط الخام في الجزائر خلال الفترة "1990-2014"	(21-3)
177	مراحل تطور صندوق المعاشات الحكومي -العالمي- خلال الفترة "1990-2014"	(1-4)
184	تطور العائد الحقيقي لمحفظة السندات والأسهم في الفترة "1999-2016"	(2-4)
188	تطور جهاز قطر للاستثمار في الفترة "2000-2014"	(3-4)
192	تطور الهيئة العامة للاستثمار في الفترة "1953-2016"	(4-4)
199	الإطار القانوني، الأهداف والتنسيق مع سياسات الاقتصاد الكلي	(5-4)
200	الإطار المؤسسي وهيكل الحوكمة	(6-4)
200	الاستثمار وإدارة المخاطر	(7-4)
207	نسبة امتثال صناديق الثروة السيادية لمبادئ ستيابو	(8-4)
212	تطور بعض المؤشرات الاقتصادية المرتبطة بأسعار النفط في الفترة "1996-2000"	(9-4)
214	تطور وضعية صندوق ضبط الموارد في الفترة "2000-2014"	(10-4)
215	تطور فائض قيمة الجباية البترولية في الفترة "2000-2014"	(11-4)
217	دور صندوق ضبط الموارد في تمويل عجز الموازنة العامة	(12-4)
218	تطور عمليات الخزينة العمومية في الفترة "2000-2014"	(13-4)
221	دور صندوق ضبط الموارد في تخفيض المديونية العمومية	(14-4)
223	تطور معدلات التضخم في الفترة "2000-2014"	(15-4)
227	مقارنة بين تجارب كل من: الترويج، قطر، الكويت والجزائر في إطار مبادئ ستيابو	(16-4)



# فهرس الأشكال

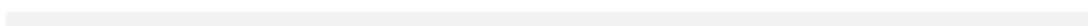


رقم الشكّل	عنوان الشكّل	الصفحة
(1-1)	أنواع صناديق الثروة السيادية	12
(2-1)	التوجهات الجغرافية لصناديق الثروة السيادية	21
(3-1)	التوجهات الجغرافية لصناديق الثروة السيادية	21
(4-1)	التوجهات القطاعية لصناديق الثروة السيادية	22
(5-1)	تطور حجم صناديق الثروة السيادية في الفترة "2015-2007"	29
(6-1)	إجمالي الأصول المدارة من قبل صناديق الثروة السيادية في الفترة "2015-2008"	31
(7-1)	نسبة صناديق الثروة السيادية التي شهدت تغيرا في إجمالي الأصول المدارة في الفترة "2015-2013"	32
(8-1)	نسبة استثمار صناديق الثروة السيادية في كل فئة في الفترة "2014-2013"	32
(9-1)	نسبة صناديق الثروة السيادية حسب مصدر التمويل	33
(10-1)	مواقف مؤسسات النظام المالي العالمي تجاه صناديق الثروة السيادية	39
(1-2)	التوزيع الجغرافي لصناديق التحوط	64
(2-2)	تطور صناعة صناديق التحوط	66
(3-2)	أداء محفظة صناديق التحوط بالنسبة لتوقعات المستثمرين المؤسسيين "2013-2015"	67
(4-2)	الارتباط بين مختلف الاستراتيجيات الاستثمارية لصناديق التحوط	66
(5-2)	نسبة صناديق الثروة السيادية التي تستثمر في صناديق التحوط	71
(6-2)	صناديق الثروة السيادية التي تستثمر في صناديق التحوط؛ حسب المنطقة	72
(7-2)	التفضيلات الإقليمية لصناديق الثروة السيادية التي تستثمر في صناديق التحوط	73
(8-2)	الاستراتيجيات المفضلة لصناديق الثروة السيادية التي تستثمر في صناديق التحوط	74
(9-2)	التوجهات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية التي تستثمر في صناديق التحوط	74
(10-2)	توقعات الناتج المحلي الإجمالي في الأسواق الناشئة والأسواق المتقدمة والعالم "2020-2001"	84
(1-3)	تطور الاحتياطات في الجزائر خلال الفترة "2014-2007"	143
(2-3)	تطور هيكل الإيرادات العامة للدولة في الفترة "2014-2010"	156
(3-3)	تطور هيكل النفقات العامة للدولة في الفترة "2014-2010"	157
(4-3)	تطور الاحتياطي المؤكد من التغطى الخام خلال الفترة "2014-2001"	169
(1-4)	الهيكل التنظيمي لبنك إدارة الاستثمارات الترويجي	179
(2-4)	نسبة السندات المستثمرة من قبل الصندوق حسب المنطقة	181

