

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي



جامعة فرحات عباس سطيف-1

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية

تحت عنوان:

أثر الحكومة على أداء الصناديق السيادية في الأسواق المالية

- دراسة مقارنة بين صندوق المعاشات الحكومي في النرويج و صندوق خبط الموارد في الجزائر -

من إعداد الطالبة:

زرقطة مريم

تحت إشراف

أ.د. قطاف ليلي

لجنة المناقشة

الاسم واللقب	الرتبة العلمية	الجامعة	الصفة
أ.د. جبار محفوظ	أستاذ التعليم العالي	سطيف -1	رئيسا
أ.د. قطاف ليلي	أستاذة التعليم العالي	سطيف -1	مشرفا ومقررا
أ.د. بن نعمون حمادو	أستاذ التعليم العالي	قسنطينة -2	عضوا
أ.د. روابح عبد الباقي	أستاذ التعليم العالي	قسنطينة -2	عضوا
د. خبابة حسان	أستاذ محاضر قسم أ	سطيف -1	عضوا
د. حميدة مختار	أستاذ محاضر قسم أ	الجلفة	عضوا

السنة الدراسية: 2018/2017

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

إهداء

أهدي هذا العمل

إلى روح والدي الطاهرة رحمه الله وأسكنه فسيح جنانه

إلى روح والدي الطاهرة رحمهما الله وأسكنهما فسيح جنانه

إلى زوجي وابنتي حفظهما الله.....

إلى كل إخوتي وأخواتي كل باسمه.....

إلى كل الأحباب والأصدقاء.....

شكر وتقدير

بفضل الله وعونه تم إنجاز هذا العمل المتواضع الذي أسأل الله عز وجل أن يجعله خالصاً لوجهه الكريم، وببالغ عبارات العرفان أتقدم بالشكر الجزيل إلى

الأستاذة الفاضلة "قطانة ليلي" لتفضلها بالإشراف على هذه الأطروحة

كما أتقدم بالشكر والاحترام لرئيس لجنة المناقشة الأستاذ "جبار محفوظ" على كل النواحي الموجهة للارتقاء بهذا العمل، دون أن أنسى أعضاء لجنة المناقشة على قبولهم مناقشة هذه الأطروحة وجهدهم على قراءتها.

قائمة المختصرات الخاصة بأسماء
الصناديق السيادية

قائمة المختصرات

GPFG : Goverment Penssion Fund Global

FRR : Le fond de régulation des recettes

SAMA : Saudi Arabian Monetary Authority

NZSF : New Zealand Super Fund

AFF : Australian Future Fund

APF : Alaska Permanent Fund

ESSF : Economic and Social Stabilization Fund

HSF : Heritage and Stabilization Fund

GIC : Government Investment Corporation

AHSTF : Alberta Heritage Savings Trust Fund

SOFA : State Oil Fund of Azerbaijan

CIC : China Investment Corporation

KIC : Korea Investment Corporation

ADIA : Abu Dhabi Investment Authority

KIA : Kuwait Investment Authority

RNWF : Russian National Wealth Fund

RRF : Russia Reserve Fund

PF : Pula Fund

ORSFM : Oil Revenues Stabilization Fund of Mexico

QIA : Qatar Investment Authority

FGRE : Future Generations Reserve Fund

LIA : Libyan Investment Authority

FFG : Fund for Future Generations

OSF : Oil Stabilization Fund

NPRF : National Pensions Reserve Fund

المقدمة

إن تزايد اهتمام العالم بالأسواق المالية، جعلها تلعب دورا هاما في تداول رؤوس أموال الشركات وتدعيم مركزها المالي، فاستقرار السوق المالية وحسن أدائها يساعد على تطور حجم المعاملات من ناحية وزيادة عدد الشركات المقيدة من ناحية أخرى، غير أن هذا الاستقرار يلزمه مجموعة من الضوابط ويحتاج إلى الشفافية والإفصاح، سواء من جانب الشركات المقيدة في تلك الأسواق، أو من جانب إدارة تلك الأسواق نفسها.

وبذلك أصبحت الحوكمة من أهم الموضوعات التي توليها المؤسسات والمنظمات الدولية اهتمامها، بل أنها تعد من الموضوعات الملحة على جداول أعمالها، فالحوكمة تساعد على التقليل من المخاطر، وتوفير القدرة على التنافس والتواجد في الأسواق الدولية، وبالتالي الاستفادة مما تفتحه العولمة من أسواق جديدة وجذب لرؤوس الأموال الكافية التي تجنب الشركة الأزمات والاقتصاد الوطني الإخفاق.

وقد أسفرت الأزمة المالية العالمية 2008 على إلقاء المزيد من الضوء والاهتمام بالصناديق السيادية وعلى مكانتها المتنامية في النظام المالي العالمي. فهذه الصناديق قد اكتسبت خبرات مهمة من أزمة الرهن العقاري، إذ تمكنت من استخدامها في النظم الجديدة المعنية بإدارة ورصد المخاطر وزيادة تنويع محافظها المالية وأنشطتها الاقتصادية، وإصلاح تنظيماتها المصرفية وأطرها الرقابية، كما أطلق المجتمع الدولي مبادرات من شأنها تعزيز الهيكل المالي الدولي.

ورغم أن الصناديق السيادية ليست مسؤولة عن الأزمة، إلا أن التخوف من أدوارها المستقبلية زاد من الأعمال المتصلة بوضع إطارا لعملها بما يدعم شفافية أدائها وحوكمتها. إذ بدأ المختصون في وضع الأنظمة والقوانين على المستويين الوطني والعالمي في تطوير سياسات ينتظر منها أن توفر أطرا جديدة للصناديق السيادية كي تعمل على توجيهها، وكانت أهم مبادرة دولية في هذا الصدد مجموعة العمل الدولية للصناديق السيادية، التي شكلها صندوق النقد الدولي بهدف تطوير قواعد وسلوك هذه الصناديق لتعمل ضمن إطار أكثر شفافية وحوكمة، يخدم مصالح الدول المالكة ويبدد مخاوف الدول المتلقية، من خلال وضع مجموعة من المبادئ غير الملزمة، وأصبحت هذه الأخيرة تسمى مبادئ سندياغو.

ونتيجة لاعتماد مبادئ سندياغو ونشرها في أكتوبر 2008، أمكن معرفة الكثير عن هذه الصناديق وفهمها على نحو أفضل مقارنة بما كان عليه الوضع سابقا، ولكن لا يزال هناك الكثير من القضايا الغامضة عن الاستراتيجيات الاستثمارية لبعض الصناديق السيادية في الأسواق المالية، وهذا ما أدى إلى ظهور مؤشرات أخرى تقيس أداءها من حيث تطبيقها لمبادئ الحوكمة كالشفافية والإفصاح والسلوك وغيرها.

وتعتبر حوكمة الصناديق السيادية مسألة حاسمة للأطراف المعنية، ومن المسلم به أن جوانب كثيرة من الحوكمة قابلة للتطبيق بوجه عام، فالمبادئ العامة المتعلقة بالوظائف الرئيسية للملكية، ودور أصحاب المصلحة والإفصاح والشفافية، وتدفق المعلومات بين الإدارة العليا ومجلس الإدارة وتحديد مسؤولياته، كلها مبادئ يمكن تطبيقها على الصناديق السيادية. واستنادا لما سبق يتعين على هذه الصناديق أن تضمن وجود عمليات كافية لإدارة المخاطر، والموارد البشرية والنظمية لأغراض مراقبة وإدارة المخاطر المالية والتشغيلية على نحو سليم. وبحثنا هذا هو محاولة لإبراز أهمية حوكمة الصناديق السيادية في النظام المالي العالمي ودورها في تحسين أداء هذه الصناديق وتمويل اقتصاديات الدول المالكة لها، عن طريق دراسة تجربة النرويج التي تعتبر الرائدة في هذا المجال، وتعتبر الإستراتيجية التي تتبعها في تسيير موارد صندوقها السيادي نموذجية، ومحاولة الاستفادة منها لتفعيل دور صندوق ضبط الموارد في الجزائر وتحسين أدائه في استخدام العوائد النفطية للدفع بالاقتصاد الجزائري إلى التنوع وتحقيق التوازن الاقتصادي المطلوب، وذلك عن طريق استعراض تجربة الجزائر ومقارنتها بتجربة النرويج من أجل اكتشاف أوجه التشابه والاختلاف بينهما وكذلك تدارك النقائص التي تتميز بها التجربة الجزائرية وتصحيحها.

أولاً- إشكالية البحث:

تساعد معايير الحوكمة الواضحة والسليمة، على توفير الضوابط التي تدعم وتعزز الاستقلالية التشغيلية في إدارة عمليات الصندوق السيادي، وإن توفير معلومات مالية منتظمة يقدم صورة موثوقة عن أداء هذا الصندوق، ويقوي المساءلة وتعزيز الثقة في البلدان المتلقية لاستثماراته.

وفي هذا السياق تتمحور إشكالية هذا البحث في:

ما هو أثر الحوكمة على أداء صناديق الثروة السيادية في الأسواق المالية ؟

ومن هذا السؤال الرئيس تتفرع مجموعة من التساؤلات الفرعية ينتظر من البحث أن يجيب عليها:

- 1- ما الهدف من إنشاء الدول لصناديق الثروة السيادية ؟
 - 2- هل هناك علاقة بين أداء صناديق الثروة السيادية ومؤشرات الحوكمة ؟
 - 3- ما مدى التزام الدول المالكة للصناديق السيادية في تطبيق معايير الحوكمة ؟
 - 4- ماهي المعايير والأسس الواجب توفرها في صناديق الثروة السيادية حتى يتم الوصول إلى نموذج أكثر شفافية وكفاءة وفعالية، وهل هناك نموذج ناجح يمكن للدول العمل به ؟
 - 5- هل يطبق صندوق ضبط الموارد في الجزائر معايير الحوكمة، وما مدى نجاحه، وهل يمكن الاستفادة من تجربة النرويج في هذا المجال ؟
- ولإجابة على التساؤلات الفرعية السابقة يمكن صياغة الفرضيات التالية:

- 1- تقوم العديد من الدول بإنشاء صناديق ثروة سيادية لحماية اقتصادياتها من خطر الصدمات الخارجية وتحسبا لنضوب الثروات الطبيعية مستقبلا.
- 2- الالتزام بقواعد الحوكمة يساعد في الحفاظ على مناخ استثماري منفتح ومستقر للصناديق السيادية.
- 3- الامتثال لمعايير الحوكمة غير متساو بين الدول المالكة لصناديق الثروة السيادية.
- 4- إن نجاح صندوق الثروة السيادية وتحسن أدائه مرتبط بتوفر مجموعة من الأسس.
- 5- يعتبر إنشاء صندوق ضبط الموارد في الجزائر خطوة إيجابية يمكن الاستفادة منها لتوفير مصدر تمويل مستدام لمختلف السياسات والبرامج التنموية. إلا أنه لا يمثل لمعايير الحوكمة.

ثانيا - أهداف البحث:

يهدف البحث إلى استكشاف معالم الدور المتوقع والمنشود من حوكمة الشركات في توجيه وتنظيم أداء الصناديق السيادية وذلك من خلال الأهداف التالية:

- تحديد مدى كفاءة وفعالية الصناديق السيادية، واستبيان مزاياها وعيوبها.
- إظهار دور الحوكمة في تحديد التسيير الأفضل للصناديق السيادية وتعزيز مصداقيتها.
- إظهار مدى تأثير الحوكمة على زيادة استثمارات الصناديق السيادية.
- إظهار مدى تأثير الحوكمة على تبديد المخاوف الدولية بشأن استثمارات الصناديق السيادية في الأسواق المالية.
- إظهار مدى مساهمة الحوكمة في تحقيق الاستقرار والازدهار للأسواق المالية العالمية.
- إظهار دور الحوكمة في تقليل المخاطر، ورفع الثقة بين الدول المتنافية والدول المالكة للصناديق السيادية.

ثالثا - منهج البحث:

اختبارا لفرضيات البحث السابقة الذكر فإنه سيتم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي في معظم أجزائه. كما سيمكننا البحث من استخدام المنهج المقارن في أكثر من موضع، وذلك للتوضيح أكثر لبعض المسائل، أو لتشخيص أعمق لبعض التجارب.

من جهة أخرى سيتبع الباحث الأسلوب الاستقرائي للتوصل إلى نتائج الدراسة، من خلال استقراء الآراء من المنظمات الدولية أو من التقارير التي تصدرها بعض الصناديق السيادية أو من الباحثين والمختصين في هذا المجال، إضافة إلى دراسة وتحليل مؤشرات الحوكمة ومؤشرات الامتثال لمبادئ سندياغو، والإطلاع على واقع تطبيق هذه المبادئ في صندوق ضبط الموارد الجزائري ومقارنته بصندوق المعاشات الحكومي النرويجي الرائد في هذا المجال.

رابعاً - حدود البحث:

سيقتصر بحثنا على دراسة تجربة صندوق المعاشات الحكومي في النرويج باعتباره بلدا رائدا في هذا المجال، ودراسة وتقييم تجربة صندوق ضبط الموارد في الجزائر ومقارنتها بالنرويج لاستخلاص الدروس والاستفادة منها. أما فيما يخص الحدود الزمنية فهي مرتبطة بمعطيات ونشأة كل صندوق.

خامساً - الدراسات السابقة:

1. دراسة إدوين ترومان (2009) "مشروع الممارسات الأمثل لصناديق الثروة السيادية" بحث منشور في مجلة الاقتصاد المالي الصادرة عن جمعية الاقتصاد المالي الفرنسية، عدد خاص بصناديق الثروة السيادية صمم الباحث مؤشر خاص لتصنيف وقياس أداء صناديق الثروة السيادية، وعلى ضوء نتائج التصنيف يقترح الباحث مجموعة من الممارسات التي تساهم في تحسين حوكمة وأداء صناديق الثروة السيادية.

2. دراسة بوفليخ نبيل (2011) " دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية الواقع والأفاق مع الإشارة إلى حالة الجزائر"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، قام الباحث بدراسة مجموعة من الصناديق السيادية لمجموعة من الدول، وكذلك صندوق ضبط الموارد في الجزائر لتوضيح دور هذه الصناديق في تمويل اقتصاديات الدول النفطية، وقد خلصت الدراسة إلى توفر صناديق الثروة السيادية النفطية على قدرات تمويل عالية تمكنها من تمويل اقتصاديات الدول النفطية عن طريق رفع مستوى ملاءتها المالية، وتوفير مصدر تمويل بديل عن مصادر التمويل الأجنبية، مما يؤدي إلى التخلص من مشكلة المديونية، كما تساهم في الحفاظ على الاستقرار الاقتصادي وتعزيز قدرة الاقتصاد على التصدي لمختلف الأزمات الاقتصادية.

3. دراسة فاطمة الزهراء طاهري وعيساوي سهام (2012) "دور حوكمة الشركات في الرفع من كفاءة السوق المالية" ملنقى وطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، جامعة بسكرة. وقد خلصت الدراسة إلى أن الحوكمة تضمن للأفراد قدرا مناسباً من الربحية على الاستثمارات وسلامة للأداء ومن ثم تدعيم واستقرار الأسواق المالية وتقديم المجتمعات، كونها تؤدي إلى تقليل المخاطر وتحفيز الأداء وتحسين القدرة على تسويق المنتجات والخدمات، بما يضمن زيادة الشفافية في الإفصاح عن المعلومات لكافة المتعاملين في الأوراق المالية، وبذلك تمثل الحوكمة الدعامة الأساسية لنجاح السوق وتفعيل أدائه وكفاءته.

4. دراسة فرج شعبان ومريم دباغي (2015) "صناديق الثروة السيادية ومساهمتها في رسم المشهد المالي العالمي"، الملتقى الدولي الثالث حول موقع صناديق الثروة السيادية ضمن النظام المالي العالمي ودورها في تحقيق الاستقرار، جامعة خميس مليانة الجزائر، فقد هدفت لإعطاء إطار نظري عن الصناديق السيادية

وتوضيح مكانتها وأهميتها ومدى مساهمتها في النظام المالي العالمي، كما عرضت الدراسة مواقف الدول المستقبلية لاستثمارات هذه الصناديق وعدد من المؤسسات المالية الدولية، وبينت أن هناك اتجاهين في هذا الصدد، ينحى الأول إلى التحفظ والتخوف من هذه الصناديق، والثاني وهو موقف غالبية المنظمات الدولية حيث ترحب بدور الصناديق السيادية بشرط التزامها بمبادئ وقواعد تضبط نشاطها وسلوكها الاقتصادي.

5. دراسة نصير أحمد وفرحات سليمان زواري (2015) "دراسة تحليلية لمدى امتثال صناديق الثروة السيادية لمبادئ سانتياغو"، بحث مقدم في المؤتمر الأول "السياسات الاستخدامية للموارد الطاقوية بين متطلبات التنمية القطرية وتأمين الاحتياجات الدولية"، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة سطيف1، الجزائر، جاءت الدراسة لإبراز مدى امتثال صناديق الثروة السيادية لمبادئ سانتياغو التي جاءت على إثرها ضرورة حوكمة هذه الصناديق بما يتلاءم ومتطلبات الأسواق المالية، وخلصت الدراسة إلى أنه هناك تباين بين الدول محل الدراسة في درجة الامتثال لمبادئ سانتياغو، وأن الصناديق السيادية العربية امتثالها ضعيف وهي بحاجة للعمل أكثر من أجل تحسين أدائها حتى تستطيع تحقيق هدفها وتنويع مصادر دخل اقتصادها.

6. دراسة عبد أحمد ياسين وآخرون (2016) "دور الصناديق السيادية في استثمار الفوائض النفطية" بحث منشور في مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 49، هدفت الدراسة لتوضيح الإطار المفاهيمي للصناديق السيادية وإبراز دورها في الحفاظ على موارد الثروة النفطية للمستقبل، وقد توصلت إلى أن للصناديق السيادية آثار قوية ومتشعبة في الاقتصاد المحلي وفي السوق المالية الدولية، كما ساهمت هذه الصناديق في إعادة رسملة المؤسسات المالية المتعثرة، وكان لها دور ملموس في تحقيق الاستقرار المالي خلال الأزمة المالية العالمية في عام 2008.

ويمكن القول أن هذه الدراسات قد تنوعت أهدافها ومناهجها، بين دراسات تبحث في مدى ارتباط الصناديق السيادية وتأثيرها بالأزمة المالية العالمية (2008)، وبين أخرى تتناول مدى ارتباطها بالسلع الأولية وبخاصة النفط، وبين اتجاه ثالث يهدف لتحليل آثارها سواء في الاقتصاد الدولي أو اقتصاد دولة محددة، ولذا فإن هذه الدراسة تشترك مع عدد من هذه الدراسات في تعريف الصناديق السيادية ونشأتها وتطورها وأنواعها وأهدافها، وتختلف عنها بأنها تتعرض للصناديق السيادية في الجزائر والنرويج، كما أنها تتميز بتحليل أثر الحوكمة على أداء الصناديق السيادية لهتين الدولتين حسب مؤشرات الأداء الدولية، وتعمل على استخلاص الدروس وتقديم المقترحات التي تساعد في الوصول إلى الهدف المنشود.

سادسا - مضمون البحث:

سيتم تقسيم البحث إلى مقدمة وأربعة فصول على النحو التالي:

- الفصل الأول بعنوان: **المفاهيم الأساسية للحوكمة وحوكمة صناديق الثروة السيادية**، من خلال التطرق إلى الإطار العام للحوكمة، والإطار المفاهيمي لحوكمة الشركات. ومن ثم التعرض لحوكمة صناديق الثروة السيادية.

- الفصل الثاني تحت عنوان: **تأثير الحوكمة على كفاءة الأسواق المالية**، بالتطرق إلى شرح مفصل للأسواق المالية ومتطلبات كفاءتها، ثم دراسة دور الحوكمة في الرفع من هذه الكفاءة، وأخيرا تطبيقات الحوكمة في بيئة الأعمال الدولية.

- الفصل الثالث ويحمل عنوان: **واقع صناديق الثروة السيادية وإستراتيجياتها الاستثمارية**. نستعرض فيه الإطار المفاهيمي لصناديق الثروة السيادية من خلال التطرق لطبيعة الصناديق السيادية، أهميتها، أهدافها مميزاته، وأنواعها ثم نتطرق للاستراتيجيات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية وموقف الدول الغربية منها وأخيرا استثمارات الصناديق السيادية في الأسواق المالية العالمية وعرض بعض التجارب الدولية.

- الفصل الرابع تحت عنوان: **دراسة مقارنة بين صندوق المعاشات الحكومي النرويجي وصندوق ضبط الموارد في الجزائر**. سنقوم فيه بعرض وتقييم تجربة صندوق المعاشات الحكومي النرويجي، ثم عرض وتقييم صندوق ضبط الموارد في الجزائر واستخلاص مزايا ونقائص هذا الصندوق، وأخيرا تقييم ومقارنة حوكمة الصندوقين حسب مؤشرات الأداء الدولية، واستخلاص الدروس المستفادة من تجربة النرويج وإمكانية تطبيقها في الجزائر.

خطة الفصل الأول: المفاهيم الأساسية للحوكمة وحوكمة صناديق الثروة السيادية

تمهيد

المبحث الأول: الإطار العام للحوكمة

1. مفهوم الحوكمة
2. أطراف وعناصر الحوكمة
3. معايير الحوكمة
4. مستويات الحوكمة

المبحث الثاني: الإطار المفاهيمي لحوكمة الشركات

1. ماهية حوكمة الشركات
2. الإطار التنظيمي لحوكمة الشركات
3. أهمية وأهداف حوكمة الشركات
4. معايير حوكمة الشركات

المبحث الثالث: حوكمة صناديق الثروة السيادية

1. دور مبادئ سندياغو في تعزيز حوكمة صناديق الثروة السيادية
2. مؤشرات قياس أداء حوكمة صناديق الثروة السيادية
3. أهمية حوكمة صناديق الثروة السيادية

خلاصة الفصل

تمهيد

إن الاستثمار العالمي في أسواق المال يمر بمرحلة من التزايد، وذلك يحتم على الدول والمؤسسات إتباع أسس وسياسات تحكم عملها كمبادئ الحوكمة. وفي هذا الصدد فقد تطرق العديد من الاقتصاديين والمحللين والخبراء إلى أهمية ومدى تأثير مفهوم الحوكمة في العديد من النواحي الاقتصادية والقانونية والاجتماعية الهادفة إلى صالح الأفراد والمؤسسات والمجتمعات ككل، بما يعمل على تحقيق التنمية الشاملة في كل من الدول المتقدمة والناشئة على حد سواء.