182	نسبة الأسهم المستثمرة من قبل الصندوق حسب المنطقة	(3-4)
183	استثمارات محفظة السندات حسب التصنيف الائتماني	(4-4)
184	نسبة التعرض للخطر المقابل من القيمة السوقية للصندوق	(5-4)
190	الهيكل التنظيمي لجهاز قطر للاستثمار	(6-4)
194	الهيكل التنظيمي للهيئة العامة للاستثمار "KIA"	(7-4)
207	مؤشر الامتثال لمبادئ سنياغو لسنة 2013	(8-4)
208	مؤشر لينابيرغ-مادويل للشفافية للربع الأول من سنة 2016	(9-4)
214	تطور وضعية صندوق ضبط الموارد في الفترة "2014-2000"	(10-4)
216	تطور فائض قيمة الجباية البترولية في الفترة "2014-2000"	(11-4)
218	دور صندوق ضبط الموارد في تمويل عجز الموازنة العامة	(12-4)
222	نسبة مساهمة صندوق ضبط الموارد في تخفيض المديونية العمومية	(13-4)
237	الهيكل التنظيمي للصندوق السيادي الجزائري	(14-4)
246	مراحل إعداد وتنفيذ استراتيجية الاستثمار في الصندوق السيادي الجزائري	(15-4)
249	أصول المحفظة الاستثمارية للصندوق السيادي الجزائري	(16-4)



# فهرس المحتويات



	إهداء
	شكر وعرهان
	خطة البحث
	قائمة المختصرات
	مقدمة عامة (أ-ي)
	الفصل الأول: مدخل نظري لصناديق الثروة السيادية ومبادئ ستيابو (2-58)
2	تمهيد
23-3	المبحث الأول: مفهوم وأنواع صناديق الثروة السيادية واستراتيجياتها الاستثمارية
3	المطلب الأول: مفهوم صناديق الثروة السيادية وأهميتها وأهدافها
3	أولاً: مفهوم صناديق الثروة السيادية
7	ثانياً: أهمية صناديق الثروة السيادية
7	ثالثاً: أهداف صناديق الثروة السيادية
11	المطلب الثاني: أنواع صناديق الثروة السيادية
11	أولاً: أنواع صناديق الثروة السيادية وفقاً لمصدر دخلها
14	ثانياً: أنواع صناديق الثروة السيادية وفقاً للغرض من نشأتها
15	ثالثاً: أنواع صناديق الثروة السيادية وفقاً لمجال عمل الصندوق
15	رابعاً: أنواع صناديق الثروة السيادية وفقاً لدرجة الاستقلالية
15	المطلب الثالث: الاستراتيجيات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية
15	أولاً: الاستراتيجيات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية
20	ثانياً: تحليل الاستراتيجيات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية
22	ثالثاً: تصنيف الاستراتيجيات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية
40-24	المبحث الثاني: دور صناديق الثروة السيادية في الاقتصاد العالمي
24	المطلب الأول: انعكاسات صناديق الثروة السيادية على الدول المالكة والدول المتلقية
26	أولاً: الأثر الإيجابي لصناديق الثروة السيادية بالنسبة للدول المالكة والدول المتلقية
27	ثانياً: الأثر السلبي لصناديق الثروة السيادية بالنسبة للدول المالكة والدول المتلقية
28	المطلب الثاني: مكانة صناديق الثروة السيادية في الاقتصاد العالمي
35	المطلب الثالث: الموقف الدولي من تحركات صناديق الثروة السيادية
35	أولاً: مبررات المخاوف الدولية من صناديق الثروة السيادية
36	ثانياً: المواقف الدولية من صناديق الثروة السيادية

57-41	المبحث الثالث: مبادئ سننباغو (المبادئ والممارسات المتعارف عليها)
41	المطلب الأول: أهداف مبادئ سننباغو
41	أولاً: مجموعة العمل الدولية
42	ثانياً: أهداف مبادئ سننباغو
44	المطلب الثاني: أطر مبادئ سننباغو
44	أولاً: الإطار القانوني والأهداف والتنسيق مع السياسات الاقتصادية الكلية
46	ثانياً: الأطر المؤسسية وهيكل الحوكمة الخاصة بصناديق الثروة السيادية
47	ثالثاً: أطر الاستثمار وإدارة المخاطر
49	المطلب الثالث: مدى تطبيق مبادئ سننباغو
50	أولاً: مؤشرات قياس مدى الالتزام بمبادئ سننباغو
54	ثانياً: تقييم النزام صناديق الثروة السيادية العالمية بمبادئ سننباغو
58	خلاصة
الفصل الثاني: سياسات ترشيد دور صناديق الثروة السيادية (60-97)	
60	تمهيد
77-61	المبحث الأول: الاستثمار في صناديق التحوط
61	المطلب الأول: مفهوم صناديق التحوط
61	أولاً: نشأة وتعريف صناديق التحوط
68	ثانياً: أهداف صناديق التحوط
69	المطلب الثاني: الاستراتيجيات الاستثمارية لصناديق التحوط
69	أولاً: الاستراتيجية المحايدة للسوق
69	ثانياً: الاستراتيجية الطويلة/ قصيرة المدى
69	ثالثاً: الاستراتيجية القائمة على مراجعة الدمج بين الشركات
70	رابعاً: الاستراتيجيات التي تقودها الأحداث
70	خامساً: الاستراتيجية القائمة على الاقتصاد الكلي العالمي
70	سادساً: صندوق صناديق التحوط
71	المطلب الثالث: حوافز الاستثمار في صناديق التحوط
71	أولاً: صناديق الثروة السيادية التي تستثمر في صناديق التحوط
75	ثانياً: حوافز الاستثمار في صناديق التحوط

98-78	المبحث الثاني: الاستثمار في الأسواق الناشئة
78	المطلب الأول: ماهية الأسواق الناشئة
78	أولاً: مفهوم الأسواق الناشئة
80	ثانياً: مراحل تطوّر الأسواق الناشئة
81	ثالثاً: أهمّية الأسواق الناشئة
82	رابعاً: مكانة الأسواق الناشئة في الاقتصاد العالمي
86	المطلب الثاني: خصائص الأسواق الناشئة
87	المطلب الثالث: استراتيجيات الأسواق الناشئة وحوافز الاستثمار فيها
87	أولاً: استراتيجيات الأسواق الناشئة
98	ثانياً: حوافز الاستثمار في الأسواق الناشئة
115-99	المبحث الثالث: الاستثمار في التنمية المحليّة
99	المطلب الأول: ماهية التنمية المحليّة
99	أولاً: تعريف التنمية المحليّة
101	ثانياً: أهمية وأهداف التنمية المحليّة
102	ثالثاً: أبعاد التنمية المحليّة
103	المطلب الثاني: التنمية المحليّة في الجزائر
103	أولاً: المصادر المالية المستخدمة في تمويل التنمية المحليّة في الجزائر
111	ثانياً: آفاق تمويل التنمية المحليّة في الجزائر
113	المطلب الثالث: صناديق الثروة السياديّة تستثمر في التنمية المحليّة
116	خلاصة
الفصل الثالث: واقع الاقتصاد الجزائري في ظل هيمنة المحروقات (119-173)	
119	تمهيد
111-120	المبحث الأول: تطوّر الاقتصاد الجزائري وسماته منذ الاستقلال
120	المطلب الأول: مرحلة التنمية الاقتصاديّة في ظلّ الاقتصاد الموجه "1985-1962"
120	أولاً: مرحلة الانتظار "1966-1962"
121	ثانياً: مرحلة التصحيح الهيكلي "1985-1967"
122	ثالثاً: تقييم المخطّطات التنموية الخمسة
124	المطلب الثاني: مرحلة الأزمة الاقتصاديّة والتوجّه نحو اقتصاد السوق "1998-1986"
124	أولاً: مرحلة الأزمة الاقتصاديّة "1988-1986"