والحوكمة هي منظومة لضمان الإدارة الرشيدة في الشركات والمؤسسات أو الحكم الرشيد على مستوى الحكومات والدول، وتتناول الحوكمة طبيعة العلاقة التعاقدية بين الأطراف المعنية وأصحاب المصالح بالشركة أو الدولة والتي تحدد حقوق وواجبات كل منهم.

فيعد موضوع الحوكمة من أهم الموضوعات المعاصرة التي تهتم الحكومات ومنظماتها المعنية بشؤون المواطن والمصلحة العامة، وقد شكل هذا الموضوع اتجاهاً مستقبلياً جديداً، إذ ظهرت رؤية فلسفية جديدة تؤكد على أهمية الإصلاح المجتمعي، من خلال تطبيق الحوكمة في جميع مؤسسات الدولة. والحوكمة باختصار يمكن أن تمثل إشراك جميع الأطراف في مؤسسات الدولة في عملية صنع السياسة العامة، أي لا يكون القرار مقتصرًا على مجموعة معينة في المؤسسة الواحدة، وكذلك توفير المعلومات لجميع الأطراف ذات العلاقة للمواطنين بشفافية ووضوح، وتحديد مسؤولية وحقوق المسؤولين وواجباتهم عن إدارة الدولة أو المؤسسة وذلك لتجنب حدوث حالات الفساد الإداري سواء على مستوى الدولة أو على مستوى المؤسسات.

من جهة أخرى تعاضد الاهتمام في الآونة الأخيرة بمفهوم حوكمة الشركات في العديد من الاقتصاديات المتقدمة والناشئة، خاصة بعد انضمام العديد من الدول في عضوية منظمة التجارة العالمية، والاتفاقيات الأوروبية والدخول في اتفاقيات تجارية حرة مع الكثير من الدول، كل ذلك أوجد مقدارا كبيرا من المنافسة فيما بين الشركات على المستويين المحلي والعالمي من حيث التسويق والخدمات والقدرة على الحصول على مصادر التمويل.

وفي ظل نمو صناديق الثروة السيادية وزيادة دورها على مستوى الأسواق المالية العالمية، وزيادة المواقف الراضية لنشاطها بفعل مخاوف الدول المتلقية لاستثماراتها، عمل صندوق النقد الدولي مع منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية على إيجاد آليات تمكن من إدماج هذه الصناديق ضمن قواعد النظام المالي العالمي، وبذلك ازداد الاهتمام بحوكمة الصناديق السيادية وقياس أدائها ومدى شفافية المعلومات الصادرة عنها باستخدام مجموعة من المؤشرات الدولية.

ويحمل هذا الفصل في ثناياه ما يلي:

أولا الإطار العام للحوكمة، من خلال التطرق لمفهوم الحوكمة والعناصر المكونة لها ومعاييرها ومستوياتها، في حين يبين المبحث الموالي الإطار المفاهيمي لحوكمة الشركات وأهميتها وأهدافها ومختلف المعايير التي وضعتها المنظمات والمؤسسات الدولية، أما المبحث الثالث فيحاول التطرق لحوكمة الصناديق السيادية ومؤشرات قياسها.

المبحث الأول: الإطار العام للحوكمة

لقد عرف موضوع الحوكمة استخداما واسعا من طرف الجهات الحكومية والمنظمات، أسلوب وطريقة الحكم والقيادة، أي تسيير شؤون منظمة قد تكون دولة، مجموعة من الدول، منطقة، مجموعات محلية مؤسسات عمومية أو خاصة، وبذلك أصبحت شرطا أساسيا وجوهريا للنهوض بالتنمية الاقتصادية والاجتماعية والبشرية، كما تعتبر أداة فعالة لمواجهة التحديات التي تواجه الدولة والمجتمع في ظل عجز أنظمة الحكم التي أثبتت النتائج فشلها، وذلك لما توفره من بيئة ملائمة وسليمة عن طريق آليات سياسية من سيادة القانون والشفافية والمساءلة والمشاركة، فهي عملية تتكيف مع المعطيات المتجددة التي يوفرها المجتمع الدولي الناتجة عن العولمة، وما خلفته من آثار اجتماعية اقتصادية، سياسية، وثقافية.

1. مفهوم الحوكمة

تطرح المفاهيم في العلوم الاجتماعية عدة إشكاليات خاصة المفاهيم التي يتم ترجمتها من اللغة الإنجليزية أو الفرنسية إلى اللغة العربية، وهذه الإشكاليات تبدأ أولا في عدم وجود ترجمة واحدة متفق عليها للعديد من المفاهيم، فضلا عن عدم وجود ترجمة حرفية باللغة العربية تعكس نفس المعنى أو الدلالات التي تعكسها باللغة الإنجليزية أو الفرنسية، وهذا ما نجده بالنسبة لمفهوم "Governance"، حيث لوحظ وجود عدة ترجمات لا تعكس دلالات المفهوم وأهدافه، وذلك راجع إلى تنوع وجهات النظر حوله، بحسب المنطلقات والتوظيفات المراد استخدام المفهوم عبرها، ويمكن أن نحصى في هذا الإطار العديد من الترجمات، كترجمة المفهوم إلى "الحاكمية"، "الحوكمة"، "الحكم"، "إدارة الحكم"، "الحكم الراشد"، "الإدارة المجتمعية"... إلخ، وقد اعتمدنا في دراستنا على مصطلح "الحوكمة" باعتباره مصطلحا شاملا ومستعملا على نطاق واسع من طرف أغلب الباحثين.

1.1. تعريف المنظمات العالمية لمفهوم الحوكمة

تعرف الحوكمة انطلاقا من عدة اعتبارات و رؤى تختلف من باحث أو مفكر إلى آخر، أو من مؤسسة إلى أخرى، و هذا حسب التوجهات والاهتمامات لكل منها. وكان أول استخدام لهذا المصطلح في المؤسسات المالية، ثم تدريجيا دخل الاهتمام السياسي، إذ أصبح من الاهتمامات الكبرى في الخطابات السياسية خاصة في ميدان التنمية الشاملة¹. وسنحاول فيما يلي رصد أهم التعاريف حول هذا المصطلح:

¹ زين العابدين معو، مبروك ساحلي، سياسات التشغيل في الجزائر وسبل حوكمتها، مجلة دفاتر السياسة والقانون، العدد 11، جوان 2014، ص 149.

ركز البنك الدولي في أول طرح له لمفهوم الحوكمة (الحكم الراشد) على أهمية توافر بعدين أساسيين وهما البعد الإداري والبعد الاقتصادي، دون التركيز على البعد السياسي، فعرفها أول مرة سنة 1989 على أنها: "ممارسة السلطة السياسية لإدارة شؤون الدولة"¹، ثم مع بداية التسعينات أعطى للبعد السياسي للمفهوم أهمية، حيث حاول خبراء البنك الدولي إعطاء تعريفات أخرى أكثر دقة، فعرفوها في التقرير الصادر عن البنك عام 1992 بعنوان "الحكم والتنمية" على أنها: "الطريقة التي يمارس بها السلطة لأجل زيادة كفاءة الموارد الاقتصادية والاجتماعية لأي بلد من أجل التنمية"². فمن خلال التعريف نجد أن البنك الدولي يرى أن الحوكمة الجيدة هي مرادف لتسيير اقتصادي جيد، وذلك ردا على العديد من الانتقادات الموجهة من طرف المجموعة الدولية للتنمية، والتي ترى في أن الإصلاحات الهيكلية الموجهة من الأعلى نحو الأسفل ستؤدي إلى فراغ مؤسساتي بدلا من تعبئة إمكانيات وطاقات المجتمع³. كما ينطلق البنك الدولي من فكرة تطوير المؤسسات، وسلوكات الأفراد والمنظمات عن طريق العمليات التي تمارس من خلالها السلطة في بلد ما وعليه يتضمن تعريف البنك الدولي⁴:

- العملية التي يتم من خلالها اختيار الحكومات وكذا مساهمتها ومراقبتها وتغييرها.
- قدرات الحكومة لإدارة الموارد بفعالية، وصياغة ووضع تشريعات جديدة.
- احترام المؤسسات التي تحكم التفاعلات الاقتصادية والاجتماعية.
- الحوكمة أساس لخلق وإدامة البيئة للتنمية التي تتسم بالقوة والعدالة، مثلما هي مكمل أساسية للسياسات الاقتصادية، عن طريق تفعيل فكرة تطوير الإدارة، وضرورة الإصلاحات القانونية والزاميتها وإشراك أكبر قدر من المستفيدين والمتأثرين بتصميم وتنفيذ المشاريع.

ويعرف برنامج الأمم المتحدة الإنمائي (UNDP*) الحوكمة الجيدة بأنها: "ممارسة السلطات الاقتصادية، السياسية والإدارية من أجل إدارة الشؤون العامة عند كل المستويات. وهي تشمل الآليات والإجراءات والمؤسسات التي تدور مصالح المواطنين حولها، ممارسة حقوقهم المشروعة، أداء واجباتهم وإدارة خلافاتهم"⁵. وبذلك يعتبر البرنامج أن الحوكمة الجيدة تعكس حالة تقدم الإدارة وتطورها، من إدارة تقليدية إلى إدارة تتجاوب مع متطلبات المواطنين وتستخدم الآليات والعمليات المناسبة لتحقيق الأهداف المرجوة من

¹ شعبان فرج، الحكم الراشد كمدخل حديث لترشيد الإنفاق العام والحد من الفقر دراسة حالة الجزائر (2000-2010)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، 2012، ص 8.

² The World Bank, Governance and Development, Washington D.C, 1992, p3.

³ زايري بلقاسم، الحكم الاقتصادي الرشيد والكفاءة الاقتصادية، مداخلة ضمن ملتقى دولي حول "الأداء المتميز للمنظمات والحكومات" كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة ورقلة، 8-9 مارس 2005، ص 92.

⁴ The World Bank Group, "Governance and Anti- Corruption"? Center of the World Bank Institute, Program Overview, 2004, over site "www.worldbank.org/wbi.governance".

* UNDP : United Nations Development Programme.

⁵ PNUD, Governance for Sustainable Development, a UNDP Policy Document, New York, 1997.

المشاريع والبرامج التنموية بشفافية ومسؤولية، وعلى هذا الأساس فإن الحوكمة الجيدة تعبر عن المشاركة الشفافية والمسؤولية كما تعبر أيضا عن الفعالية والعدالة، حيث تقوم بترقية المستوى الاجتماعي في إطار القانون وللحوكمة ثلاثة ركائز: اقتصادية، سياسية وإدارية، كما تضم الدولة، القطاع الخاص ومؤسسات المجتمع المدني. ويمكن شرح ركائز الحوكمة حسب هذا التعريف كالتالي¹:

- **الركيزة الاقتصادية:** تتضمن عمليات صنع القرار المتعلقة بصياغة وتكوين السياسات.

- **الركيزة السياسية:** تتضمن عمليات صنع القرار التي تؤثر على أنشطة الدولة الاقتصادية وعلاقاتها بالاقتصاديات الأخرى.

- **الركيزة الإدارية:** تتضمن النظام الخاص بتنفيذ هذه السياسات.

وتعرف منظمة الشفافية الدولية الحوكمة بأنها: "الغاية الحاصلة من تكاتف جهود كل من الدولة والقطاع الخاص والمجتمع المدني، ومختلف المواطنين في مكافحة ظاهرة الفساد، بداية من جمع المعلومات وتحليلها ونشرها لزيادة الوعي العام حول الظاهرة، وخلق آليات تمكن من هذه الأطراف من القضاء على الظاهرة أو على الأقل التقليل منها"².

أما منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية فتعرف الحوكمة على أنها: "استخدام السلطة السياسية وممارسة الرقابة في المجتمع بهدف إدارة الموارد من أجل تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية بمشاركة الأطراف المجتمعية الأخرى"³. وعليه فالحوكمة حسب هذه المنظمة هي قيم تضبط ممارسة السلطة السياسية باتجاه تنموي، ويتطلب ذلك ما يلي⁴:

- تحقيق العدالة الاجتماعية.

- تحديد الحد الأدنى لمستوى معيشة كافة المواطنين وتحقيق مستوى من الحياة الكريمة لهم.

- تطوير موارد الدولة وتنميتها.

- تنمية طويلة الأجل على أجيال متعددة (تنمية مستدامة).

- النزاهة والمساءلة بواسطة الناس.

- احترام المصلحة العامة.

¹ زين العابدين معو، مبروك ساحلي، مرجع سابق، ص 149.

² نبيل البابلي، الحكم الرشيد الأبعاد والمعايير والمتطلبات، المعهد المصري للدراسات (تقارير سياسية)، يناير 2018، ص 2.

³ سايح بوزيد، دور الحكم الرشيد في تحقيق التنمية المستدامة بالدول العربية حالة الجزائر، رسالة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان، 2013، ص 130.

⁴ نفس المرجع.

2.1. تعريف الباحثين لمفهوم الحوكمة

أدى طرح مفهوم الحوكمة في أدبيات المؤسسات الدولية، إلى العديد من الدراسات الأكاديمية من طرف الباحثين كل حسب تخصصه للوصول إلى تعريف أكثر شمولاً ووضوحاً، ومن أهم هذه التعريفات ما يلي:

عرف " **Marcou, Rangeon et Thiebault** " الحوكمة على أنها: "الأشكال الجديدة والفعالة بين القطاعات الحكومية، والتي من خلالها يكون الأعوان الخواص، والمنظمات العمومية والجماعات أو التجمعات الخاصة بالمواطنين أو أشكال أخرى من الأعوان، يأخذون بعين الاعتبار المساهمة في تشكيل السياسة"¹.

كما عرف " **Francois xavier Merrien** " الحوكمة بأنها: "تتعلق بشكل جديد من التسيير الفعال بحيث أن الأعوان من كل طبيعة كانت، وكذلك المؤسسات العمومية تشارك بعضها البعض، وتجعل مواردها وبصفة مشتركة وكل خبراتها وقدراتها وكذلك مشاريعها، لتخلق تحالفاً جديداً للفعل القائم على تقاسم المسؤوليات"².

أما " **R.A.Rohdes** " فقد حاول تصنيف التعريفات التي تتناول مفهوم الحوكمة إلى ستة محاور يمكن تلخيصها على النحو التالي³:

1- **المحور الأول:** يدرس العلاقة بين آليات السوق من جهة، والتدخل الحكومي من جهة أخرى فيما يتعلق بتقديم الخدمات العامة، وعادة ما يعكس هذا الاتجاه الحد من التدخل الحكومي، وضبط النفقات العامة والاتجاه نحو الخصوصية، كمؤشرات للتعبير عن عدم تدخل الحكومة إلا عند الضرورة.

2- **المحور الثاني:** يتحدث عن الحكم الراشد من خلال التركيز على المنظمات الخاصة، ومنظمات الأعمال بالذات عند الحديث عن مصطلح حوكمة الشركات، في هذا السياق يركز على مطالب العملاء، كما يركز على كيفية عمل النظام داخل المنظمة نحو تحقيق مصالح المنتفعين.

¹ الأخضر عزي، غالم جلطي، قياس قوة الدولة من خلال الحكم الراشد (إسقاط على التجربة الجزائرية)، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 21، مارس 2005. متوفر على الموقع الإلكتروني "2018/8/2" : http://arbiboumediene.blogspot.com/2012/03/blog-post_625.html

² نفس المرجع.

³ سايح بوزيد، مرجع سابق، ص 133.

3- **المحور الثالث:** يعبر عن اتجاه الإدارة الحكومية الجيدة والقائم على إدخال أساليب إدارة الأعمال في المنظمات العامة، وإدخال القيم الجديدة مثل المنافسة، قياس الأداء، التمكين، معاملة متلقي الخدمة.

4- **المحور الرابع:** يعتبر الحكم الراشد (الحوكمة) للدولة امتدادا للمحور الثالث ويزيد عملية الربط بين الجوانب السياسية والإدارية، وعادة ما يربط هذا المحور الأبعاد السياسية للمفهوم والمحددة في منظومة القيم الديمقراطية من جانب مؤشرات شرعية النظام، والمؤشرات المادية من جانب آخر. ويشمل هذا المحور استخدام البنك الدولي للمفهوم عام 1991 والتنبيه على السياسات المرتبطة به، مثل الإصلاح الإداري وتقليص حجم المؤسسات الحكومية، وتشجيع الاتجاه نحو القطاع الخاص، وتعظيم دور المنظمات غير الحكومية.

5- **المحور الخامس:** يعبر عن وضع وإقامة السياسات العامة، وهي محصلة للتفاعلات الرسمية وغير الرسمية بين عدد من الفاعلين (الحكومة، القطاع الخاص، المجتمع المدني) على المستويين المحلي والمركزي بصفة تشاركية، حيث لم تعد الحكومة الفاعل الوحيد وأن هناك مساواة في الأدوار بين الفاعلين.

6- **المحور السادس:** يرى أن جوهر الحكم الراشد (الحوكمة) يتمثل في إدارة مجموعة من الشبكات المنظمة في عدد من الأجهزة والمنظمات، من خلال العمل على تكامل العناصر التالية:

- التنسيق بين المنظمات الحكومية، ومنظمات قطاع الأعمال الخاص والمنظمات غير الحكومية.
- عدم ثبات ووضوح الحدود بين أنشطة مختلف المنظمات.
- استناد قواعد التفاعل بين مختلف المنظمات إلى التفاوض.
- تمتع مختلف الأعضاء في هذه الشبكة بدرجة عالية من الاستقلال.
- قدرة الدولة على توجيه أعضاء الشبكة بما لها من موارد.

ومن خلال التعاريف السابقة يمكن استخلاص النتائج التالية:

- أن مفهوم الحوكمة جاء لتقليص دور الدولة بإشراك القطاعات الفاعلة الأخرى في التنمية واتخاذ القرار.
- أن التفاوت في معدلات النمو بين الدول حتى ولو امتلكت نفس الموارد المادية والطبيعية والبشرية يعود إلى إدارة الحكم، وحسن ممارسة السلطة في إدارة هذه الموارد، إلى جانب وجود إدارة حكومية تتسم بالاحتراف والحيادية.
- أن تعميق قنوات المساءلة والرقابة وتحقيق فعاليتها هو أساس الحوكمة، وهو سبيل التوجيه الصحيح لموارد الدولة نحو التنمية وتقوية مؤسسات الحكومة مع اختلاف أنواعها (مالية، اقتصادية، سياسية وإدارية) من

خلال إرساء سلطة القانون وتبني أفضل الممارسات وبالشفاية والإفصاح، وتحقيق المشاركة الفعالة بين كافة تلك المؤسسات في إدارة شؤون الدولة والمجتمع.

2. أطراف وعناصر الحوكمة

من خلال التعاريف السابقة يتضح لنا أنه لتحقيق الحوكمة (الحكم الراشد) لابد من تضافر جهود كل من الدولة ومؤسساتها إلى جانب القطاع الخاص ومؤسسات المجتمع المدني، حيث بينت دراسة للمركز البرلماني بكندا بالاشتراك مع معهد الحوكمة، تم تسمية مكونات الحوكمة "بيئة الحكم الراشد (The ecology of governance)"، حيث أن هذا الإطار المفاهيمي يبين مختلف التفاعلات والنقاشات بين الفاعلين في منظومة الحوكمة، ومختلف العناصر التي يتوقف عليها التوازن والتفاعل¹، والشكل رقم (1-1) يوضح مختلف عناصر الحوكمة:

الشكل رقم (1-1): عناصر الحوكمة



Source : Martin Ioanna Sahas, ibid, p5.

¹ Martin Ioanna Sahas, Building a Learning Network on Governance Institute On Governance, Institute On Governance Ottawa, June 1998, p 5.

يوضح الشكل السابق العلاقة بين مكونات وفواعل الحكومة، من خلال تحديد أدوار كل منها بالإضافة إلى تحديد العلاقة فيما بينها من جهة، ومن جهة أخرى تحديد دور باقي المؤسسات الفاعلة في الدولة والمجتمع باختلاف القطاعات، إضافة إلى مؤسسات الإعلام التي تقع في قلب العملية التفاعلية بين الأطراف الثلاثة، إذ لها الدور الأساسي في الربط بين القطاعات ونقل المعلومات للمواطنين، وتلعب دورا بارزا في المساءلة ونقل الملاحظات عن السياسة العامة، وفيما يلي سوف نتعرف بالتدقيق إلى هذه المكونات موضحين طريقة عملها وتنسيقها فيما بينها من أجل تحقيق الحكومة.

1.2. الدولة (القطاع العام)

كما هو معلوم أن الدولة هي كيان معنوي غير ظاهر أو مجسد ماديا، والحكومة هي من يمثل الدولة في كل التعاملات وباسمها تعقد الاتفاقيات والمعاهدات، وباسمها تتم كل الممارسات والسياسات، ولهذا سوف يكون تحليلنا عن الدولة والحكومة كتحليل واحد.

تشمل الدولة السلطة التشريعية، السلطة القضائية، والسلطة التنفيذية وفق نظام انتخابي، وهي تسعى من هذا المنظور إلى التركيز على الأبعاد الاجتماعية، فهي تحدد المواطن والمواطنة كونها صاحبة السلطة فهي تحكم وتراقب، ولها دور متميز في إحداث عملية التنمية، والذي يتغير ويختلف حسب طبيعة نظام الحكم والظروف والأوضاع الاقتصادية والسياسية التي تمر بها¹.

ورغم تعدد تعريفات الدولة، إلا أن الحد الأدنى للاتفاق هو على عناصرها الثلاث: شعب وإقليم وسيادة وأهم هذه العناصر هو فكرة السيادة، وهي تحدد طبيعة الدولة المعاصرة كما ترتبط علاقتها بالعنصرين الآخرين (الشعب والإقليم). وفكرة السيادة تحدد علاقة الدولة بمواطنيها من ناحية، وحدود سيادتها الإقليمية وبالتالي استقلالها عن الدول الأخرى من ناحية أخرى². وعليه فالدولة: "هي التنظيم الذي يحدد العلاقة بين الفئات أو الطبقات الاجتماعية الحاكمة والطبقات الاجتماعية المحكومة، وهو تنظيم ظهر مع بداية التناقض بين المصلحة الخاصة والمصلحة العامة، متضمنا تركيب الدولة ووظائفها الاقتصادية والاجتماعية والسياسية"³.