125	ثانياً: مرحلة الإصلاحات الاقتصادية بالتعاون مع صندوق النقد الدولي "1998-1989"
130	المطلب الثالث: مرحلة تطبيق سياسة الإنعاش الاقتصادي "2014-2000"
131	أولاً: برنامج دعم الإنعاش الاقتصادي: "2004-2001"
134	ثانياً: البرنامج التكميلي لدعم النمو الاقتصادي "2009-2005"
137	ثالثاً: برنامج مواصلة دعم النمو "2014-2010"
157-141	المبحث الثاني: الخصائص الهيكلية للاقتصاد الجزائري
141	المطلب الأول: تطوّر أداء الاقتصاد الجزائري
141	أولاً: الخصائص المرحلية والهيكلية للاقتصاد الجزائري خلال فترة التحوّلات اللبرالية
144	ثانياً: تطوّر أداء الاقتصاد الجزائري
147	المطلب الثاني: الناتج المحلي الإجمالي والميزان التجاري الجزائري
147	أولاً: مميّزات الناتج المحلي الإجمالي
149	ثانياً: هيكل الميزان التجاري
153	المطلب الثالث: خصائص ومميّزات الموازنة العامة في الجزائر
153	أولاً: الخصائص القانونية للموازنة العامة
155	ثانياً: الخصائص الهيكلية للموازنة العامة في الجزائر
171-158	المبحث الثالث: أداء قطاع المحروقات في الجزائر
158	المطلب الأول: الإطار القانوني والتنظيمي لقطاع المحروقات بالجزائر قبل الإصلاحات
158	أولاً: مرحلة نظام الامتيازات "1971-1962"
159	ثانياً: مرحلة التأميمات واحتكار سوناطراك للقطاع "1986-1971"
161	المطلب الثاني: الإصلاحات الاقتصادية في قطاع المحروقات بالجزائر "2010-1990"
161	أولاً: قانون النقد والقرض 1991
163	ثانياً: الإصلاحات الجديدة لقطاع المحروقات خلال الفترة "2010-2005"
164	المطلب الثالث: أداء قطاع المحروقات في الجزائر خلال الفترة "2014-1990"
164	أولاً: تطوّر نشاط الاستكشاف والاحتياطي والإنتاج والتصدير البترولي في الجزائر خلال الفترة "2014-1990"
167	ثانياً: تطوّر احتياطي النفط الخام في الجزائر
169	ثالثاً: تطوّر نشاط إنتاج البترول في الجزائر خلال الفترة "2014-1990"
170	رابعاً: تطوّر نشاط تصدير البترول في الجزائر خلال الفترة "2014-1990"
172	خلاصة

الفصل الرابع: دراسة حالة الانتقال من صندوق ضبط الموارد إلى صندوق سيادي في الجزائر (175-254)	
175	تمهيد
207-176	المبحث الأول: بعض التجارب لصناديق الثروة السيادية في إطار مبادئ سنتياغو
176	المطلب الأول: تجربة صندوق معاشات التقاعد الحكومي -العالمي- الترويجي
176	أولاً: نشأة وتطور الصندوق الترويجي
178	ثانياً: أهداف الصندوق الترويجي
178	ثالثاً: الإطار العام لسياسة الاستثمار
187	المطلب الثاني: تجربة جهاز قطر للاستثمار
187	أولاً: نشأة وتطور جهاز قطر للاستثمار
189	ثانياً: أهداف جهاز قطر للاستثمار واستراتيجياته الاستثمارية
191	المطلب الثالث: تجربة الهيئة العامة للاستثمار
191	أولاً: نشأة وتطور الهيئة العامة للاستثمار
192	ثانياً: أهداف الهيئة العامة للاستثمار واستراتيجياتها الاستثمارية
197	ثالثاً: مدى امتثال الصناديق الثلاثة لمبادئ سنتياغو
233-209	المبحث الثاني: أداء صندوق ضبط الموارد في الجزائر
209	المطلب الأول: ماهية صندوق ضبط الموارد وأهميته
209	أولاً: ماهية صندوق ضبط الموارد
211	ثانياً: أهمية صندوق ضبط الموارد
213	ثالثاً: تطور وضعية صندوق ضبط الموارد
217	المطلب الثاني: دور صندوق ضبط الموارد في الاقتصاد الجزائري
217	أولاً: دور صندوق ضبط الموارد في تمويل عجز الموازنة العامة
221	ثانياً: دور صندوق ضبط الموارد في تخفيض المديونية العمومية
223	ثالثاً: دور صندوق ضبط الموارد في تخفيض معدلات التضخم
224	رابعاً: أثر الأزمات المالية والاقتصادية على صندوق ضبط الموارد
226	المطلب الثالث: تقييم فعالية صندوق ضبط الموارد
231	أولاً: نقائص صندوق ضبط الموارد
232	ثانياً: مبررات إصلاح وتطوير صندوق ضبط الموارد
254-234	المبحث الثالث: سياسات ترشيد دور صندوق ضبط الموارد والانتقال به إلى صندوق سيادي
234	المطلب الأول: الإطار القانوني، الأهداف والتنسيق مع سياسات الاقتصاد الكلي