ومن التعريفات السابقة يتضح أن الدولة هي المسؤولة عن وضع الإطار العام القانوني والتشريعي الثابت والفعال لأنشطة القطاع العام والخاص على حد سواء، كما تكون معنية بتأكيد الاستقرار والعدالة في

¹ سايح بوزيد، مرجع سابق، ص 136.

² شعبان فرج، مرجع سابق، ص 11.

³ دراوسي مسعود، السياسة المالية ودورها في تحقيق التوازن الاقتصادي، حالة الجزائر 1990-2004، أطروحة دكتوراه دولة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005، ص 36.

السوق، وكذلك العمل على الاهتمام بالخدمات العامة التي لا يقبل عليها القطاع الخاص. كما تظهر فاعلية الدولة في خدمة احتياجات شعبها، وفي وضع السياسات وتحديد أولويات استخدام الموارد التي تؤثر تأثيراً مباشراً على التنمية، فالحكومة إن لم تعمل بكفاءة فإن ذلك يؤدي إلى هدر الموارد، وإن لم تمتلك الشرعية في نظر الشعب فإنها لن تتمكن من تحقيق أهدافه. كما يعتبر إصلاح مؤسسات الدولة لجعلها أكثر كفاءة وشفافية وقابلة للمساءلة جوهر الحوكمة، وتحفيز لتحقيق التنمية المستدامة.

2.2. القطاع الخاص

على الرغم من اعتبار الدولة قوة كبرى في تحقيق التنمية، إلا أنها ليست الوحيدة، فالتنمية البشرية المستدامة تعتمد في جانب منها على خلق الوظائف التي تولد ما يكفي من الدخل لتحسين مستويات المعيشة. وتسلم كثير من الدول بأن القطاع الخاص هو المصدر الرئيسي لفرص العمالة المنتجة التي تولد ما يكفي من الدخل لتحسين مستوى المعيشة، كما يتميز بعلاقات ترابطية مع الكثير من القطاعات الاقتصادية، والمساهمة في حل مشكلة الميزان التجاري، تحريك الاقتصاد وخلق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الحجم، مما يمكن من زيادة الدخل والادخار والاستثمار والاستهلاك، ويشمل هذا القطاع مجموع المؤسسات الخاصة بالتصنيع والتجارة مثل المصارف، والتعاونيات بالإضافة إلى القطاع غير الرسمي في السوق¹. ولابد من الإشارة إلى أن دور القطاع الخاص وإسهامه في المجتمع، يتوقف على طبيعة النظام الاقتصادي للدولة، الذي يحدد دور الحكومة في النشاط الاقتصادي، كما يجدر التنبيه إلى أن إعطاء الدور الأكبر للقطاع الخاص في العملية التنموية لا يعني انتفاء دور الدولة، بل هو ضروري لقيام اقتصاد السوق خاصة أن آلية السوق تفشل في تحقيق الاستقرار الاقتصادي والعدالة في التوزيع والمحافظة على البيئة، مما يستدعي تدخل الدولة لإيجاد الحلول.

وبهذا أصبح القطاع الخاص يلعب دوراً كبيراً كشريك في الإدارة والتنمية، وهذا ما يتناسب مع المسؤولية الاجتماعية* التي تقع على كاهله، فهو يستطيع أن يوفر الخبرة والمال والمعرفة اللازمة لعمليات التنمية بالشراكة مع السلطات المحلية وأجهزة الدولة، كما بإمكانه تأمين الشفافية في الكثير من القطاعات لقدرة على نشر المعلومات وإصدار الإحصائيات الدورية، بالإضافة إلى دوره في توفير مناصب الشغل

¹ برنامج الأمم المتحدة الإنمائي، تقرير التنمية الإنسانية، 2002، ص 101.

* المسؤولية الاجتماعية هي: " الإدماج الطوعي من طرف المؤسسات للاهتمامات الاجتماعية والبيئية في أنشطتها التجارية وعلاقتها مع شركائها".

والتقليل من البطالة ومكافحة الفقر، وكل هذه الأدوار التي يؤديها تصب في إطار إرساء أسس الحوكمة التي تهدف إلى الاستغلال الأمثل لموارد الدولة وتحقيق التنمية المستدامة¹.

3.2. المجتمع المدني

يعتبر المجتمع المدني من الركائز الأساسية لتحقيق التقدم والازدهار وتفعيل التنمية البشرية الحقيقية ويسمى هذا المجتمع بهذا الاسم لأنه يتخذ طابعا اجتماعيا مدنيا وسلميا مستقلا عن الدولة والحكومة وعن كل المؤسسات الرسمية والعسكرية، على الرغم من كونه يتعامل مع المؤسسات الحاكمة تنسيقا واستشارة واقتراحا.

ورغم الانتشار الواسع لهذا المفهوم، والاهتمام به على جميع الأصعدة المحلية والوطنية والدولية، إلا أنه لم يتم الاتفاق على تعريف محدد له، حيث تعرض له العديد من الباحثين والمهتمين بهذا الشأن، ومن أبرز التعريفات التي أعطيت له: "مجلد التنظيمات غير الإرثية وغير الحكومية التي تنشأ لخدمة المصالح والمبادئ المشتركة لأعضائها، وبأنه كذلك المجتمع الذي تنظم فيه العلاقات بين أفرادها على أساس الديمقراطية، بمعنى المجتمع الذي يمارس فيه الحكم على أساس أغلبية سياسية تحترم فيه حقوق المواطن السياسية، الاجتماعية، الاقتصادية والثقافية في حدها الأدنى على الأقل"². بمعنى أن المجتمع المدني هو تنظيمات نشأت بطوعية يشترك أعضاؤها في المبادئ ويهدفون إلى تحقيق جملة من الغايات.

كما يعرف أيضا على أنه: "مجموعة التنظيمات التطوعية المستقلة ذاتيا، التي تملأ المجال العام بين الأسرة والدولة، هي غير ربحية، تسعى إلى تحقيق منافع أو مصالح للمجتمع ككل، أو بعض فئاته المهمشة أو لتحقيق مصالح أفرادها، ملتزمة بقيم ومعايير الاحترام والتراضي والإدارة السلمية للاختلافات والتسامح وقبول الآخر"³.

ومما سبق يمكن استخلاص أهم سمات المجتمع المدني والمتمثلة فيما يلي⁴:

- المجتمع المدني رابطة طوعية يدخلها الأفراد باختياراتهم.

¹ ابرادشة فريد، الحكم الرشيد في الجزائر في ظل الحزب الواحد والتعددية الحزبية، أطروحة دكتوراه علوم، كلية العلوم السياسية والعلاقات الدولية، جامعة الجزائر 3، 2014، ص 62.

² بن قفة سعاد، علي شريف حورية، دور المجتمع المدني في الحد من ظاهرة العنف ضد المرأة في المجتمع الجزائري، مجلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، العدد 31، 2017، ص 53.

³ شعبان فرج، مرجع سابق، ص 13.

⁴ نفس المرجع.

- يتكون من مجموعة التنظيمات والروابط في عدة مجالات، كالمؤسسات الإعلامية والدينية والتعليمية والمهنية والنقابات العمالية.
- يركز المجتمع المدني على قيم الاحترام والتعاون والتسامح ومفهوم المواطنة، ومفهوم حقوق الإنسان والمشاركة السياسية والشعبية والإدارة السلمية للتنوع والاختلاف.
- منظمات المجتمع المدني هي منظمات تهدف إلى تحقيق النفع العام للمجتمع ككل أو تحقيق منافع بعض الفئات المهمشة فيه.
- منظمات المجتمع المدني هي منظمات لا تسعى إلى السلطة ماعدا الأحزاب السياسية، كما تفضل العمل في ظل قواعد محددة سلفا ذات طبيعة مدنية.
- منظمات المجتمع المدني تسود بشكل أكثر في المجتمعات الديمقراطية، أين تكون هناك حرية أوسع لتشكيلها.

وعليه تعد منظمات المجتمع المدني بمثابة قنوات لمشاركة الناس في الأنشطة الاقتصادية والاجتماعية وتنظيمهم لأنفسهم في شكل جماعات أكثر قوة للتأثير على السياسات العامة والوصول إلى الموارد العامة. كما يمكن أن تفرض تلك المنظمات ضوابط على سلطة الحكومة، وأن ترصد الإخفاقات والإساءات الاجتماعية، وتخضع المسؤولين للمساءلة، كما أنها تضمن للناس حقهم في التعبير وإبداء الرأي، علاوة على ضمانها لتوفير سبل أكثر شفافية وعدالة للتوصل إلى توافق الآراء، وبذلك تبرز أهمية المجتمع المدني كأحد الأطراف المكونة لهيئات الحوكمة (الحكم الراشد).

ومن خلال عرض الأطراف الثلاثة للحكومة يمكن القول أن تطبيق هذه الأخيرة يتطلب تفاعل بين تلك الأطراف، وضرورة هذا التفاعل وحتميته ناتجة عن كون أن أي طرف يفتقد للمعارف والمعلومات والكفاءات والوسائل الضرورية والكافية التي تمكنه لوحده من مواجهة المشاكل التي تعترض المجتمع، ولهذا فإن قيام الحوكمة يفترض وجود ارتباط متبادل بين السلطات المشاركة في العمل الجماعي.

3. معايير الحوكمة

تقوم الحوكمة على عدة معايير تختلف من بلد لآخر، فلا يمكن تعميم أسس الحوكمة عبر استخدام معايير موحدة نظرا لخصوصية ثقافة كل مجتمع وكذا الفوارق الموجودة في مستوى التطور الاقتصادي والاجتماعي والسياسي بين الدول، لهذه الأسباب ينبغي أن تتكيف هذه المعايير حسب تاريخ وتراث وثقافة ومستوى تطور هذه البلدان، وهذا التكيف ضروري لأجل الانتقال من مرحلة المفهوم النظري للحوكمة إلى الآليات التطبيقية لها.

وتتوزع هذه المعايير بين معايير سياسية واقتصادية واجتماعية وإدارية، ولا تشمل أداء الحكومة ومؤسساتها فحسب، بل تشمل مؤسسات المجتمع المدني والقطاع الخاص وحتى المواطنين، كما تختلف هذه المعايير حسب اختلاف الجهات الصادرة عنها، فقد حصر البنك الدولي هذه المعايير في¹:

- إدارة القطاع العام؛

-المساءلة؛

-سيادة القانون؛

-الشفافية.

أما منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية فركزت على أربعة معايير هي²:

- دولة القانون؛

- إدارة القطاع العام؛

- السيطرة على الفساد؛

- خفض النفقات العسكرية.

أما الدراسات الصادرة عن برنامج الأمم المتحدة الإنمائي فكانت أكثر شمولاً وتضمنت تسعة معايير وهي³:

- الشفافية،

- المشاركة؛

- حكم القانون؛

- المساواة؛

- الفعالية والكفاءة؛

- المساءلة؛

- حسن الاستجابة؛

- توافق الآراء؛

- المساءلة؛

- الرؤية الإستراتيجية.

وسوف نركز على هذه المعايير في دراستنا نظراً لشمولها.

¹ The World Bank, Governance and Development, Ibid, p3.

² OECD, Participatory development and good governance, developmentco-operation guidelines series, 1995,p14.

³ PNUD, Governance for Sustainable Development, Ibid.

1.3. الشفافية

تعتبر الشفافية من أهم معايير الحوكمة، ويقصد بها وضوح التشريعات وسهولة فهمها، واستقرارها وانسجامها مع بعضها وموضوعيتها ووضوح لغتها، ومرونتها وتغيرها وفقاً للتطورات الاقتصادية والاجتماعية والإدارية وبما يتناسب مع روح العصر إضافة إلى تبسيط الإجراءات، ونشر المعلومات والإفصاح عنها وسهولة الوصول إليها، بحيث تكون متاحة للجميع. وبذلك يرتبط مفهوم الشفافية ارتباطاً وثيقاً بأربع كلمات هي: المصادقية، الإفصاح، الوضوح، والمشاركة¹.

ويمكن تلخيص الشفافية في ثلاث مكونات هي:

- الحصول على المعلومة بأن تكون متاحة للجميع.

- العلاقة السببية بين المعلومة والموضوع المراد مراقبته.

- إمكانية الاعتماد على المعلومات، لذلك يجب أن تكون دقيقة وحديثة وشاملة.

كما يمكن حصر أهمية الشفافية في النقاط التالية²:

- تحسين الشفافية يؤدي إلى زيادة المساءلة التي تعمل على تحسين الأداء الحكومي، وذلك راجع لكون الحكومة تصبح تمارس أعمالها على مرئ ومسمع المواطنين مما يعزز من ثقتهم بها.

- تساعد الشفافية على الحفاظ على المال العام وحمايته من الفساد.

- تساعد الشفافية على فتح قنوات الاتصال بين المواطنين وأصحاب المصالح والمسؤولين، ما يعمل على الحد من الفساد والرشوة، ويعزز المساءلة والمحاسبة.

- تعمل الشفافية على تقليص الغموض في التشريعات والقوانين، ما يحد من الفهم الخاطئ لها من طرف المواطنين، ومن جهة أخرى تحد من حرية تفسير تلك القوانين من طرف الموظفين واستغلالها في الحصول على مكاسب غير مشروعة.

¹ فارس بن علوش بن بادي السبيعي، دور الشفافية والمساءلة في الحد من الفساد الإداري في القطاع الحكومي، أطروحة دكتوراه الفلسفة في العلوم الأمنية، جامعة نايف العربية للعلوم الأمنية، قسم العلوم الإدارية، الرياض، 2010، ص14.

² شعبان فرج، مرجع سابق، ص19.

- تمكن الشفافية المواطنين من الحصول على حقهم في مراقبة وفهم وتقييم القرارات والإجراءات المتخذة من قبل المسؤولين ومسؤولتهم عن كل ما يتعلق بتسيير وإدارة المال العام.

- تعمل شفافية أي منظمة على تأكيد مصداقيتها أمام الرأي العام والحكومة والقطاع الخاص والمنظمات الدولية، ويتحقق ذلك من خلال الصدق والإعلان عن النشاط وأهدافه ومصادر تمويله وفتح أبواب هذه المنظمة أمام الجميع.

وعليه يجب على الدولة أن تصدر قوانين تهتم بحرية المعلومات وتسمح للجمهور ولوسائل الإعلام المختلفة بالحصول على جميع الوثائق المتعلقة بعمل الحكومة والتشريعات والسجلات المختلفة. ومن الصعب تخيل وجود حوكمة رشيدة ووجود حكومة فاعلة ومتجاوبة مع شعبها دون وجود قطاع إعلامي متميز وقوي ويتسم بالمهنية والاستقلالية.

2.3. المشاركة

يجب أن يكون لكل المواطنين صوت في عملية اتخاذ القرار، بحيث تضمن المشاركة حرية الرأي والتعبير والمعايير الأساسية لحقوق الإنسان، كما يرتبط مبدأ المشاركة بمفهوم الشفافية، فمعرفة المعلومات وحدها لا يفي بالغرض، بل لابد أن تكون هناك آليات يكون الشعب قادراً على اتخاذها ليؤثر في صنع القرار وأن يوضع المسؤولين تحت طائلة المسؤولية والمحاسبة. وعلى الدول أن تعطي لأفراد المجتمع الحق في المشاركة في صياغة القوانين واللوائح والأنظمة واستشارتهم في شؤون الحياة العامة، سواء بصورة مباشرة أو من خلال مؤسسات وسيطة وشرعية* تمثل مصالحهم، إلى جانب إعطائهم حق الاعتراف وحق إجراء الاستفتاء على القوانين وغيرها من الأمور بكل نزاهة وسهولة وشفافية.

3.3. حكم القانون

رغم أهمية مفهوم حكم القانون ورواجه الشديد في الأوساط السياسية والاقتصادية والقانونية حول العالم لا يزال لحد اليوم هذا التعبير أكثر غموضاً والتباساً، إذ يكاد يختلف مضمونه باختلاف الجهات الداعية إلى تطبيقه، حيث تركز الأمم المتحدة في فهمها لمصطلح حكم القانون على حقوق الإنسان بصورتها الواسعة فيما ينصرف تركيز البنك الدولي وصندوق النقد الدولي ومنظمة التجارة العالمية إلى نواح أخرى كتطبيق العقود وحماية الملكية، وفعالية القضاء واتساق القوانين مع سياسات الانفتاح التجاري. هذا الاختلاف في المعايير

* تتمثل المؤسسات الوسيطة في المجالس التنفيذية المنتخبة ديمقراطياً، أو منظمات المجتمع المدني التي تمارس الضغط على الحكومة.

والتعريفات التي تمت صياغتها في ظل عولمة حقوق الإنسان وعولمة الاقتصاد يغني المفهوم ويكسبه أبعاداً جديدة¹.

ويقصد بحكم القانون ضرورة توفر أطر قانونية واضحة وعادلة، تتضمن حماية كاملة لحقوق الإنسان وهو ما يقتضي نظاماً (سلطة) قضائياً مستقلاً، وسلطة تنفيذية غير فاسدة، تطبق القانون على الجميع ودون تمييز، ولا يتأتى هذا إلا إذا كانت هناك قناعة جماعية بعدالة هذه القواعد القانونية، ومدى فعالية اللجوء إلى المؤسسات القضائية لفض أي نوع من أنواع النزاع².

ونفس الشيء ينطبق على القوانين التي تحكم النشاطات الاقتصادية خاصة بعد التوجه نحو اقتصاد السوق فينبغي أن يكون جوهرها هو المصلحة العامة وأن لا تثبط نشاط القطاع الخاص. وعليه يترتب ضرورة توفير الإطار القانوني المناسب الذي يوفر الحماية للمعاملات الاقتصادية وحسن سيرها واستقرارها.

4.3. المساواة

وتعني خضوع جميع أفراد المجتمع للمساواة وعدم التمييز في إطار الحوكمة، فهم متساوون بالحقوق والحريات والكرامة.

5.3. الفعالية والكفاءة

تعني الفعالية تحقيق الأهداف المرجوة بأقل تكاليف ممكنة في ظل المعايير والمستويات المقدرة. في حين تعني الكفاءة حسن استخدام الموارد بجدارة للحصول على أفضل المخرجات كما وكيفا، وبأقل التكاليف بمعنى أن تحقق المشاريع والمنشآت النتائج التي تلبي الحاجيات، وذلك بالاستخدام الأمثل والعقلاني للموارد³.

6.3. المساءلة

المساءلة هي جملة من العمليات والأساليب التي يتم بمقتضاها التحقق من أن الأمور تسير وفقاً لما هو مخطط لها، وضمن أقصى المستطاع، لذلك فهي ليست تحقيقاً أو محاكمة، بل القصد منها التحقق من

¹ عادل عبد اللطيف، حكم القانون لقاءات ومحاضرات، ورقة مقدمة ضمن ندوة "حكم القانون"، المركز العربي لتطوير حكم القانون والنزاهة بالتعاون مع برنامج الأمم المتحدة الإنمائي، 2005-2006، ص: 47. متوفر على الموقع الإلكتروني: "2018/7/31"

http://www.arabruleoflaw.com/files/the_rule_of_law_meetings_and_lectures_book.pdf

² مصطفى كامل السيد، الحكم الرشيد والتنمية في إفريقيا دراسة تحليلية لمبادرة النيباد، معهد الدراسات والبحوث الإفريقية، 2005، ص ص 51-52.

³ أبراشة فريد، مرجع سابق، ص 71.

أن الأداء يتم ضمن الأطر التي حددتها الأهداف وفق المعايير المتفق عليها للوصول بالنظام إلى مستوى متميز من الكفاءة والفعالية¹.

وطبقا لتعريف برنامج الأمم المتحدة الإنمائي فإن المساءلة تعني قبول المسؤولين تقديم توضيحات عن كل ممارساتهم وأعمالهم مهما كانت كبيرة أو صغيرة، مع تقبلهم لكل الانتقادات الموجهة إليهم، بالإضافة إلى سعيهم لإتاحة حرية وصول المعلومات إلى الجمهور، وعليه فالمساءلة تعني إمكانية أن يتعرض صانعو القرار سواء في الدولة أو في القطاع الخاص أو في منظمات المجتمع المدني للمساءلة أمام الرأي العام ومؤسساته، بل قد يتعرضون إلى المساءلة أمام الرأي العام العالمي كبعض الحالات التي تستوجب ذلك مما استحدثته القوانين الجنائية الدولية². كما وتكون المساءلة في كل النواحي، كالمساءلة المالية، والإدارية والسياسية والاجتماعية والثقافية والدينية وحتى الأمنية.

7.3. حسن الاستجابة، توافق الآراء والرؤية الإستراتيجية

ويقصد بالاستجابة قدرة المؤسسات على خدمة وتلبية مصالح الجميع في فترة زمنية معقولة وبدون أي استثناء.

أما التوافق فيعني العمل على التوفيق بين المصالح المختلفة للتوصل إلى توافق واسع يشكل أفضل مصلحة للجماعة. ويتطلب بناء التوافق رؤية طويلة الأمد تتعلق بالتنمية البشرية، وينتج هذا فقط عن فهم ثقافة وتاريخ والتكوين المجتمعي لهذه الشعوب.

أما الرؤية الإستراتيجية وحسب مفهوم الحوكمة (الحكم الرشيد)، فإنها تتحدد بمفهوم التنمية بالشراكة بين مؤسسات الدولة والقطاع الخاص، من خلال خطط بعيدة المدى لتطوير العمل المجتمعي من جهة وأفراده من جهة أخرى، والعمل على التنمية البشرية، وحتى يتم تحقيق النتائج الايجابية في رسم الخطط ضمن إطار الحوكمة يجب الأخذ بعين الاعتبار المتغيرات الداخلية والخارجية ودراسة المخاطر ومحاولة وضع الحلول. كما تعني الرؤية الإستراتيجية أن يمتلك القادة والجمهور العام منظورا عريضا وطويلا الأجل فيما يتعلق بالحوكمة والتنمية المستدامة، مع الإحساس بما هو مطلوب لهذه التنمية، كما ينبغي أن يكون هناك فهم للتعقيدات التاريخية والثقافية والاجتماعية المركبة لهذا المنظور³.

ومن خلال ما سبق يمكن القول بأن الحوكمة تفرض شروطا على عملية صياغة السياسات وصنع القرارات العامة، ويتجاوز الحكم الرشيد (الحوكمة) قدرة القطاع العام في توجيه القواعد التي تخلق إطار

¹ فارس بن علوش بن بادي السبيعي، مرجع سابق، ص 39.