235	أولاً: ماهية ومجال ونشاط الصندوق
236	ثانياً: الهيكل التنظيمي للصندوق السيادي الجزائري
241	المطلب الثاني: الإطار المؤسسي وهيكل الحوكمة
243	المطلب الثالث: الاستثمار وإدارة المخاطر
255	خلاصة
257	الخاتمة
266	الملاحق
304	فهرس المصادر والمراجع
312	فهرس الجداول
315	فهرس الأشكال
318	فهرس المحتويات
ملخص	

## ملخص

تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على صناديق الثروة السيادية وأهميتها، والوقوف على أداء صندوق ضبط الموارد في الجزائر، ومحاولة وضع خطة تضمن ترشيد دوره والاستغلال الأمثل للفوائض المالية في الجزائر. وقد تبين أن الصندوق قد عانى منذ إنشائه سنة 2000، من اختلالات فيما يخص الهيكل والأهداف؛ حيث اقتصر دوره على تغطية العجز في الميزانية وتخفيض حجم المديونية، كما أن الاعتماد على الجباية البترولية كمصدر رئيس لتمويل هذا الصندوق، جعله في موقف حساس في ظل الأزمة الحالية، بعد اختيار أسعار النفط المفاجئة وغير المتوقعة إلى مستويات جد متدنية. إن العمل على إصلاح الصندوق وتنويع محفظته الاستثمارية بهدف توزيع الخطر؛ من خلال الاستثمار في صناديق التحوط، الأسواق الناشئة والتنمية المحلية، هذه السياسات بالإضافة إلى العمل الجدي على تنويع مصادر تمويل الصندوق ستعمل على ترشيد دوره وتنتقل به إلى صندوق سيادي في الجزائر، يمكن اعتماده كمصدر متجدد للإيرادات يخدم الاقتصاد ويضمن مستقبل الأجيال القادمة.

**الكلمات المفتاحية:** صناديق الثروة السيادية، مبادئ سنتياغو، صناديق التحوط، الأسواق الناشئة، التنمية المحلية، صندوق ضبط الموارد -الجزائر-.

## Summary

This study aims to identify the sovereign wealth funds and their importance and stand on the performance of the Fund for the Regulation of Receipts (FRR) in Algeria. It also attempts to develop a plan to ensure the rationalization of the FRR role and the optimal utilization of financial surpluses in Algeria. It was found that the fund has suffered since its inception in 2000, from imbalances in its structure and objectives. Therefore, the fund's role has always limited to covering the deficit of the budget and reducing the size of the debt. The dependence on oil levy incomes as the main source for financing the fund, put it in a critical position during the current crisis after the unexpected sudden collapse of the oil prices to very low levels. The work on the reform of the fund and the diversification of its investment portfolio in order to distribute the risk; by investing in hedge funds, emerging markets and local development, these policies in addition to the serious work on the diversification of funding sources will work to rationalize its role and transmitted it to a valuable sovereign fund in Algeria, that could be adopted as a renewed source of revenue serves the economy and ensures the future of coming generations.

**Keywords:** Sovereign wealth funds, Santiago principles, Hedge funds, Emerging markets, Local development, the Fund for the Regulation of Receipts (FRR) -Algeria-.