² مصطفى كامل السيد، مرجع سابق، ص 65-66.

³ فرج شعبان، مرجع سابق، ص 28.

الشرعية والفعالية والكفاءة لتوجيه السياسة العامة، إذ يتعلق الأمر بإدارة الشؤون العامة بطريقة تتسم بالشفافية والمساءلة والعدالة، وتدعو إلى المشاركة الفعالة في صنع السياسات العامة، وغلبة سيادة القانون والقضاء المستقل والفصل الواضح بين السلطات في الدولة، وتفعيل وكالات وهيئات الرقابة، وهو الأمر الذي جعل الحكم الآن أكثر شمولاً وديمقراطية ومشاركة مما كان عليه في الماضي، ولم تعد الدولة الطرف الوحيد الفاعل في اتخاذ القرار وتقديم الخدمات، فأصبح هناك شركاء لها وهم القطاع الخاص والمجتمع المدني.

4. مستويات الحوكمة

تحدث "بلمبتر وجرهام" عن ثلاث مستويات للحوكمة هي¹:

1.4. الحوكمة على المستوى العالمي (Governance in Global Space)

حيث تتعامل الحوكمة في المجال العالمي مع قضايا خارج مجالات الإدارة الحكومية الواحدة. وفي تعريف الحوكمة العالمية الذي تقدمه لجنة الأمم المتحدة : "الطريقة التي ندير بها الشؤون العالمية، والكيفية التي نرتبط بها بعلاقاتنا فيما بيننا، والأسلوب الذي نتبعه في اتخاذ قرارات تؤثر على مستقبلنا المشترك". وتشدد اللجنة على أن الحوكمة العالمية لا تعني وجود حكومة عالمية، لأن ذلك لن يكون من شأنه إلا تعزيز دور الحكومات، بل إنه يعني جعل البشر محور الشؤون العالمية.

وفي هذا المستوى من الحوكمة، فإن دور الدولة يتمثل في توفير التصور الاستراتيجي اللازم للتنمية المستدامة، وتجديد الآليات التنظيمية والمؤسسات والعمليات المطلوبة وإصلاحها واستدامتها لإيجاد شراكة فعالة بين القطاعين الخاص والعام، والعمل على تحويل الموارد الاجتماعية إلى الفئات المهمشة.

2.4. الحوكمة على مستوى الدولة (Governance in National Space)

وهذا النوع من الحوكمة يوجد داخل المجتمع الواحد، وتقهم على أنها الحق الخاص للحكومة، ومع أن الحكومة لا تزال هي الجهة الفاعلة الرئيسية، فإنها لا تتحمل وحدها عبء الحكم، فقد تغير دورها من دور السلطة الإدارية، إلى دور قيادي في بيئة حكم متعددة المراكز، ومن أسلوب العمل البيروقراطي إلى الأسلوب التشاركي، ومن الاعتماد على القدرات الداخلية إلى الاعتماد على القدرة التنافسية والابتكار.

3.4. الحوكمة المؤسسية (Corporate Governance)

وتطلق الكثير من الأدبيات على هذا النوع من الحوكمة اسم حوكمة الشركات، وهي تعتبر أحد العناصر الأساسية في مجال تحسين الكفاءة الاقتصادية. وحوكمة الشركات تتضمن مجموعة من العلاقات

¹ نبيل البابلي، مرجع سابق، ص 7.

بين الإدارة التنفيذية للشركة ومجلس إدارتها، والمساهمين فيها وغيرهم من الأطراف المعنية وصاحبة المصلحة بصور مختلفة، وسنتطرق إلى هذا النوع من الحوكمة في المبحث الموالي بالتفصيل.

المبحث الثاني: الإطار المفاهيمي لحوكمة الشركات

أدى انهيار الشركات العالمية الكبرى بالولايات المتحدة الأمريكية إلى ظهور أزمة ثقة من قبل أصحاب المصالح، بالإضافة إلى الفجوة الكبيرة بين أداء الشركات، وما يحصل عليه المديرين من مكافآت، ومن ناحية أخرى ساهمت المشاكل المترتبة عن نظرية الوكالة (صراع المنفعة، تحقيق مصالح على حساب أخرى...) في البحث عن مفهوم جديد قادر على ضمان حسن سير عمل المؤسسات، يجسد نزاهة الإدارة شفافتها، ومسؤوليتها أمام مختلف الأطراف ذات المصلحة، هذا المفهوم الذي جاء كحل لمختلف المشاكل السابقة يعرف باسم "حوكمة الشركات".

ويعد مصطلح حوكمة الشركات من المصطلحات الأكثر انتشاراً على الساحة الدولية مؤخراً، حيث اتفق على ترجمته إلى "أسلوب ممارسة الإدارة الرشيدة". وقد نشأت هذه الظاهرة نتيجة القصور الذي تخلل القوانين والتشريعات التي تحكم ممارسة الأعمال والأنشطة التجارية، والتي أدت إلى حدوث الكثير من حالات الإفلاس والعسر المالي للعديد من الشركات الضخمة التي تضرر من جرائها الآلاف من المساهمين وأصحاب الأموال.

وقد أصبحت الحوكمة أداة أساسية لتحسين الأداء وكفاءة أسواق المال، مما يؤدي إلى تطوير التنمية الاقتصادية في مختلف الدول التي تتبنى سياسة التوجه نحو السوق، حيث أن ممارسات الحوكمة تضمن نزاهة المعاملات المالية من خلال مختلف مبادئها وأدواتها.

ونظراً للاهتمام المتزايد بمفهوم الحوكمة، حرصت الكثير من المؤسسات على دراسة هذا المفهوم وتحليله مثل صندوق النقد الدولي، ومنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، لذا جاء هذا المبحث لعرض وتحليل مفهوم وأهمية، ومحددات، وأهداف الحوكمة.

1. ماهية حوكمة الشركات

يشير مفهوم الحوكمة بشكل عام إلى مجموعة القوانين والقواعد التي تحدد العلاقة بين إدارة الشركة من جهة، والممولين وأصحاب المصالح من جهة أخرى، بحيث يضمن الممولون حسن استغلال الإدارة لأموالهم وتعظيم ربحية وقيمة أسهم الشركات في الأجل الطويل، وتحقيق الرقابة الفعالة على الإدارة. وبذلك جاءت حوكمة الشركات كرد فعل واستجابة لنداء المساهمين، من أجل الحد من الفساد المالي والانحراف الإداري ولغرض رقابة تحمي المصالح المشتركة وتحافظ على استمرارية الشركة.

1.1. التطور التاريخي لحوكمة الشركات

تعود جذور حوكمة الشركات إلى "Berle & Means" الذين يعدان أول من تناول موضوع فصل الملكية عن الإدارة وذلك عام 1932، وتأتي آليات حوكمة الشركات لسد الفجوة التي يمكن أن تحدث بين مديري ومالكي الشركة من جراء الممارسات السلبية التي يمكن أن تضر الشركة¹.

وفي عام 1976 قام كل من "Meckling & Jenson" بالاهتمام بمفهوم حوكمة الشركات وإبراز أهميتها في الحد أو التقليل من المشاكل التي قد تنشأ من الفصل بين الملكية والإدارة، أما في عام 1987 قام المعهد الأمريكي للمحاسبين القانونيين (AICPA*) بتشكيل لجنة حماية التنظيمات الإدارية (COSO*) المعروفة باسم "Tread way commission" والتي أصدرت تقريرها المتضمن مجموعة من التوصيات الخاصة بتطبيق قواعد حوكمة الشركات وما يرتبط بها من منع حدوث الغش والتلاعب². بالإضافة إلى وجود هيئات رقابية فعالة في الولايات المتحدة الأمريكية تشرف على شفافية البيانات والمعلومات التي تصدرها الشركات التي تعمل في السوق المالية مثل (SEC*)، ومن الملاحظ أن الاهتمام بهذا المفهوم بصورة واضحة عند قيام صندوق المعاشات العامة، والذي يعتبر أكبر صندوق للمعاشات العامة في الولايات المتحدة بتعريف حوكمة الشركات وإلقاء الضوء على أهميتها ودورها في حماية حقوق المساهمين³.

أما المفوضية الأوروبية فقد قامت بتكليف فريق عمل ببروكسل بمهمة تطوير وتوحيد الإطار القانوني للشركات، بهدف الإفصاح وحماية المستثمرين، أما في أمريكا اللاتينية فقد قامت سبع دول في "سان باولو" بتفعيل مشاركتهم في رابطة لمؤسسات حوكمة الشركات⁴.

2.1. مفهوم حوكمة الشركات

الحوكمة "Governance" مصطلح مشتق من الكلمة الانجليزية "Govern" أي يحكم ومنها أتت "Government"، "Governor"، "Govern Nance"، إلخ، والتي تعني حكومة، حاكم، والحوكمة على

¹ فاطمة الزهراء طاهري، عيساوي سهام، دور حوكمة الشركات في الرفع من كفاءة السوق المالية، ملتقى وطني حول "حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، جامعة محمد خيضر بسكرة، 6-7 ماي 2012، ص 4.

* AICPA : American Institute of Certified Public Accountants.

* COSO : the committee of Sponsoring organization.

² زايد مراد، ترغيني صبرينة، البعد الاستراتيجي لحوكمة الشركات، ملتقى وطني حول "حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري" جامعة محمد خيضر، بسكرة، 6-7 ماي 2012، ص 3.

* SEC : securities exchange commission

³ محمد مصطفى سليمان، حوكمة الشركات ومعالجة الفساد المالي والإداري دراسة مقارنة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006، ص 13.

⁴ فاطمة الزهراء طاهري، عيساوي سهام، مرجع سابق، ص 4.

التوالي، وبهذا استقر رأي الاقتصاديين والمحللون على مصطلح "Corporate Governance" أي حوكمة الشركات، نظراً لأهميته البالغة من النواحي الاقتصادية والقانونية والاجتماعية¹.

ولذلك فإن تعريف الحوكمة يختلف بين العديد من الجهات والمؤسسات الدولية، بحيث يدل كل منها على وجهة النظر التي يتبناها صاحب التعريف، إذ لا يوجد تعريف موحد منفق عليه بين الاقتصاديين والإداريين والمحاسبين لمفهوم حوكمة الشركات، لكن معظمها الإدارة، التحكم، المراقبة، والتنظيم. وفيما يلي سندرج بعض التعاريف لحوكمة الشركات:

عرفت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD*) الحوكمة بأنها: "النظام الذي يوجه ويضبط أعمال الشركة، حيث يصف ويوزع الحقوق والواجبات بين مختلف الأطراف في الشركة مثل مجلس الإدارة والمساهمين، وكل ذوي العلاقة، ويضع القواعد والإجراءات اللازمة باتخاذ القرارات الخاصة بشؤون الشركة كما يضع الأهداف والاستراتيجيات اللازمة لتحقيقها وأسس المتابعة لتقييم ومراقبة الأداء"².

أما مجمع المدققين الداخليين الأمريكي فقد عرفها على أنها: "عمليات تتم من خلال إجراءات تستخدم بواسطة ممثلي أصحاب المصالح، بتوفير إشراف على المخاطر وإدارتها بواسطة الإدارة ومراقبة مخاطر الشركة والتأكد على كفاية الضوابط الرقابية لتجنب هذه المخاطر، مما يؤدي إلى المساهمة المباشرة في إنجاز أهداف وخطط قيمة للشركة، مع الأخذ بعين الاعتبار أن أداء أنشطة الحوكمة تكون مسؤولية أصحاب المصالح في الشركة لتحقيق فعالية الوكالة"³.

أما تقرير "cadbury" 1992 فيعرف حوكمة الشركات كما يلي: "يعتمد اقتصاد دولة ما على ريادة وكفاءة المؤسسات، وهكذا فإن الفاعلية التي تؤدي بها مجالس الإدارات لمسؤوليتها تحدد الوضع التنافسي للدولة، وهذا هو جوهر أي نظام لحوكمة الشركات"، وبذلك توصل إلى تعريف مختصر للحوكمة هو أن: "حوكمة المؤسسات هي نظام بمقتضاه تدار المؤسسات وتراقب"⁴.

¹ أحمد زكرياء صيام، دور الحاكمية في الحد من تداعيات الأزمة المالية على بورصة عمان، مجلة علوم إنسانية، السنة السابعة، الأردن العدد 42، 2009، ص 8.

* OECD : Organization for economic co-operation&development.

²Organization for economic co-operation & development, OECD principles of corporate governance, 2004, p 5.

³ بتول محمد نوري، علي خلف سليمان، حوكمة الشركات ودورها في تخفيض مشاكل نظرية الوكالة، ملتقى دولي حول "الإبداع والتغيير التنظيمي في المنظمات الحديثة، دراسة وتحليل، تجارب وطنية ودولية"، جامعة سعد دحلب، 18-19 ماي 2011، ص 6.

⁴ Stijn claessens, Burcin Yortoglu, corporate governance and development- an update, focus 10 international finance corporatio, Washington, 2012, p4 .

وقد وردت بعض التعاريف الأخرى، منها¹:

- الحوكمة هي مجموعة من العلاقات فيما بين القائمين على إدارة المنظمة ومجلس الإدارة وحملة الأسهم وغيرهم من المساهمين.
- الحوكمة هي النظام الذي يتم من خلاله إدارة المنظمات والتحكم في أعمالها.
- الحوكمة هي إخضاع المنظمات للقوانين الرسمية التي تفرض المراقبة، المتابعة، وضمان أن تتم تلك المراجعة وممارستها الإدارية والمالية بأقصى درجات الإفصاح، والشفافية لحماية حقوق المساهمين فيها.

وعليه فمن التعاريف السابقة يمكن القول بأن حوكمة الشركات هي مجموعة من القوانين والنظم والإجراءات والقرارات التي تهدف إلى تحقيق الجودة والتميز في الأداء، من خلال اختيار الأساليب المناسبة والفعالة، وتفعيل تصرفات الوحدة الاقتصادية فيما يتعلق باستغلال الموارد الاقتصادية المتاحة بما يحقق أفضل منافع ممكنة لكافة الأطراف ذوي المصلحة والمجتمع ككل.

2. الإطار التنظيمي لحوكمة الشركات

يندرج في هذا الإطار نظام حوكمة الشركات من مدخلات ومخرجات، وخصائص الحوكمة وكذلك محدداتها كآلاتي:

1.2. نظام حوكمة الشركات

تتلخص مدخلات نظام الحوكمة وكيفية تشغيله ومخرجاته فيما يلي²:

1.1.2. مدخلات النظام: وهي تتمثل في كل المستلزمات التي تحتاج إليها المؤسسة وما يتطلب توفيره، سواء كانت متطلبات قانونية، تشريعية، إدارية، أو اقتصادية.

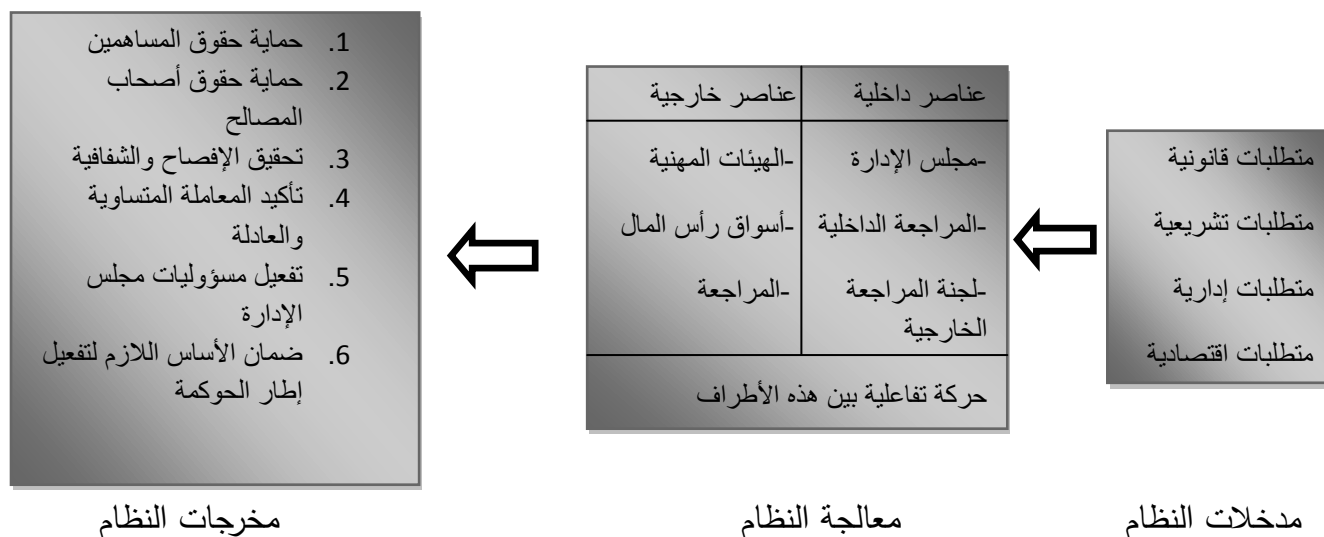
2.2.2. نظام تشغيل الحوكمة: ويقصد بها الجهات المسؤولة عن تطبيق الحوكمة، وكذلك المشرفة على هذا التطبيق، وجهات الرقابة وكل أسلوب إداري داخل المؤسسة أو خارجها مساهم في تنفيذ الحوكمة وفي تشجيع الالتزام بها، وفي تطوير أحكامها والارتقاء بفاعليتها.

¹ Tarek Youssef, corporate governance – an overview around the globe (1), Grout Thornton- Egypt, 2007 p 2.

² حسين يركي، عمر علي عبد الصمد، واقع حوكمة المؤسسات في الجزائر وسبل تفعيلها، دون سنة، ص 5. مقال متوفر على الموقع الإلكتروني "2016-9-19": <http://www.iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2011/07.pdf>.

3.2.2. مخرجات نظام الحوكمة: الحوكمة أداة ووسيلة لتحقيق نتائج وأهداف يسعى إليها الجميع، فهي مجموعة من المعايير والقواعد والقوانين المنظمة للأداء والممارسات العلمية للمؤسسات، ومن ثم الحفاظ على حقوق أصحاب المصالح. والشكل التالي يوضح نظام الحوكمة.

الشكل رقم (1-2): نظام حوكمة الشركات



المصدر: حسين يركي، عمر علي عبد الصمد، واقع حوكمة المؤسسات في الجزائر وسبل تفعيلها، مرجع سابق، ص 6.

من خلال الشكل يتضح أن نظام حوكمة الشركات يتضمن مجموعة من المتطلبات القانونية والتشريعية والإدارية والاقتصادية كمدخلات، والتي تحكمها منهجيات وأساليب باستخدام آليات كالمراجعة الداخلية والخارجية، لجنة المراجعة، مجلس الإدارة والجهات الرقابية من أجل تحقيق مخرجات تعمل على إدارة المؤسسة، ومراقبتها بما يحفظ حقوق أصحاب المصالح وتحقيق الإفصاح والشفافية.

2.2. خصائص حوكمة الشركات

يرتكز مفهوم حوكمة الشركات على مجموعة من الأبعاد والخصائص نوردتها فيما يلي¹:

¹ إبراهيم راشد، حوكمة الشركات وانعكاساتها المالية للمصارف - دراسة حالة لأحد المصارف العراقية-دون سنة، ص 9. مقال متوفر على الموقع الإلكتروني " 19-9-2016 " : <https://www.iasj.net/iasj?func=fulltext&aId=53134>.

1.2.2. المسؤولية الاعتبارية (Fiduciary Responsibility)

المسؤولية هي: التزام الشخص بأداء عمل أو تصرف معين له القدرة على الوفاء به في ضوء مجموعة من الاشتراطات¹. وعلى اعتبار أن مجلس الإدارة له مسؤولية اعتبارية تجاه المساهمين ويكون وصيا على حماية وصيانة وتعزيز قيمة الأسهم، وضمان الالتزامات والمسؤوليات تجاه أصحاب المصالح، كما يقوم برسم وصياغة استراتيجيات خاصة بأنشطة المؤسسات، ومسؤولا عن تعيين الموظفين واختيار المدراء الأكفاء إلى جانب قدرته على تطوير قيم السلوك الأخلاقي والمهني، وأن يقوم بوضع اللوائح والقواعد الخاصة باتخاذ القرار داخل المؤسسة من أجل الاستخدام الأمثل للموارد ورأس المال والثقة والنزاهة، كما ينبغي على مجلس الإدارة العمل بجدية وإخلاص على خدمة أهداف المؤسسة وتحقيقها.

2.2.2. الشفافية والإفصاح (Transparency & Disclosure)

الشفافية تعني جعل الأمر واضحا بعيدا عن اللبس والغموض وتعد الإجراءات بطريقة لا تتيح إمكانية متابعتها ومعرفة أوجه النقص والخلل فيها، وعناصر الشفافية الأساسية هي²:

- وضوح رسالة المؤسسة الحكومية.
- شرعية ومشروعية وجود المؤسسة والمنظمة.
- أن تتسم آليات وإجراءات العمل والتخطيط بالبساطة والوضوح.
- نشر واسع للمعلومات والبيانات لمراقبة عمل المؤسسة ومعرفة تقدمها وتطورها.
- أن تبتعد المؤسسة عن جميع الممارسات المثيرة للريبة والشكوك.
- امتلاك مدونات أخلاقية.
- تبني المؤسسة موقعا لها على شبكة الإنترنت.

3.2.2. المساءلة (Accountability)

حيث يكون مجلس الإدارة مسؤولا أمام المساهمين، والإدارة التنفيذية تكون مسؤولة أمام مجلس الإدارة وعليه إمكانية تقييم وتقدير أعمال مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية.

¹ سمير الشويكي، المعجم الإداري، ط 1، دار أسامة دار المشرق الثقافي، الأردن، 2006، ص 298.

² طارق محسن منصور الغالبي، صالح مهدي محسن العامري، المسؤولية الاجتماعية وأخلاقيات العمل - الأعمال والمجتمع - دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2005، ص 437.

4.2.2. الرقابة (Control)

إن وجود رقابة داخلية (Internal control) أمر حيوي وهام بالنسبة لأي مؤسسة، حيث لا تكون هناك فعالية لحوكمة الشركات بدون وجود نظام مناسب وفعال للرقابة الداخلية، كون الرقابة تحقق الضمان المناسب لماهية الأهداف والموضوعات المقابلة لشروط الفعالية والتقارير الكافية والالتزام والامتثال للقوانين والتنظيم، كما أنها تحمي الموجودات والالتزامات لهذه المؤسسات من الفساد والسرقة والاحتتيال.

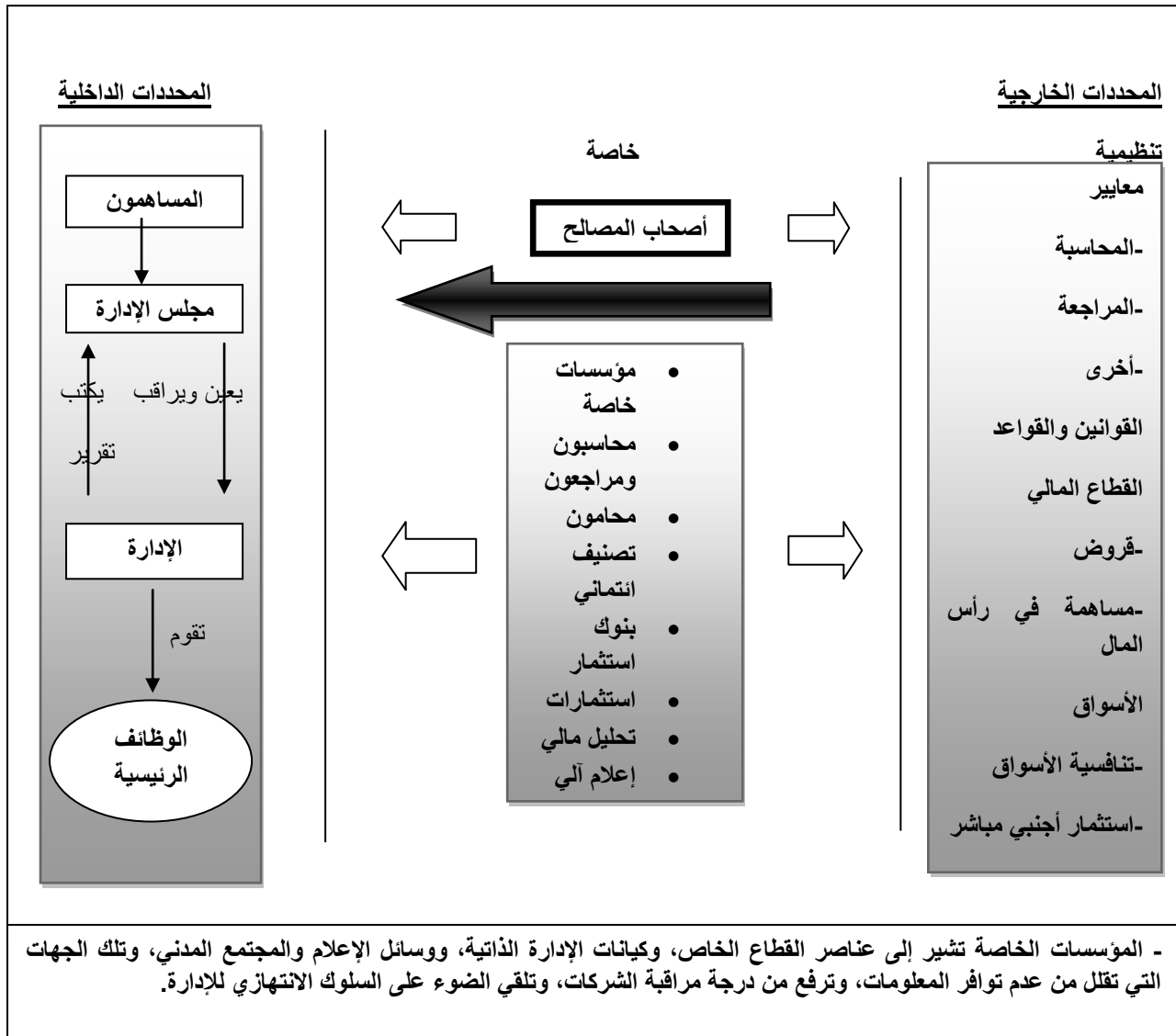
5.2.2. المناخ الأخلاقي (Ethical Atmosphere)

إن مؤسسات الأعمال هي منظمات تعمل بنظام مفتوح، لذلك عليها مسؤوليات تجاه المجتمع الذي تعمل فيه وكذلك أصحاب المصالح، من خلال الحفاظ وحماية وصيانة المعايير الأخلاقية والسلوك السليم فيها، لذلك فإن مجلس إدارة المؤسسة هو المسؤول عن وضع استراتيجيات في أعلى مستوياته، لغرض الابتعاد عن السلوك غير الأخلاقي والتخلص من الرشوة والفساد بما يحمي المساهمين، بالإضافة إلى تعزيز القيم لأصحاب المصالح.

3.2. محددات تطبيق مفهوم حوكمة الشركات

هناك اتفاق على أن التطبيق الجيد للحوكمة من عدمه يتوقف على مدى توافر ومستوى جودة مجموعتين من المحددات، والشكل رقم (1-2) يوضح هاتين المجموعتين:

الشكل رقم (1-3): المحددات الداخلية والخارجية للحوكمة



Source : Magdi R.Iskander, Nadereh Chamlou, Corporate governance: A framework for Implimentation,world bank group, Washington, D.C, 2000, p4.

من خلال الشكل رقم (1-2) يتضح أن محدّدات الحوكمة تتمثّل في:

1.3.2. المحددات الخارجية: وهي التي تقوم بالمساعدة على حسن إدارة الشركة، وتضمن تنفيذ القوانين والقواعد وتشمل هذه المجموعة¹:

¹ محمد حسن يوسف، محدّدات الحوكمة ومعاييرها مع إشارة خاصة لنمط تطبيقها في مصر، 2007، ص6. مقال متوفر على الموقع الإلكتروني "2016-9-19" : <http://www.saaaid.net/Doat/hasn/hawkama.doc>.

- المناخ العام للاستثمار المنظم للأنشطة الاقتصادية في الدولة، مثل القوانين والتشريعات والإجراءات المنظمة لسوق العمل والشركات.
- تنظيم المنافسة، ومنع الممارسات الاحتكارية والإفلاس.
- وجود قطاع مالي كفؤ (البنوك وسوق المال)، يستطيع توفير التمويل اللازم للمشروعات، وكفاءة الأجهزة والهيئات الرقابية (هيئة سوق المال، البورصة) في إحكام الرقابة على الشركات.
- وجود بعض المؤسسات ذاتية التنظيم، والتي تضمن عمل الأسواق بكفاءة، مثل المراجعين والمحاسبين والشركات العاملة في سوق الأوراق المالية.

2.3.2. المحددات الداخلية: وتشير إلى القواعد والأسس التي تحدد كيفية اتخاذ القرارات وتوزيع السلطات داخل المنظمة، بين الجمعية العامة ومجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين، والتي يؤدي توافرها من ناحية وتطبيقها من ناحية أخرى إلى تقليل التعارض بين مصالح هذه الأطراف الثلاثة¹.

3. أهمية وأهداف حوكمة الشركات

لقد تعاضمت مؤخراً أهمية حوكمة الشركات بشكل كبير لتحقيق التنمية وتعزيز الرفاهية الاقتصادية للشعوب، إذ برزت هذه الأهمية بعد الأزمة المالية الآسيوية 1997-1998، والانهيئات التي طالت أكبر الشركات، من شركة "Enron" للطاقة، وما تبع ذلك من سلسلة اكتشافات تلاعب الشركات في قوائمها المالية التي كانت لا تعبر عن الواقع الفعلي لها، وذلك بالتواطؤ مع كبرى الشركات العالمية الخاصة بالتدقيق والمحاسبة، وهو ما جعل منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية "OECD" تصدر مجموعة من القواعد لحوكمة الشركات الخاصة في سنة 2004 ولحوكمة الشركات العامة (المملوكة للدولة) سنة 2005².

1.3. أهمية الحوكمة

يعتبر إدراك الشركات لأهمية تحسين نظم الحوكمة لديها عنصراً أساسياً في تحقيق ذلك، حيث أن اعتماد الحوكمة من قبل الشركات ذاتياً أكثر فعالية ونجاعة من فرضها بقوانين وتعليمات، إذ أنه وباتساق العالم بحرية الاستثمار، وانتقال رأس المال، أصبح من الصعب على الشركات اجتذاب التمويل اللازم من المستثمرين دون إيجاد نظم حوكمة جيدة وفقاً للمعايير الدولية. كما أن اجتذاب رأس المال طويل الأجل

¹ حواس مولود، رئيس عبد الحق، حوكمة وظيفة البحث والتطوير في منظمات الأعمال، ملتقى وطني حول "حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري"، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 6-7 ماي 2007، ص 5.

² عباس حميد التميمي، آليات الحوكمة ودورها في الحد من الفساد المالي والإداري في الشركات المملوكة للدولة، دون سنة، ص 5. مقال متوفر على الموقع الإلكتروني "2016-9-19": http://www.nazaha.iq/search_web/muhasbe/2.doc

يتطلب ترتيبات حوكمة تتصف بالمصداقية ويسهل فهمها على المستثمرين الأجانب وبالنسبة للدول النامية وذات الموارد المحدودة، فإن الحوكمة تعتبر أكثر أهمية لسببين أساسيين¹:

- أن هذه الدول لا تستطيع تحمل الهدر في الموارد المحدودة الذي ينتج عن الفساد وسوء الحوكمة.

- أن التنمية تعتمد بشكل كبير على القدرة على اجتذاب الاستثمار الأجنبي المباشر، والذي يعتبر الحوكمة من العوامل التي تسهم في خلق البيئة الجاذبة له.

ومن جهة أخرى وبغض النظر عن مصادر التمويل الأجنبي، إلا أن الالتزام بمبادئ الحوكمة السليمة من شأنه أن يساعد على رفع درجة الثقة من جانب المستثمرين المحليين، مما يؤدي في الأسواق الكفوءة إلى خفض تكلفة رأس المال، وتحقيق الاستقرار في مصادر التمويل، وبالتالي تحقيق ميزات تنافسية عالية.

1.1.3. أهمية حوكمة الشركات بالنسبة للاقتصاد

يشير العديد من الباحثين إلى أن الحوكمة الجيدة هي عامل أساسي من عوامل نجاح التنمية، ويبرز ذلك من خلال²:

- زيادة فرص الحصول على التمويل الخارجي من قبل الشركات، ويمكن أن يؤدي إلى زيادة معدلات الاستثمار، وتحقيق معدلات نمو أعلى، وزيادة توليد فرص العمل.
- خفض تكلفة رأس المال وما يرتبط بها من ارتفاع مستوى تقييم الشركة، مما يجعلها أكثر جاذبية للمستثمرين، وبالتالي تحقيق المزيد من الاستثمارات، مما يؤدي للمزيد من النمو وتوليد فرص العمل.
- الأداء التشغيلي بشكل أفضل من خلال تخصيص الموارد وإدارة أفضل، وهذا يخلق ثروة أكثر عموماً.
- بناء علاقات أفضل مع جميع أصحاب المصلحة عموماً، وتقليل حدوث الأزمات خاصة المالية منها، والتي يمكن أن يكون لها تأثير كبير على التكاليف الاقتصادية والاجتماعية.
- تعمل الحوكمة على استقرار الأسواق المالية³.

¹ جهاد خليل الوزير، دور الحوكمة في تمكين المساهمين والمستثمرين، واستقرار الأسواق المالية، ورقة عمل الملتقى السنوي الأول لسوق رأس المال الفلسطيني، 2007، ص 3.

² حسين عبد المطلب الأسرج، دور أدوات الحوكمة في تطوير مؤسسات الأوقاف، مؤتمر "الإدارة الرشيدة وبناء دولة المؤسسات"، القاهرة مصر، 2012، ص 178.

³ مركز أبو ظبي للحوكمة، أساسيات الحوكمة مصطلحات ومفاهيم، سلسلة النشرات التثقيفية لمركز أبوظبي للحوكمة، دون سنة، ص 12.

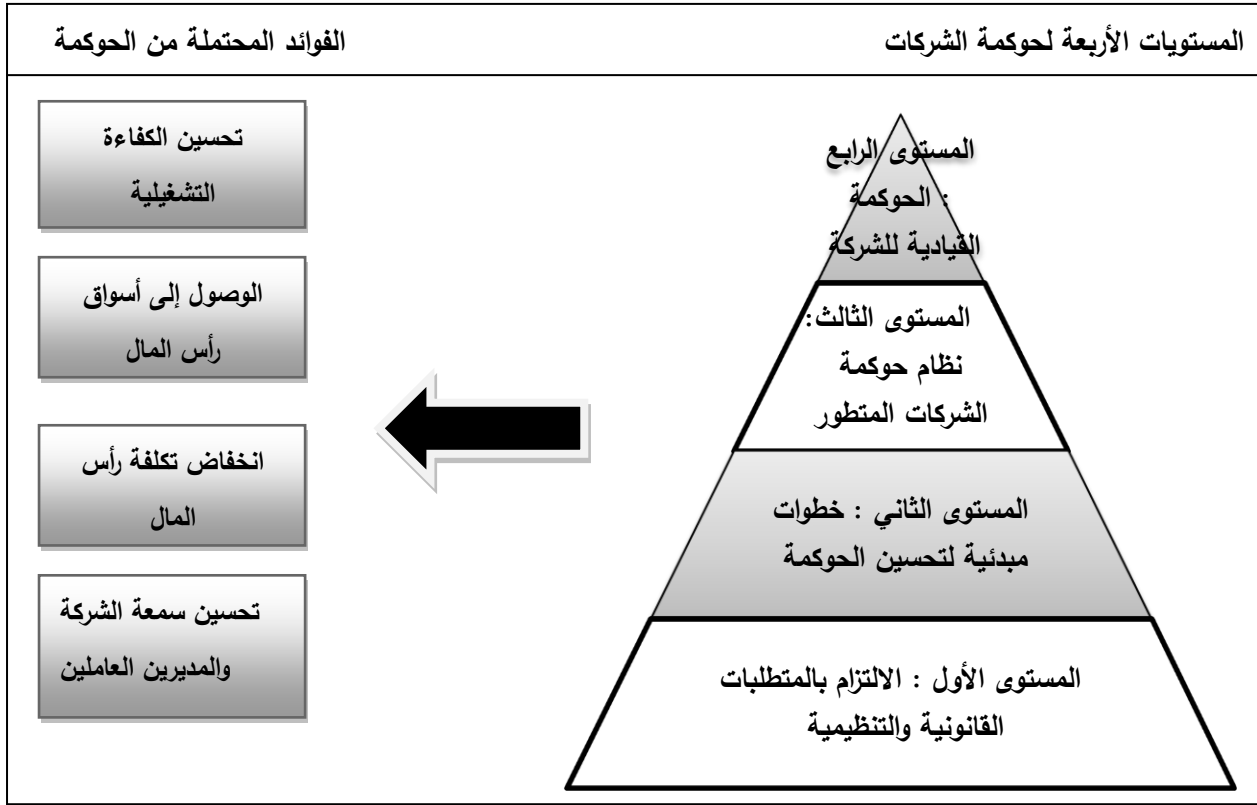
2.1.3. أهمية حوكمة الشركات بالنسبة للمستثمرين

إن للحوكمة أهمية للمستثمرين، تتمثل في¹:

- يساهم الاهتمام بالحوكمة في رفع قيمة الأسهم في الأسواق المالية.
 - إن الشركات التي تطبق الحوكمة سوف تخلو من أي مشكلات محاسبية، وبالتالي فإن خطط تلك الشركات في التحوط ستكون منصبة على مصالح أصحاب حقوق الملكية بشكل جوهري وفاعل وبالتالي ستكون الشركات بيئة جديدة لاستقطاب المستثمرين.
 - نظرا لأن الإفصاح عن ممارسات الحوكمة في الشركات لا يزال في أطواره الأولى، فقد بدأ مدققوا الحسابات يستقوا معلوماتهم عن الشركات من خلال مديريها، وعليه من الضروري أن يتم اختيار المديرين الذين يتمتعون بسمعة عالية من النزاهة والأخلاق.
 - ضرورة الإفصاح الشامل عن المعلومات المتعلقة بالحوكمة والمرتبطة بتسعير الخدمات واستراتيجيات الشركة، فضلا عن الإفصاح عن مدى استقلالية أعضاء مجلس الإدارة.
- كما تبرز أهمية الحوكمة من خلال الفوائد التي تحققها بالتناسب مع مستوياتها المختلفة، والشكل رقم (4-1) يوضح ذلك:

¹ هاشم فوزي العبادي، علي رزاق العابدي، حاكمية الشركات نحو إدارة رشيدة في منظمة الأعمال مدخل فلسفي معاصر مؤتمر "الإدارة الرشيدة وبناء دولة المؤسسات" القاهرة، مصر، 2012، ص 210.

الشكل رقم (1-4): مستويات الحوكمة والفوائد المحتملة منها



Source : Intenational Finance Corporation(IFC), the Russia corporate governance manual Intenational Finance Corporation, Washinington DC, 2004, p13.

من الشكل السابق يتضح أن الشركات التي تطبق مبادئ الحوكمة ستحصل على فوائد هائلة كإخفاض تكلفة رأس المال، وعند وصول نظام الحوكمة إلى وضع متطور في الشركة تبدأ الحوكمة بمنح المنشآت والنظم الاقتصادية فرصة الاستفادة من جميع الفوائد الكامنة في التطورات الحديثة والوصول إلى أسواق رأس المال. ومع شمول وتفعيل نظام الحوكمة على كافة الجوانب المتعلقة بالشركة تصل إلى مستوى الحوكمة القيادية التي تعمل على تحفيز الأداء وتحسين الكفاءة التشغيلية على كافة الجوانب، من خلال تحسين نظام الحوكمة.

2.3. أهداف حوكمة الشركات

إن الهدف الأساسي لحوكمة الشركات هو زيادة قيمة الشركة في نظر جميع الأطراف المعنية وتحسين قدرتها التنافسية، عن طريق إدخال تحسينات على الأداء التنظيمي والمساءلة، ويتحقق هذا عبر الأهداف الفرعية التي يمكن التعبير عنها في النقاط التالية¹:

- فرض الرقابة الفعالة على أداء الوحدات الاقتصادية وتدعيم المساءلة المحاسبية لها.
- ضمان مراجعة الأداء التشغيلي، والمالي، والنقدي للوحدة الاقتصادية.
- تقويم أداء الإدارة العليا وتعزيز المساءلة ورفع درجة الثقة فيها.
- تعميق ثقافة الالتزام بالقوانين والمبادئ والمعايير المتفق عليها.
- تعظيم أرباح الوحدة الاقتصادية.
- زيادة ثقة المستثمرين في أسواق المال لتدعيم المواطنة الاستثمارية.
- الحصول على التمويل المناسب والتنبؤ بالمخاطر المتوقعة.
- تحقيق العدالة والشفافية ومحاربة الفساد.
- مراعاة مصالح الأطراف المختلفة وتفعيل التواصل معهم.

4. معايير حوكمة الشركات

نظرا للاهتمام المتزايد بمفهوم الحوكمة، فقد حرصت العديد من المؤسسات المالية على دراسة هذا المفهوم وتحليله ووضع معايير محددة لتطبيقه، ومن هذه المؤسسات، منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية بنك التسويات الدولية ممثلا في لجنة بازل، ومؤسسة التمويل الدولية التابعة للبنك الدولي.

وفي الواقع، نجد أن اختلاف التعريفات المعطاة لمفهوم الحوكمة، أدى إلى الاختلاف في المعايير التي تحكم عملية الحوكمة، وذلك من منظور كل جهة تضع مفهوما لهذه المعايير، وذلك على النحو التالي:

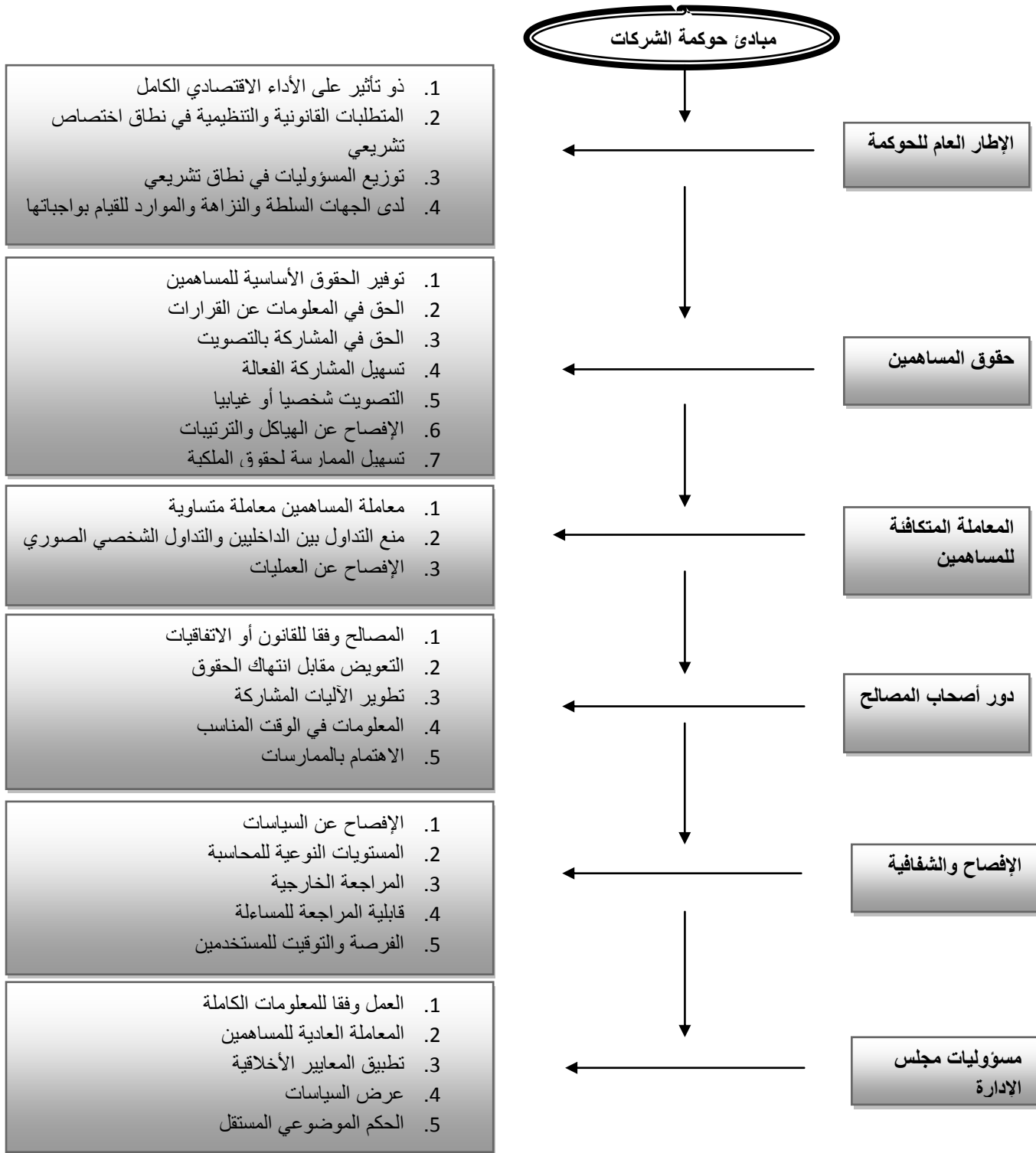
1.4. معايير منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD)

يتم تطبيق الحوكمة وفق خمسة معايير أساسية توصلت إليها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية في عام 1999، زائد المعيار السادس والذي تم وضعه بعد مراجعة هذه المبادئ سنة 2004²، والشكل الموالي يوضح ذلك:

¹ بوقرة رابح، غانم هاجرة، الحوكمة المفهوم والأهمية، ملتقى وطني حول "حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري"، جامعة محمد خيضر بسكرة، 6-7 ماي 2012، ص8.

² Organization for economic co-operation & development (OECD), Ibid, p9.

الشكل رقم (1-5) : مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية



المصدر: عطا الله واردة خليل، محمد عبد الفتاح العشماوي، الحوكمة المؤسسية، مكتبة الحرية القاهرة مصر، 2008، ص 57.

من خلال الشكل السابق يمكن شرح كل معيار كما يلي:

1.1.4. حقوق المساهمين (The rights of shareholders)

وتشمل نقل ملكية الأسهم، اختيار مجلس الإدارة، الحصول على عائد في الأرباح، مراجعة القوائم المالية وحقوق المساهمين في المشاركة الفعالة في اجتماعات الجمعية العامة وذلك من خلال¹:

- تزويد المساهمين بالمعلومات الكافية، وفي الوقت المناسب فيما يتعلق بتاريخ ومكان وجدول الأعمال؛
- إتاحة الفرصة للمساهمين لتوجيه الأسئلة إلى مجلس الإدارة، بما في ذلك المتعلقة بالمراجعة الخارجية السنوية؛
- تمكين المساهمين من التصويت سواء شخصيا أو غيابيا، مع إعطاء نفس الوزن للأصوات سواء تم الإدلاء بها حضوريا أو غيابيا.

2.1.4. المعاملة المتكافئة للمساهمين (The equitable treatment of shareholders)

وتعني المساواة بين حملة الأسهم داخل كل فئة، وحقوقهم في الدفاع عن حقوقهم القانونية، والتصويت في الجمعية العامة على القرارات الأساسية، وكذلك حمايتهم من أي عمليات استحواذ أو دمج مشكوك فيها أو من الاتجار في المعلومات الداخلية، وكذلك حقهم في الاطلاع على كافة المعاملات مع أعضاء مجلس الإدارة أو المديرين التنفيذيين.

3.1.4. دور أصحاب المصالح في حوكمة الشركات (The role of stakeholders in corporate governance)

يجب أن ينطوي إطار حوكمة الشركات على الاعتراف بحقوق أصحاب المصلحة كما يوضحها القانون وأن يعمل أيضا على تشجيع الاتصال بين المؤسسات وبين أصحاب المصالح في مجال خلق الثروة وفرص العمل، وتحقيق الاستدامة للمشروعات القائمة على أسس مالية سليمة²، ويقصد بأصحاب المصالح البنوك والعاملين، وحملة السندات، والموردين والعملاء.

¹ عبد المطلب عثمان محمود دليل، نموذج مقترح لقياس أثر تطبيق حوكمة الشركات في كفاءة سوق الأوراق المالية، المنظمة العربية للتتمية الإدارية القاهرة، مصر، 2015، ص ص 71-72.

² حسين يرقى، عمر علي عبد الصمد، مرجع سابق، ص 7.

4.1.4. الإفصاح والشفافية (Disclosure and transparency)

ويعني الإفصاح عن المعلومات الهامة ودور مراقب الحسابات، والإفصاح عن ملكية النسبة العظمى من الأسهم، والإفصاح المتعلق بأعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين، ويتم الإفصاح عن كل تلك المعلومات بطريقة عادلة بين جميع المساهمين وأصحاب المصالح في الوقت المناسب ودون تأخير.

5.1.4. مسؤوليات مجلس الإدارة (The responsibilities of the board)

يجب أن يتيح إطار حوكمة الشركات الخطوط الإرشادية الإستراتيجية لتوجيه المؤسسات، كما يجب أن يكفل المتابعة الفعلية للإدارة التنفيذية من قبل مجلس الإدارة، وأن يتم مساءلة مجلس الإدارة من قبل المساهمين والمؤسسة.

6.1.4. ضمان الأساس اللازم لتفعيل إطار حوكمة الشركات (Ensuring the basis for an effective corporata governance framework)

يجب أن يتضمن إطار حوكمة الشركات كلا من تعزيز شفافية الأسواق وكفاءتها، كما يجب أن يكون متناسقا مع أحكام القانون، وأن يصيغ بوضوح تقسيم المسؤوليات فيما بين السلطات الإشرافية والتنظيمية والتنفيذية المختلفة.

وبالتمتع في هذه المعايير نجد أنها غطت أهم الجوانب الأساسية لنجاح أي شركة، إذ أن تطبيقها على أرض الواقع سيجلب عليه العديد من النتائج الإيجابية، من أهمها إحكام الرقابة على مجالس الإدارات ومديري الشركات، وحماية حقوق المساهمين، وتوفير كل السبل للقيام بالدور المطلوب منهم، وإعطاء أصحاب المصالح من الموظفين والعمال والعملاء وغيرهم دورا في حياة الشركة.

ونورد في الجدول الموالي مبادئ الحوكمة وفق منظور منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، ومنظور الشبكة العالمية للحاكمية الشاملة:

الجدول رقم (1-1): مبادئ الحوكمة وفق منظورين (OECD, ICGN)

مبادئ ICGN*	مبادئ OECD
- التغييرات التنظيمية الجوهرية تتطلب الموافقة المسبقة للمساهمين . - للمساهمين الحق في ممارسة التصويت - الإفصاح الدوري لنتائج القرارات - تحقيق مبدأ العدالة من خلال معيار "سهم واحد صوت واحد" - تؤمن مؤسسات الاستثمار مسؤولية ترتيب حقوق التصويت	حماية حقوق المساهمين
- مبدأ سهم واحد صوت واحد - حماية حقوق صغار المساهمين والمساهمين الأجانب	المعاملة العادلة لجميع المساهمين
- يبني المدراء علاقات جيدة ومثمرة مع جميع فئات أصحاب المصالح ويلتزمون بتحمل المساءلة أمام حملة الأسهم	دور أصحاب المصالح
- الإفصاح الدوري والكامل بمعلومات كاملة وملائمة - الإفصاح عن ملكية الأسهم والموقف من حق التصويت - الإفصاح عن المعلومات الخاصة بالمدراء - الإفصاح عن السياسات المتعلقة بمكافآت المدراء - تحقيق الموقف السنوي من قبل مدققين خارجيين	الشفافية والإفصاح
- تقييم المدراء بشكل مستقل عن تقييم العمليات - متابعة العملية التدقيقية وتحديد المكافآت وتسمية اللجان ، وكذلك تعيين مدراء من الخارج .	مسؤوليات مجلس الإدارة
ICGN الشبكة العالمية للحاكمية الشاملة	OECD منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية

المصدر: طاهر محسن منصور الغالبي، صالح مهدي محسن العامري، المسؤولية الاجتماعية وأخلاقيات الأعمال-الأعمال والمجتمع-، طبعة 2، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2008، ص 457.

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن المبادئ التي وضعتها الشبكة العالمية للحاكمية الشاملة تشمل نفس المجالات التي تطرقت لها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، إذ تعتبر هذه المبادئ عناصر إضافية لتعزيز تلك التي وضعتها المنظمة (OECD).

* ICGN : International corporate governance network.

2.4. معايير لجنة بازل للرقابة المصرفية العالمية (Basel Committee)

أصدرت لجنة بازل تقريراً عن تعزيز الحوكمة في المصارف عام 1999، ثم أصدرت نسخة معدلة منه عام 2005، وفي فبراير 2006 أصدرت نسخة محدثة بعنوان "تشجيع حوكمة الشركات في البنوك" وعلى أساسها فإن مبادئ الحوكمة في المصارف تتمثل في¹:

المبدأ الأول: يجب على أعضاء مجلس الإدارة اعتماد ومراجعة الأهداف الإستراتيجية للبنك، والتأكد من التزام جميع الموظفين داخل البنك بالسلوك الأخلاقي.

المبدأ الثاني: يجب أن يكون أعضاء مجلس الإدارة مؤهلين حسب المناصب التي يشغلونها، ولديهم فهم واضح عن دورهم في حوكمة الشركات، إضافة إلى قدرتهم على الحكم السليم بشأن أعمال البنك.

المبدأ الثالث: يجب على مجلس الإدارة أن يضع حدود واضحة للمسؤوليات والمحاسبة في البنك لأنفسهم وللإدارة العليا وللعاملين، وأن يضع هيكلًا إداريًا مشجعًا على المحاسبة ويحدد المسؤوليات.

المبدأ الرابع: يجب على المجلس ضمان إشراف ملائم من الإدارة العليا يتفق مع سياساتها.

المبدأ الخامس: يجب على مجلس الإدارة أن يقر باستقلال مراقبي الحسابات، وبوظائف الرقابة الداخلية والتأكد من أن مراقبي الحسابات يمارسون عملهم وفق المعايير المطبقة.

المبدأ السادس: على البنك ضمان ملائمة ممارسات وسياسات المكافآت مع ثقافة المؤسسات المصرفية ومع الأهداف الإستراتيجية، وكذلك مع محيط الرقابة.

المبدأ السابع: يجب أن يدار البنك باستخدام أسس تتسم بالشفافية.

المبدأ الثامن: يجب على المجلس والإدارة العليا فهم الهيكل التشغيلي للبنك، من خلال مدى الالتزام بالعمل وفق بيئة قانونية معينة.

وإدراكاً من لجنة بازل لأهمية التطبيق السليم لمبادئ الحوكمة في الجهاز المصرفي، فقد أصدرت العديد من الأوراق والتقارير التي تبين من خلالها الأسس والشروط اللازمة لنجاح تطبيق مبادئ الحوكمة في المصارف، ومنها²:

¹ Basel committee on banking supervision, Enhancing corporate governance for banking organization, bank for international settlement, February 2006.

² بن ثابت علال، عبيدي نعيمة، الحوكمة في المصارف الإسلامية، يوم دراسي حول التمويل الإسلامي - واقع وتحديات - جامعة عمار تليجي الأغواط، الجزائر، 9 ديسمبر 2010، ص 8.

- توفير دليل عمل ومعايير السلوك الملائم، ونظام لقياس مدى الالتزام بهذه المعايير.
- وضع إستراتيجية واضحة للمصرف يتم على ضوءها قياس مدى النجاح ومدى مساهمة الأفراد في هذا النجاح.
- التوزيع السليم للمسؤوليات ومراكز اتخاذ القرار.
- وضع آلية للتعاون والتفاعل بين مجلس الإدارة ومراجعي الحسابات.
- توفير نظم قوية للرقابة الداخلية، تتضمن تحديد وظائف المراجعة الداخلية ووظائف إدارة المخاطر.
- رقابة خاصة لمراكز المخاطر والمواقع التي يتصاعد فيها تضارب المصالح.
- تدفق مناسب للمعلومات، سواء من داخل المصرف أو خارجه.

3.4. معايير مؤسسة التمويل الدولية

وضعت مؤسسة التمويل الدولية (IFC*) التابعة للبنك الدولي في عام 2003 قواعد ومعايير عامة لدعم الحوكمة في المؤسسات على تنوعها، سواء كانت مالية أو غير مالية، وذلك على مستويات أربعة كالتالي¹:

- الممارسات المقبولة للحكم الجيد.
- خطوات إضافية لضمان الحكم الجيد الجديد.
- إسهامات أساسية لتحسين الحكم الجيد محليا.
- القيادة.

4.4. معايير قانون سارينز - أوكسلي

هو مشروع قانون قدمه السيناتور الديمقراطي "بول سارينز"، ووقعه الرئيس "جورج بوش" كقانون في 30 جويلية 2002، وقد أنشأ القانون جهازا جديدا للإشراف وتنظيم المراجعين، وأوجد قوانين خاصة بمسؤولية الشركة، والنقاط التالية تصف كل جوانب القانون²:

1.4.4. مجلس الإشراف على محاسبة الشركات العامة

يعمل هذا المجلس على للإشراف على عملية المراجعة للشركات العامة، من أجل تحسين دقة تقارير المراجعة، وواجباته هي:

* IFC : International Financial Corporation.

¹ محمد حسن يوسف، مرجع سابق، ص 9.

² كينييث أ. كيم وآخرون، حوكمة الشركة الأطراف الراصد والمشاركة، دار المريخ، الرياض، السعودية، 2010، ص ص 161-163.

- تسجيل المنشآت المحاسبية العامة.
- وضع أو الأخذ برقابة جودة المراجعة والأخلاقيات والاستغلال والمعايير الأخرى.
- إجراء تفتيش على المنشآت العامة.

2.4.4. مسؤولية الشركة

يعمل القانون على زيادة الرصد، ومسؤوليات مجالس الإدارة وتحسين الجدارة، وبصفة عامة يعمل القانون على ما يلي:

- جعل لجنة المراجعة لمجلس الإدارة أكثر استقلالاً عن الإدارة وأكثر مسؤولية عن التعيين والإشراف على خدمات المراجعة.
- اعتبار عدم الشرعية أو التضليل أو القهر أو التأثير الاحتيالي مسؤولية المحاسب المرتبط بخدمات المراجعة.

3.4.4. الإفصاحات المالية المعززة

- يحاول القانون الجديد جعل الأعمال التنفيذية أكثر شفافية للمساهمين، خاصة أن القانون جاء بما يلي:
- يتطلب الإفصاح عن الصفقات خارج الميزانية العمومية تصحيحات في التقارير المحددة بواسطة المراجعين.
- تقليل الوقت اللازم للتقرير عن الأوراق المالية للشركة (وحقوق الملكية الأخرى) إلى يومين.
- يتطلب وجود خبير مالي بلجنة المراجعة التابعة لمجلس الإدارة.

4.4.4. تعارض مصالح المحليين

يفوض القانون مفوضية الأوراق المالية وضع قواعد للتأكد من فصل المحليين عن أنشطة الشركات والإفصاح التام عن أي تعارض في المصالح.

5.4.4. الغش المؤسسي والجنائي والمسؤولية والعقوبات

وضع القانون تعريفات جديدة ومحددة للسلوكيات الإجرامية وشدد العقوبة .

6.4.4. استقلالية المراجعين

من خلال حظر شركات المراجعة عن تنفيذ أنشطة مراجعة واستشارات معا للشركة الواحدة، ومنح لجنة المراجعة مزيدا من السلطات.

ومما سبق يمكن القول أن قانون "ساربينز أوكسلي" يحتوي على إصلاحات هامة تهدف إلى تحسين أداء مهنة المحاسبة وإعادة الثقة بها، كذلك يوفر القانون أدوات جديدة لفرض تطبيق قوانين الأوراق المالية.

5.4. معايير الحوكمة للمؤسسات والإدارات العامة

يمكن اعتبار قواعد حوكمة المؤسسات العامة مكملّة للقواعد والنصوص التي تحكم هذه الشركات في ظل القوانين واللوائح المنظمة لها، وقد تم الاقتداء بمبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية لحوكمة الشركات المملوكة للدولة، بوصفها مرجعا عند وضع مبادئ الحوكمة لشركات قطاع الأعمال العامة في أي دولة.

وتنقسم هذه المبادئ إلى ست مجموعات¹:

- 1- التأكيد على وجود إطار تنظيمي وقانوني فعال للمؤسسات والإدارات العامة.
- 2- اعتماد وحدات للمراجعة الداخلية.
- 3- المعاملة المتساوية لحملة الأسهم (مساهمة الدولة أو الأفراد).
- 4- العلاقات مع الأطراف ذات المصالح من خلال تفعيل وحدات للمراجعة الداخلية في كافة إدارات الدولة.
- 5- الشفافية والإفصاح من خلال تفعيل عمل الأجهزة الرقابية (ديوان المحاسبة، مجلس الخدمة المدنية التفتيش المركزي، وأي أجهزة رقابية أخرى).
- 6- مسؤوليات مجالس إدارة المؤسسات العامة.

¹ محمد ياسين غادر، محددات الحوكمة ومعاييرها، المؤتمر العلمي الدولي "عولمة الإدارة في عصر المعرفة" جامعة الجنان طرابلس لبنان، 15-17 ديسمبر 2012، ص 22.

المبحث الثالث: حوكمة صناديق الثروة السيادية

إن الحوكمة هي مجموعة من القوانين والقواعد والمعايير التي تحدد العلاقة بين إدارة الشركة، وحملة الأسهم وأصحاب المصالح المرتبطة بهذه الشركة (حملة السندات، العمال، الدائنين، والمواطنين)، وامتثال صندوق ثروة سيادي* لهذه المبادئ مرتبط ارتباطاً قوياً بأداء الحكومة التي تمتلكه. وتساعد مبادئ سندياغو (GAPP*) التي تم إعدادها من طرف 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.

1. دور مبادئ سندياغو في تعزيز حوكمة الصناديق السيادية

نظرا للمخاوف التي أبدتها البلدان المتلقية للصناديق السيادية من احتمال وجود دوافع غير تجارية وراء استثمارات الصناديق، والتي يمكن أن تتطوي على أضرار تطل جميع الأطراف وتعرق استقرار النظام المالي والنقدي العالمي بتأثيرها على كفاءة تدفق رؤوس الأموال العالمية، يرى صندوق النقد الدولي أن زيادة الوضوح الذي يتحقق من خلال المبادئ والممارسات المعروفة أيضا باسم مبادئ ساندياغو سوف تعود بالنفع على البلدان الراعية والمتلقية على حد سواء، ذلك أنها ستعمل على تحسين الفهم العام لطبيعة الصناديق السيادية وتسمح للصناديق حديثة النشأة بالاستفادة من تجارب الآخرين.

1.1. المجالات الرئيسية لمبادئ سندياغو والغرض الإرشادي لها

تمثل مبادئ ساندياغو المبادئ والممارسات المتعارف عليها والتي تعبر تعبيرا دقيقا عن ممارسات وأهداف الاستثمار في صناديق الثروة السيادية. وهي مبادئ طوعية يدعمها الأعضاء في مجموعة العمل الدولية وإما يطبقونها بالفعل أو يطمحون إلى تطبيقها.

1.1.1. مجالات مبادئ سندياغو

تغطي مبادئ ساندياغو الأربع والعشرين¹ المجالات الرئيسية التالية²:

* هناك من يستخدم مصطلح صناديق الثروة السيادية، وهناك من يقتصر على مصطلح الصناديق السيادية فقط بدون كلمة الثروة وسوف تستخدم الباحثة في هذا البحث المصطلحين معا.

* GAPP : Generally Accepted Principles and Practices.

¹ للاطلاع على مضمون مبادئ سندياغو أنظر الملحق رقم 1.

² مجموعة العمل الدولية للصناديق السيادية (IWG)، تقرير مبادئ ساندياغو، 2008، ص3، متوفر على الموقع:

www.iwg-swf.org

المجال الأول: يضم الإطار القانوني والأهداف والاتساق مع السياسات الاقتصادية الكلية، إن هذا الإطار يمثل ركيزة أساسية لإطار مؤسسي قوي وهيكل حوكمة مستقر يقوم عليهما صندوق الثروة السيادي، كما ييسر عملية صياغة استراتيجيات الاستثمار الملائمة التي تتسق مع أهداف سياسية المعلنة.

المجال الثاني: يضم الإطار المؤسسي وهيكل الحوكمة، وهو المحور الذي يفصل بين وظائف الجهة المالكة والجهاز الحاكم وفريق الإدارة مما يؤدي إلى تسيير الاستقلالية التشغيلية في إدارة صندوق الثروة السيادي وبما يكفل اتخاذ قرارات الاستثمار وتنفيذ العمليات الاستثمارية دون تدخل سياسي، وتعمل سياسة الاستثمار الواضحة على إظهار التزام الصندوق بخطة استثمار وممارسات استثمارية منضبطة.

المجال الثالث: يضم إطار الاستثمار وإدارة المخاطر، وهو محور يضم مبادئ تهدف إلى تشجيع سلامة العمليات الاستثمارية للصناديق ومدى خضوع هذه العمليات للمساءلة.

2.1.1. الغرض الإرشادي لمبادئ سنتياغو

ويتمثل الغرض الإرشادي لهذه المبادئ فيما يلي¹:

- إرساء هيكل شفاف وسليم للحوكمة يكفل الضوابط التشغيلية الملائمة وسلامة إدارة المخاطر والمساءلة.
- ضمان الالتزام بكافة متطلبات التنظيم والإفصاح في البلدان التي تستثمر فيها الصناديق السيادية.
- التأكد من أن استثمارات صناديق الثروة السيادية تراعي المخاطر الاقتصادية والمالية واعتبارات العائد.
- المساعدة على الاحتفاظ بنظام مالي عالمي مستقر وبحرية تدفق رؤوس الأموال والاستثمارات .

2.1.2. مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية

تأسست مجموعة العمل الدولية للصناديق السيادية في اجتماع عقد في العاصمة واشنطن يومي 30 أبريل والأول من مايو 2008 بعضوية ممثلي البلدان التي تدير صناديق الثروة السيادية، وتم الاتفاق في الاجتماع على أن تبدأ المجموعة عملها بمساهمة من صندوق النقد الدولي في دور المسير والمنسق، واختير للتشارك في رئاستها السيد حمد السويدي وكيل وزارة المالية في إمارة أبو ظبي، والسيد "هايما كاروانا" مدير إدارة الأسواق النقدية والرأسمالية بصندوق النقد الدولي.

وتتألف مجموعة العمل الدولية من 26 بلدا عضوا في صندوق النقد الدولي. لديها صناديق للثروة السيادية، وقد عقدت المجموعة ثلاثة اجتماعات:

¹ نفس المرجع.

- في العاصمة واشنطن وفي سنغافورة وفي سنغافورة (شيلي) لتحديد مجموعة من المبادئ والممارسات المتعارف عليها (GAPP) وصياغتها على نحو يعكس صورة صادقة لممارستها وأهدافها الاستثمارية، واتفق أعضاؤها على مبادئ سنغافورة في الاجتماع الثالث، وتم أيضا تشكيل مجموعة فرعية منبثقة عن مجموعة العمل الدولية برئاسة السيد "ديفيد موراي" رئيس مجلس أوصياء صندوق المستقبل لتتولى أعمال الصياغة الفنية، واستعانت مجموعة العمل الدولية في أداء مهمتها بالنتائج التي خلص إليها المسح الطوعي المعني بصناديق الثروة السيادية والذي أصدر صندوق النقد الدولي تكليفا بإجرائه لاستطلاع الهياكل والممارسات الحالية، كما أفادت من المبادئ والممارسات الدولية التي تلقى قبولا واسع النطاق بالفعل في المجالات ذات الصلة، كذلك استنقت مجموعة العمل الدولية معلومات من مساهمات عدد من البلدان المتلقية لتدفقاتها الاستثمارية.

- أستراليا، البرازيل، فرنسا، ألمانيا، الهند، إيطاليا، اليابان، جنوب إفريقيا، المملكة المتحدة والولايات المتحدة عطا على المفوضية الأوروبية، ومنظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي والبنك الدولي، واطلع صندوق النقد الدولي بدور المسير والمنسق لعمل المجموعة كما تولى مهام الأمانة اللازمة لها¹.

والجدول الموالي يمثل قائمة بأعضاء مجموعة العمل الدولية:

¹ حمد السويدي، هايم كاروانا، المبادئ والممارسات المتعارف عليها، الهدف والغرض الخاص، صندوق النقد الدولي، أكتوبر 2008 ص ص 1-2 .

الجدول (1-2): قائمة أعضاء مجموعة العمل الدولية

الدولة	الصندوق	الدولة	الصندوق
تشيلي	صندوق الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي (ESSF)	النرويج	صندوق معاشات التقاعد الحكومي (GPF)
كوريا	الشركة الكورية للاستثمار (KIC)	الإمارات العربية	هيئة أبي ظبي للاستثمارات (ADIA)
أذربيجان	صندوق النفط الحكومي (SOFAZ)	الصين	المؤسسة الصينية للاستثمار (CIC)
كندا	صندوق ألبرتا للدخار (AHSTF)	الكويت	الهيئة العامة للاستثمار (KIA)
إيران	صندوق تثبيت النفط (OSF)	سنغافورة	شركة حكومة سنغافورة المحدودة للاستثمارات الخاصة (GIC)
نيوزلندا	صندوق التقاعد (SF)	سنغافورة	شركة تيماسيك القابضة الخاصة المحدودة (TEM)
بوتسوانيا	صندوق بولا (Pula)	روسيا	صندوق الثروة الوطني (NWF)
تيمور الشرقية	صندوق تيمور الشرقية للبترول (PETZ)	روسيا	الصندوق الاحتياطي (RRF)
ترينيداد وتوباغو	صندوق التراث والاستقرار (HSF)	قطر	هيئة الاستثمار القطرية (QIA)
تشيلي	صندوق احتياطي المعاشات التقاعدية (PRF)	ليبيا	الهيئة الليبية للاستثمار (LIA)
البحرين	صندوق احتياطي الأجيال القادمة (FGRF)	أستراليا	صندوق المستقبل الأسترالي (AFF)
غينيا الاستوائية	صندوق الأجيال القادمة (FFG)	الولايات المتحدة	صندوق أسكا الدائم (APF)
المكسيك	صندوق تثبيت إيرادات النفط (ORSF)	إيرلندا	صندوق الاحتياطي الوطني للمعاشات التقاعدية (NPRF)

المصدر: سفين بيرينيت، أين صناديق الثروة السيادية من مبادئ سندياغو، أوراق كارينغي، 22 ماي 2010 ص5.

3.1. الغرض من المبادئ والممارسات المتعارف عليها

يكن الغرض من المبادئ والممارسات المتعارف عليها في تحديد إطار يعبر تعبيرا دقيقا عن ترتيبات الحوكمة والمساءلة وكذلك إدارة ممارسة الاستثمار في صناديق الثروة السيادية على أساس حكيم وسليم، ولقد تم استقاء عناصر المبادئ والممارسات المتعارف عليها من استعراض ممارسات الصناديق القائمة في عدد من البلدان.

وتهدف المبادئ والممارسات المتعارف عليها إلى دعم الإطار المؤسسي ونظام الحوكمة والعمليات الاستثمارية التي تقوم عليها صناديق الثروة السيادية، والتي تسترشد بالغرض الخاص وراء سياساتها وبأهدافها المقررة وتتوافق مع إقامة إطار اقتصادي كلي سليم، ويتوقع أن يساعد نشر هذه المبادئ والممارسات على

تحسين الفهم السائد لصناديق الثروة السيادية بوصفها كيانات لها توجه اقتصادي ومالي في كل من بلدان الموطن والبلدان المتلقية. ويتوخى من هذا الفهم أن يسهم في استقرار النظام المالي العالمي، ويحد من الضغوط الحمائية، ويساعد في الحفاظ على مناخ استثماري منفتح ومستقر.

ومن شأن هذه المبادئ والممارسات أن تتيح لصناديق الثروة السيادية، لاسيما المنشأة حديثاً منها تطوير هيكلها التنظيمي وسياساتها المعتمدة وممارساتها الاستثمارية، أو مراجعتها أو تقويتها¹.

4.1. واقع صناديق الثروة السيادية من مؤشر الامتثال لمبادئ سندياغو

إن امتثال صناديق الثروة السيادية لمبادئ "سندياغو" كان متفاوتاً، حيث صنفت درجة الأداء والامتثال إلى ثلاثة مجموعات حسب مؤشر الامتثال لمبادئ "سندياغو" لعام 2013²:

- المجموعة الأولى تضم صناديق صاحبة أفضل أداء وتعتبر متوافقة مع هذه المبادئ بتحقيقها لنسبة امتثال بما لا يقل عن 80%.

- أما المجموعة الثانية فدرجة امتثالها متوسطة وتتراوح نسبة الامتثال بين 79% و 50% وهي متوافقة جزئياً مع مبادئ "سندياغو".

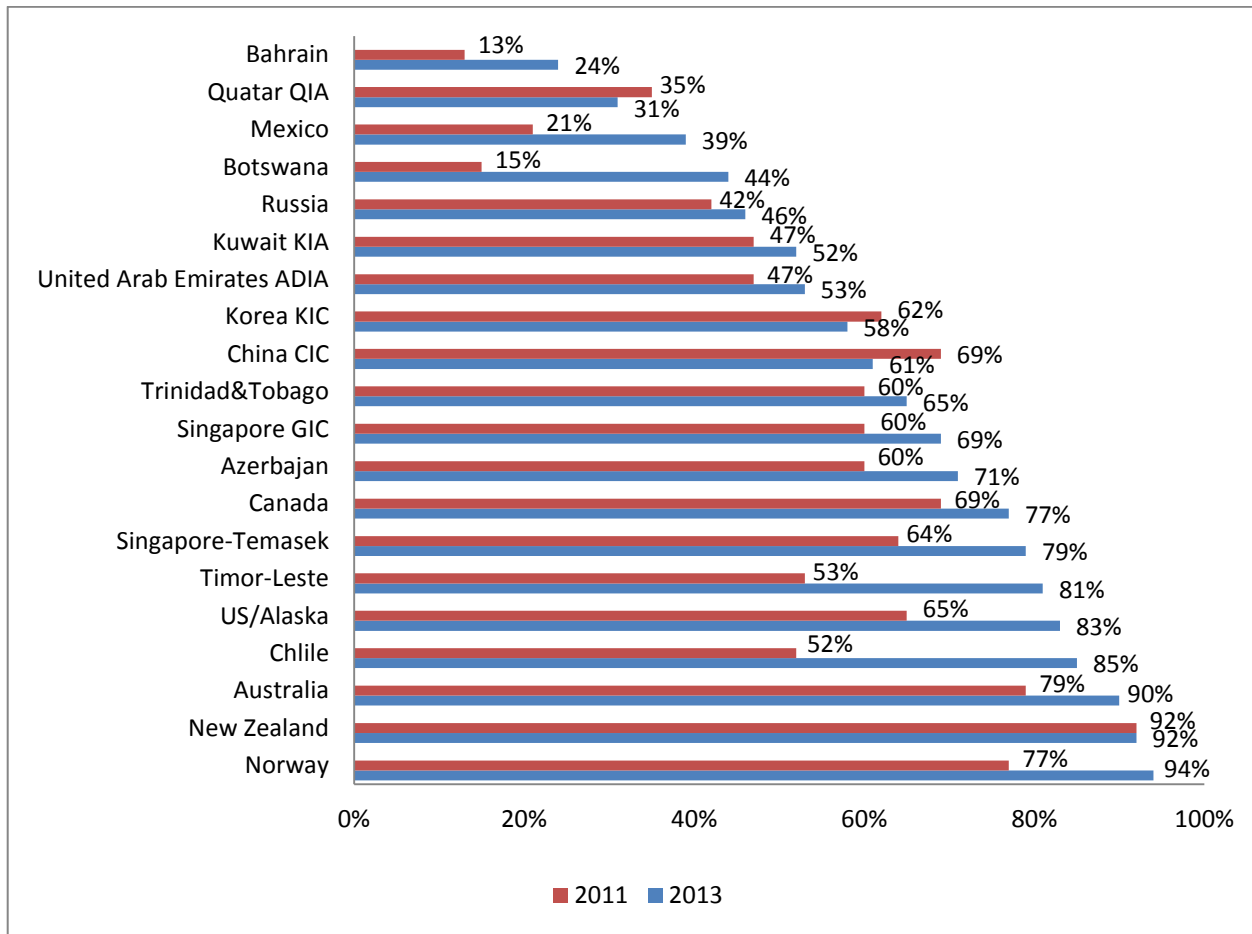
- أما المجموعة الثالثة تصنف ضمن الصناديق ذات الأداء الضعيف ونسبة امتثالها أقل من 50% وتعتبر صناديقها غير متوافقة مع مبادئ "سندياغو".

وللوقوف على مدى التزام صناديق الثروة السيادية لمبادئ "سندياغو" نعرض الشكل الموالي:

¹ صندوق النقد الدولي، مجموعة العمل الدولية، أكتوبر 2008، ص9.

² Goeconomica, The Santiago Compliance Index 2013 -Rating governance standards of sovereign wealth funds-, Benchmarking Series, January 2014, p 3-4.

الشكل رقم (1-6): مؤشر الامتثال لمبادئ "سنتياغو" (2011-2013)



المصدر: أحمد نصير، سليمان زواري فرحات، دراسة تحليلية لمدى امتثال صناديق الثروة السيادية لمبادئ سنتياغو، مداخلة ضمن المؤتمر الأول "السياسات الاستخدامية للموارد الطاقوية بين متطلبات التنمية القطرية وتأمين الاحتياجات الدولية"، كلية الاقتصاد، جامعة سطيف 1، 2015، ص 19.

من خلال الشكل رقم (3-5) يمكن تقسيم صناديق الثروة السيادية إلى ثلاثة مجموعات يتم تصنيفها من خلالها درجة الامتثال لمبادئ "سنتياغو" وفقا لمؤشر 2013 كما يلي:

- **المجموعة الأولى:** تتكون هذه المجموعة من ستة صناديق، النرويج "GPFG"، نيوزلاندا "NZSF"، أستراليا "AFF"، تشيلي "ESSF"، ألاسكا "APF"، تيمور الشرقية "HSF"، والتي تتراوح نسبة امتثالها ما بين 81% و 94% أي أن هذه الصناديق متوافقة مع مبادئ "سنتياغو". كما أن هذه الصناديق ارتقت حوكمتها مقارنة بسنة 2011 من خلال تحسن نسبة الامتثال فيما عدا صندوق نيوزلاندا الذي بقيت نسبته ثابتة لعام 2013 مقارنة بمؤشر عام 2011 ولكنها نسبة عالية وتؤكد مراعاة الصندوق لهذه المبادئ.

- **المجموعة الثانية:** وتضم هذه المجموعة ثمانية صناديق، سنغافورة بصندوقها "Temasek" و "GIC"، كندا "AHSTF"، أذربيجان "SOFA"، الصين "CIC"، كوريا الجنوبية "KIC"، الإمارات "ADIA"، الكويت "KIA" والتي تتراوح نسبة امتثالها بين 52% و 79% وهي تعبر عن امتثال متوسط. وبمقارنة نسبة الامتثال لسنتي 2011 و 2013 نجد أن معظم هذه الصناديق حسنت من نسبتها خاصة الصندوقين العربيين الذين التحقا بهذه المجموعة بعد أن كانا يصنفان ضمن المجموعة الثالثة.

- **المجموعة الثالثة:** وتضم الصناديق المتبقية وعددها ستة هي، روسيا "NWF" و "RRF"، بوتسوانا "PF" المكسيك "ORSF"، قطر "QIA"، والبحرين "FGRF"، والتي تعبر عن أضعف امتثال الذي لا يراعي مبادئ "سنتياغو"، وبمقارنة نسبة الامتثال بسنة 2011 نجد أنه طرأ عليها تقدم طفيف لم يعطي أي إضافة لهذه الصناديق.

2. مؤشرات قياس أداء حوكمة صناديق الثروة السيادية

تعتبر مؤشرات قياس الأداء من بين أهم الوسائل المستخدمة في قياس أداء مختلف الهيئات والمؤسسات المالية، وفي مجال تقييم أداء صناديق الثروة السيادية لا تزال في مراحلها الأولية بالنظر لحدثة تجربة هذه الصناديق، وفي نفس السياق تشير آخر المعطيات إلى وجود مؤشرين لقياس الأداء (مؤشر ترومان ومؤشر لينبرغ-مادويل) تم استحداثهما من قبل باحثين مهتمين بدراسة ظاهرة صناديق الثروة السيادية علما أن نتائج هذين المؤشرين تستخدمان على نطاق واسع من قبل الهيئات الدولية ووسائل الإعلام المهمة بهذه الظاهرة. وبما أن معظم صناديق الثروة السيادية هي صناديق تعتمد إيراداتها على الموارد الطبيعية فيمكن تقييم حوكمتها من خلال مؤشر إدارة الموارد الطبيعية الذي يقيس شفافية وأداء الدول في كيفية استغلال مواردها الطبيعية.

1.2. مؤشر ترومان

مؤشر تم إعداده من قبل الباحث إدوين ترومان "Edwin M. Truman" في سنة 2008 يهدف إلى قياس أداء صناديق الثروة السيادية باستخدام أربع معايير رئيسية تتمثل في الهيكلية، الحوكمة الشفافية المساءلة والسلوك، تتكون هذه المعايير من 33 سؤال موزعة على النحو التالي: 08 أسئلة لمعيار الهيكلية

* إدوين ترومان باحث بمعهد بيترسون الدولي منذ سنة 2001، علما أن معهد بيترسون للاقتصاد الدولي عبارة عن مؤسسة بحثية تهتم بدراسة قضايا وشؤون الاقتصاد العالمي، تم تأسيسه في سنة 1981 ويقع مقره بواشنطن في الولايات المتحدة الأمريكية.

07 أسئلة لمعيار الحوكمة، 14 سؤال لمعيار الشفافية والمساءلة، 04 أسئلة لمعيار السلوك، يتألف سلم التتقيط الخاص بالمؤشر من 33 نقطة بمعنى أن الإجابة عن كل سؤال تقيم بنقطة من نقاط المؤشر¹.

ويمكن شرح المعايير الأربعة لمؤشر ترومان كما يلي²:

1.1.2. هيكلية الصندوق:

وتشمل درجة وضوح مصادر تمويل الصندوق، واستخدامات أصوله وعوائده وعلاقته بالميزانية العامة للدولة والإستراتيجية الاستثمارية المتبعة، ومدى انفصال تلك الصناديق عن الاحتياطات الخارجية للدولة.

الجدول رقم (1-3): مكونات معيار الهيكلية

المكونات	التتقيط
تحديد أهداف الصندوق	01
إتباع وتنفيذ التوجيهات	01
تغيير هيكل الصندوق	01
إستراتيجية الاستثمار	01
موارد الصندوق	01
كيفية استعمال عوائد الصندوق	01
التكامل مع الموازنة العامة	01
الفصل بين الصندوق واحتياطات الصندوق	01
المجموع	08

Source : Peterson Institute for International Economics, Accountability and Transparency: the Sovereign Wealth Fund Scoreboard, www.piie.com, 2009, p109.

2.1.2. حوكمة الصندوق:

وتشمل مدى وضوح دور الحكومة في إستراتيجية الاستثمار للصناديق محل الدراسة وصلاحيات مديري تلك الصناديق، ومدى وجود مؤشرات تحكم نزاهة ومهنية القائمين على الاستثمار.

¹ بوفليج نبيل، دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية الواقع والأفاق مع الإشارة إلى حالة الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، 2010/2011، ص 127.

² 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 .

الجدول رقم (1-4): مكونات معيار الحوكمة

المكونات	التتقيط
دور الحكومة	01
وجود توجيهات تحدد مسؤولية الصندوق	01
دور مسيري الصندوق	01
القرارات المتخذة من الميسرين	01
وجود توجيهات أخلاقية تضبط نشاط الصندوق	01
المعايير الأخلاقية الداخلية	01
المبادئ التوجيهية لأخلاقيات الاستثمار	01
المجموع	07

Source : Peterson Institute for International Economics, ibid, p112.

3.1.2. المساءلة والشفافية:

تقيس مدى توفر المعلومات الفصلية والسنوية عن الاستثمارات وعوائدها والتوزيع الجغرافي للاستثمارات، والرقابة المالية الداخلية والخارجية على الصناديق.

جدول رقم (1-5): مكونات معيار المساءلة والشفافية

المكونات	التتقيط
الإفصاح عن أنواع الأصول المستثمر فيها	01
استخدام محفظة الاستثمار المرجعية	01
استخدام تقنية تصنيف القروض	01
الاستعانة بمدراء محافظ استثمارية أجنبية	01
الإفصاح عن حجم عوائد الصندوق	01
الإفصاح عن العائد المحقق	01
الإفصاح عن البلدان المستثمر فيها	01
الإفصاح عن الاستثمارات الخاصة	01
أنواع العملات المستخدمة في الصندوق	01
نشر تقارير سنوية وفصلية	02
وجود مراجعة مستقلة خارجية والإعلان عن نتائجها	03
المجموع	14

Source : Peterson Institute for International Economics, ibid, p115.

4.1.2. سلوك الصندوق: بين هذا المعيار كيفية إدارة الصناديق لمحافظة الاستثمارية واستخدام تقنية الرفع المالي والمشتقات المالية.

جدول رقم (1-6): مكونات معيار سلوك الصندوق

المكونات	التتقيط
كيفية تعديل المحفظة الاستثمارية	01
سياسات إدارة المخاطر	01
استخدام سياسات الرفع المالي	01
وجود سياسة خاصة بالمشتقات المالية	01
المجموع	04

Source : Peterson Institute for International Economics, ibid, p118.

قام "ترومان" بتصنيف مجموعة من صناديق الثروة السيادية (حيث كان عددها يزيد من تصنيف لآخر*)، كما استخدم نفس المؤشر لتصنيف صناديق غير سيادية، علماً أن نتائج التصنيف معبر عنها بنسب مئوية خاصة بكل معيار من معايير المؤشر والنتيجة الإجمالية تعبر عن المتوسط الترجيحي لنسب معايير المؤشر.

والجدول الموالي يوضح تطبيق مؤشر ترومان على مجموعة من الصناديق السيادية لسنة 2012:

* في 2007 اعتمد على 34 صندوق سيادي و 10 صناديق غير سيادية، في 2009 اعتمد على 44 صندوق سيادي و 9 غير سيادية، وفي 2012 اعتمد على 49 صندوق سيادي و 9 غير سيادية، وفي 2015 اعتمد على 60 صندوق سيادي و 9 غير سيادية.

جدول رقم (1-7): تصنيف بعض صناديق الثروة السيادية حسب مؤشر ترومان لسنة 2012

البلد	اسم الصندوق	الهيكلية	الحكومة	المساءلة والشفافية	السلوك	المجموع	الرتبة
النرويج	صندوق المعاشات الحكومي	100	100	100	88	98	1
نيوزيلاندا	صندوق التقاعد لنيوزيلاندا	88	100	100	75	94	2
سنغافورة	صندوق Temesek	88	79	75	50	76	14
الكويت	هيئة استثمار الكويت	88	93	61	50	73	15
الإمارات	مبادلة	63	71	75	25	65	21
الصين	شركة الاستثمار الصينية	81	79	59	25	64	22
الإمارات	هيئة استثمار أبوظبي	75	86	45	25	58	24
الجزائر	صندوق ضبط الموارد	69	29	14	0	29	37
قطر	هيئة قطر للاستثمار	47	18	2	6	17	45

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على:

- Allie E. Bagnall and Edwin M. Truman, Progress on Sovereign Wealth Fund Transparency and Accountability: An Updated SWF Scoreboard, Peterson Institute for International Economics, august 2013, pp 19-28.

جدول رقم (1-8): تطور تصنيف بعض صناديق الثروة السيادية حسب مؤشر ترومان

الدولة	اسم الصندوق	تقييم 2007	تقييم 2009	تقييم 2012	تقييم 2015
النرويج	صندوق المعاشات الحكومي	92	97	98	98
نيوزيلاندا	صندوق التقاعد النيوزيلاندي	95	94	94	94
سنغافورة	صندوق Temesek	45	73	76	76
الكويت	هيئة استثمار الكويت	48	63	73	68
الإمارات العربية	صندوق مبادلة	15	59	65	68
الصين	شركة الاستثمار الصينية	29	57	64	70
الإمارات العربية	هيئة أبوظبي للاستثمار	9	11	58	58
الجزائر	صندوق ضبط الموارد	27	29	29	26
قطر	هيئة قطر للاستثمار	9	15	17	40

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على تقييم مؤشر ترومان لصناديق الثروة السيادية لعدة سنوات:

- Edwin M. Truman, Senior Fellow, Sovereign Wealth Funds: New Challenges from a Changing Landscape, Peterson Institute for International Economics, september 10, 2008, p 11.
- Peterson Institute for International Economics, Accountability and Transparency, 2010, ibid, p72.
- Allie E. Bagnall and Edwin M. Truman, 2013, ibid, p5.
- Sarah E. Stone and Edwin M. Truman, Uneven Progress on Sovereign Wealth Fund Transparency and Accountability, Peterson Institute for International Economics, October 2016, p 8.

من خلال الجدولين السابقين نلاحظ أن الصندوق السيادي لكل من النرويج ونيوزيلندا يصنفان ضمن الصناديق الأحسن أداء في العالم في مختلف فترات التقييم، حيث تقدر نسبة الأداء لصندوق النرويج 98% وهي أعلى نسبة، حيث حصلت على العلامة كاملة (100%) في مختلف معايير التقييم خلال مختلف فترات التقييم تقريبا، يليها صندوق نيوزيلندا بنسبة تعادل 94% مسجلا أعلى نسبة في معياري الحوكمة المساءلة والشفافية بـ (100%) وهذا ما يعكس طبيعة المعاملات والنظام الاقتصادي السائد في البلدين. ويصنف صندوق الثروة السيادي لسنغافورة والكويت في المرتبة 14 و 15 بنسبة 76% و 73% على التوالي وهي رتبة حسنة تعكس مختلف الجهود المبذولة من طرف السلطات لتحسين أداء صندوقها السياديين، أما صندوق الاستثمار الصيني فقد سجل تحسنا ملحوظا في الأداء خاصة في معيار الحوكمة حيث اقتصرت نسبة أدائه على 29% سنة 2007 ثم ارتفعت لتصل إلى 70% سنة 2015، وهذا ما يدل على الجهود المبذولة من الصين لزيادة شفافية وحوكمة صندوقها السيادي. والأمر ينطبق على الإمارات العربية بالنسبة لصناديقها السيادية حيث كان تطور الأداء لديها جد ملفت للانتباه فقد أحرزت هيئة استثمار أبوظبي مثلا تقدما بارزا وانتقلت من نسبة أداء 9% سنة 2007 إلى نسبة 58% في سنة 2015 ، وقد سجلت الهيئة أدنى نسبة في معيار المساءلة والشفافية (45%)، ورغم هذا التطور إلا أن على هيئة أبوظبي للاستثمار التي تمثل ثاني أكبر صندوق سيادي في العالم بعد النرويج بذل المزيد من الجهود لتحسين ورفع مستوى حوكمتها، وكذلك هيئة قطر للاستثمار أحرزت تقدما واضحا في أدائها من نسبة 9% سنة 2007 إلى 40% سنة 2015 على عكس صندوق ضبط الموارد في الجزائر الذي بقي محافظا على نفس نسبة الأداء طول فترات التقييم وحصوله على المراتب الأخيرة.

2.2. مؤشر لينبورغ-مادويل لصناديق الثروة السيادية

مؤشر " لينبورغ- مادويل " للشفافية " The Linaburg- Maduell Transparency Index " عبارة عن مؤشر مطور في معهد صناديق الثروة السيادية من قبل الباحثين "كارل لينبرغ" و"ميشال مادويل"، وهو مؤشر يهدف إلى قياس مستوى شفافية صناديق الثروة السيادية، مع العلم أن تصنيف هذه الصناديق وفقا لهذا المؤشر يتم كل ثلاثة أشهر وفق سلم مكون من عشر درجات، كما أن صندوق الثروة السيادي يصنف كصندوق شفاف عندما يحقق درجة تعادل ثمانية فما فوق على سلم المؤشر.

ويتركب المؤشر من عشرة معايير أساسية كل معيار يعادل درجة من درجات المؤشر، كما هو موضح في الجدول الموالي:

الجدول رقم (1-9): مكونات مؤشر "لينبرغ-مادويل"

الدرجة	المعيار
1+	يقدم الصندوق (تاريخ الإنشاء ، مصدر الثروة ، هيكل ملكية الحكومة)
1+	يقدم الصندوق (تقارير سنوية مدققة ومستقلة ومراجعة وحديثة)
1+	يقدم الصندوق (نسبة ملكية الشركة القابضة والمواقع الجغرافية لحيازاتها من الأصول والعوائد المالية والعائد على احتياطي الصرف إن وجد)
1+	يقدم الصندوق (مجموع القيمة السوقية لاستثماراته وكذلك المدفوعات الإدارية)
1+	يقدم الصندوق (المبادئ التوجيهية للمعايير الأخلاقية ، سياسات الاستثمار ، والمنفذ للمبادئ التوجيهية)
1+	يقدم الصندوق (استراتيجيات وأهداف واضحة)
1+	في مرحلة التطبيق (يحدد الصندوق بوضوح الفروع ومعلومات الاتصال)
1+	في مرحلة التطبيق (يحدد الصندوق المديرين الخارجيين)
1+	في مرحلة التطبيق (يدير الصندوق موقع خاص على شبكة الإنترنت)
1+	في مرحلة التطبيق (يقدم الصندوق المكتب الرئيسي ومعلومات جهة الاتصال وعنوان الموقع ، مثل الهاتف والفاكس)

Source :Linaburg-Maduell Transparency Index, Sovereign Wealth Fund institution"13/09/2017"
<https://www.swfinstitute.org/statistics-research/linaburg-maduell-transparency-index> .

من خلال الجدول السابق واستنادا لمكونات مؤشر "لينبرغ-مادويل" يمكن تصنيف بعض صناديق الثروة السيادية في نهاية سنة 2010، 2012، 2015، والثلاثي الأول من 2017 في الجدول الموالي:

الجدول رقم (10-1): تصنيف أهم صناديق الثروة السيادية وفقا لمؤشر "لينبرغ- مادويل"

البلد	اسم الصندوق	الثلاثي الرابع 2010	الثلاثي الرابع 2012	الثلاثي الرابع 2015	الثلاثي الأول 2017
الولايات المتحدة	صندوق ألاسكا الدائم	10+	10+	10+	10+
النرويج	صندوق المعاشات الحكومي	10+	10+	10+	10+
سنغافورة	صندوق تماسك	10+	10+	10+	10+
الإمارات العربية	شركة مبادلة للتنمية أبوظبي	10+	10+	10+	10+
البحرين	صندوق ممتلكات	9+	9+	10+	10+
الصين	شركة الاستثمار الصينية	7+	7+	8+	8+
الكويت	هيئة استثمار الكويت	6+	6+	6+	6+
الإمارات	هيئة الاستثمار لأبوظبي	4+	6+	6+	6+
روسيا	صندوق الاستقرار	5+	5+	5+	5+
قطر	هيئة الاستثمار القطرية	5+	5+	5+	5+
ليبيا	هيئة الاستثمار الليبية	2+	1+	4+	5+
إيران	صندوق الاستقرار النفطي	1+	5+	5+	5+
السعودية	مجمع "Sama" السعودي	4+	4+	4+	4+
الجزائر	صندوق ضبط الموارد	1+	1+	1+	1+

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على "2017/09/13":

<https://www.swfinstitute.org/statistics-research>

من قراءتنا للجدول السابق يتضح لنا ما يلي:

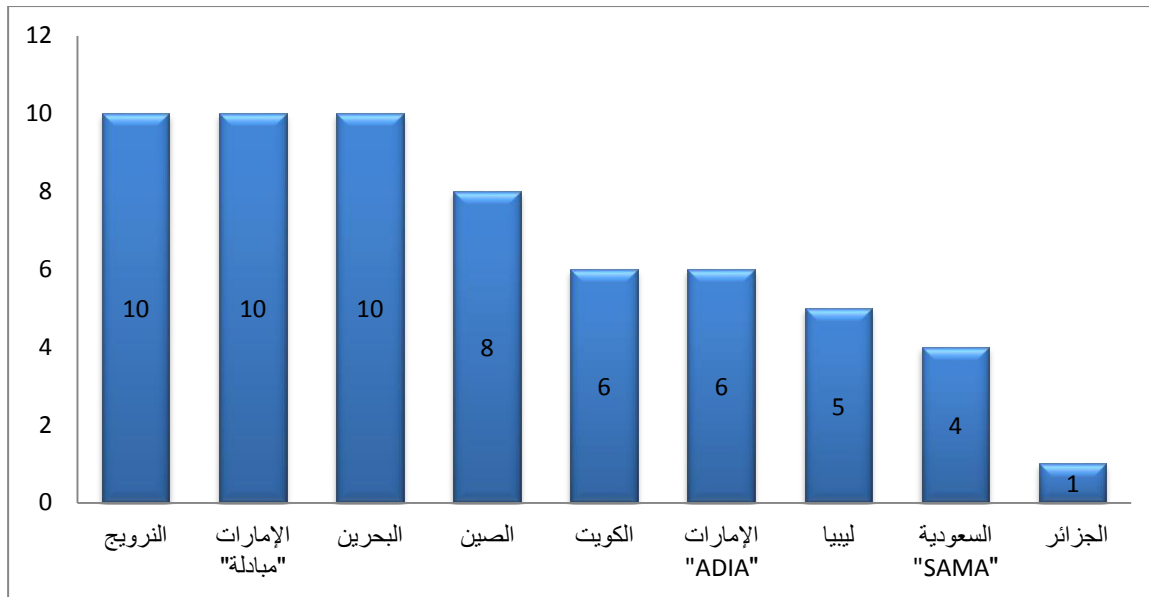
- يعتبر صندوق الثروة السيادي لكل من الولايات المتحدة الأمريكية، النرويج، سنغافورة والإمارات العربية المتحدة "مبادلة" من أكثر الصناديق شفافية على مستوى العالم حيث تحصل كلمنها على أعلى درجة "10+" من 2010 إلى غاية 2017. وهو أمر يؤكد على أن مستوى أداء وشفافية صندوق الثروة السيادي يرتبط بدرجة كبيرة بمستوى الأداء الاقتصادي للبلد المالك للصندوق. وكذلك صندوق ممتلكات بالبحرين أصبح يصنف هو الأخير من الصناديق الأكثر شفافية في العالم رغم حداثة مقارنة بالصناديق سابقة الذكر الأمر الذي يدل على إمكانية تحسين أداء الصناديق في البلدان التي تصنف ضمن الدول النامية.
- هناك تحسن ملحوظ في أداء شركة الاستثمار الصينية سنة بعد سنة، والتي أصبحت تصنف ضمن الصناديق الشفافة بدرجة "8+"، مما يدل على الجهود المبذولة من طرف الدولة لتحسين أداء صناديقها.

- سجل تحسن في أداء بعض الصناديق التابعة للدول النامية على غرار ليبيا، إيران، والإمارات "هيئة أبو ظبي للاستثمار"، إلا أن هذا الارتفاع غير كاف الأمر الذي يتطلب من هذه الدول بذل مزيد من الجهود لرفع مستويات أداء صناديقها السيادية.

- يبين المؤشر عدم وجود أي تحسن في أداء صناديق الثروة السيادية الخاصة بروسيا، الكويت، قطر السعودية، وخاصة الجزائر التي بقيت تصنف ضمن الصناديق السيادية الأقل شفافية في العالم، مما يدل على أن الجهود التي تبذلها هذه الدول غير كافية لتحسين ورفع مستويات شفافية صناديقها.

الشكل رقم (1-7): تصنيف بعض صناديق الثروة السيادية وفقا لمؤشر "لينبرغ- مادويل" في الثلاثي

الأول من سنة 2017



المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على الجدول رقم (3-19).

3.2. مؤشر حوكمة الموارد الطبيعية (NRGI)

يعتبر النفط المورد الرئيسي لـ 43 صندوق سيادي من بين 79 صندوق الموجود حاليا وينسبة تقدر بـ 56.64% من إجمالي أصول الصناديق السيادية، مما يؤكد استحواذ البلدان النفطية على معظم صناديق الثروة السيادية المتواجدة في العالم، وعليه يمكن استخدام مؤشر حوكمة الموارد الطبيعية (NRGI*) لتقييم حوكمة الصناديق السيادية، حيث يعكس هذا المؤشر مدى جودة التوجيه في إدارة قطاع النفط والغاز والتعدين في مجموعة من الدول.

1.3.2. تعريف مؤشر (NRGI)

هو مؤشر خاص بتقييم إدارة الموارد للدول والحكومات التي تعتمد على الصناعات الاستخراجية مثل البترول والغاز والنحاس ومختلف المواد المعدنية، ويتبع هذا المؤشر الذي تم إصداره عام 2013 إلى معهد

* NRGI : natural Resource Governance Index

رصد العائدات (Revenue Watch Institute)، حيث يقوم هذا المعهد ببعض الدراسات حول هذه الدول من خلال مساعدتها من أجل تحقيق الفوائد المترتبة على تطوير ثروات الموارد الطبيعية لديها، فهو يشجع على الإدارة الفعالة والشفافية للنفط والغاز والموارد المعدنية لتحقيق الصالح العام¹، وحسب التعديلات التي أدخلت على المؤشر سنة 2017 فقد أصبح يتألف من مجموع تقييمات 89 بلدا في صيغة تستخدم إطارا من 149 سؤالا حاسما، أجابها 150 باحثا، وتستند إلى ما يقرب 10000 وثيقة، ثم يفحص معهد حوكمة الموارد الطبيعية جميع البيانات التي جمعت ويقيم جودتها، بعد ذلك يترجم المعهد البيانات الأولية على نتائج للمكونين الرئيسيين لمؤشر حوكمة الموارد - تحقيق القيمة وإدارة الدخل - ويتم الدمج ما بين التقييمات الدقيقة التي أجراها الباحثون لعوامل قطاع الصناعات الاستخراجية مع البيانات الموجودة من قبل، المستمدة من مصادر أخرى، بشأن البيئة العامة للدول محل الدراسة².

2.3.2. مكونات المؤشر (NRGI)

يقوم معهد إدارة الموارد الطبيعية بحساب المؤشر باستخدام نتائج ثلاثة مكونات للمؤشر، يمثل مكونان منهما الأبحاث الجديدة التي تستند إلى إجابات الخبراء على الاستبيان المفصل، وتقيس بصورة مباشرة حوكمة البلدان للموارد الاستخراجية. ويمكن شرح هذه المكونات كما يلي³:

- **تحقيق القيمة:** ويغطي هذا المكون حوكمة منح أو إسناد حقوق الاستخراج، والتفتيش والإنتاج وحماية البيئة وتحصيل الدخل والمؤسسات المملوكة للدولة.
- **إدارة الدخل:** يغطي هذا المكون وضع الموازنات الوطنية وتقاسم دخل الموارد على المستوى دون الوطني وصناديق الثروة السيادية.
- **البيئة التمكينية للبلاد:** يستند هذا المكون إلى أبحاث مسبقة بشأن قياس السياق الأوسع للحوكمة، بما في ذلك الاستماع إلى الآراء والمساءلة (مدى قدرة مواطني البلدان على المشاركة في اختيار حكومتهم، بالإضافة إلى حرية التعبير وحرية الاجتماع وحرية الإعلام)، وسيادة القانون، ومكافحة الفساد والبيانات المفتوحة.
- نتائج المؤشر تعطى على مقياس من صفر إلى 100 لكل مستوى منه، مما يتيح للمستخدمين مقارنة جودة حوكمة الموارد عبر المؤشر المركب والمكونات الفرعية سواء داخل الدول أو بينها. كما تصنف نتائج المؤشر المجمعة حسب نطاقات الأداء إلى جيد، مقبول، ضعيف، سيئ، وفاشل على النحو التالي:
- **جيد،** لما تكون نتيجة المؤشر أكبر أو يساوي 75 نقطة، وتدل على أن البلاد سنت قوانين وممارسات يحتمل أن تؤدي إلى استفادة المواطنين من ثروات الموارد الاستخراجية، إلا أنه قد يكون هناك بعض التكاليف التي يتحملها المجتمع.

¹ مؤشر إدارة الموارد لعام 2013، معيار للشفافية والمساءلة في قطاع النفط والغاز والتعدين، على الموقع "2017/12/23": http://archive.resourcegovernance.org/sites/default/files/rgi_2013_Ara.pdf

² معهد حوكمة الموارد الطبيعية، مؤشر حوكمة الموارد لعام 2017، ص 5.

³ نفس المرجع، ص 9.

- مقبول، نتيجة المؤشر محصورة بين (60-74) نقطة، وتدل على أن لدى الدولة بعض سياسات وممارسات الحوكمة القوية، ولكن بعض المجالات تحتاج إلى تحسين.
- ضعيف، النتيجة تتراوح بين (45-59) نقطة، دليل على امتلاك الدولة خليطا من مجالات الحوكمة القوية وأخرى تعاني من مشاكل.
- سيئ، النتيجة محصورة بين (30-44) نقطة، أي أن الدولة أنشأت بعض الإجراءات والممارسات الانتقائية والتي تمثل الحد الأدنى لحوكمة الموارد، ولكن معظم العناصر اللازمة لكي تؤدي إلى استفادة المواطنين من ثروات الموارد الاستخراجية مفقودة.
- فاشل، النتيجة أقل من 30 نقطة، أي لا يوجد في الدولة تقريبا إطار حوكمة يمكن أن يؤدي إلى استفادة المواطنين من ثروات الموارد الاستخراجية.

الجدول رقم (1-11): تصنيف بعض الدول حسب مؤشر إدارة الموارد الطبيعية (NRGI) لسنة 2017

الترتيب	الدولة	المورد	نتائج المؤشر (%)	نتائج تحقيق القيمة (%)	نتائج إدارة الدخل (%)	نتائج البيئة التمكينية (%)	نتائج الصناديق السيادية (%)
1	النرويج	المحروقات	86	77	84	97	90
2	التشيلي	المعادن	81	74	81	90	92
33	الكويت	المحروقات	54	44	51	67	61
54	الإمارات	المحروقات	42	32	16	78	21
69	السعودية	المحروقات	36	23	24	60	18
73	الجزائر	المحروقات	33	40	25	35	21

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على معهد حوكمة الموارد الطبيعية، مؤشر حوكمة الموارد لعام 2017 ص ص 10-22.

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن النرويج تتميز بحوكمة عالية لمواردها الطبيعية من المحروقات واحتلت المرتبة الأولى حسب مؤشر (NRGI)، حيث تراوحت نسبة جميع المكونات بين 77-84 نقطة نفس الشيء بالنسبة لصندوقها السيادي الذي تحصل على 90 نقطة، وهو ما يعكس النظام الاقتصادي للبلد شأنها شأن الشيلي. أما الكويت فقد احتلت المركز 33، أما صندوقها السيادي فقد حقق تحسنا ملحوظا وتحصل على 61 نقطة وهذا ما يوضح الجهود المبذولة في تحسين حوكمة صندوق الثروة السيادية في الكويت، من جهة أخرى احتلت معظم الدول العربية الأخرى مراكز متأخرة في التصنيف، حيث احتلت الإمارات العربية المركز 54 والسعودية 69 والجزائر 73، ويمنحنا المؤشر نظرة سلبية لحوكمة وإدارة الدول

العربية لمواردها الطبيعية عموماً وصناديقها السيادية خاصة، ولهذا يجب بذل المزيد من العمل على ترسيخ مبادئ الشفافية والمساءلة وسيادة القانون.

3. أهمية حوكمة صناديق الثروة السيادية

إن النظرة الخاصة إلى الاستثمار تختلف من الخاص إلى العام، فإذا كان المستثمر الخاص يركز على مبدأ الربحية التجارية للمشروع الاستثماري، فإن المستثمر العام لا يستطيع أن يتخلص من المردودية الاقتصادية والاجتماعية والتي قد تتنافى في الكثير من الأحيان مع المردودية التجارية. وكثيرة هي المشاريع التي ابتعد عنها الخواص وتبنتها الحكومة، لكن أهمية حوكمة الصناديق السيادية تبقى أساسية وتظهر على النحو التالي¹:

- محاربة تبذير المال العام وعدم السماح بوجوده أو باستمراره، بل القضاء عليه من خلال ترسيخ دعائم الإدارة الجيدة وتوفير الشفافية والمساءلة، وكذا من خلال التحكم الجيد في المعلومات واستغلالها بشكل صحيح في اتخاذ قرارات سليمة.
- تحقيق ضمان السلامة والصحة والنزاهة والاستقامة لكافة المتعاملين في هذه الصناديق، بدءاً من مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين إلى أدنى عامل فيها.
- تقليل الأخطاء إلى أدنى قدر ممكن، باستخدام النظام الوقائي الذي يمنع حدوثها وبالتالي تجنب الصناديق لتكاليف وأعباء إضافية.
- تحقيق الاستفادة القصوى والفعالية من نظم المحاسبة والرقابة الداخلية خاصة فيما يتعلق بعمليات الضبط الداخلي، وتحقيق فعالية الإنفاق.
- تطبيق قواعد الحوكمة الجيدة يؤدي إلى تحسين تسيير المحافظ المالية لهذه الصناديق، وتعظيم الربحية ويحافظ على مصالح الحكومة وحملة الأسهم، مما يساهم في جلب رؤوس الأموال ويزيد من قدرة الصناديق على المنافسة في الأجل الطويل.
- تطبيق قواعد الحوكمة الجيدة يعطي للصناديق قدرة أكبر في الحصول على التمويل اللازم في حالة قلة الموارد المالية الحكومية، ويخفض تكلفة رأس مال الصندوق، ويحقق أداء أفضل ومعاملة مرضية لمختلف الفئات وأصحاب المصالح.

¹ الاخضر عزي، مبارك لسلوس، رهانات الصناديق السيادية في البلاد النفطية وأهمية تبنيها في الجزائر لمواجهة الأزمات (نظرات متقاطعة ومتباينة حول الصناديق السيادية كدعامة للاستثمار العمومي في الجزائر)، مداخلة مقدمة لفعاليات المنتدى الدولي الثاني حول "متطلبات تحقيق الإقلاع الاقتصادي في الدول النفطية في ظل انهيار أسعار المحروقات"، جامعة آكلي محند أولحاج البويرة، الجزائر 29-30 نوفمبر 2016، ص ص 13-14.

- تجنب المشاكل المحاسبية والمالية، بما يعمل على تدعيم واستقرار نشاط الشركات العاملة بالاقتصاد ومنع حدوث انهيارات بالأجهزة المصرفية وأسواق المال المحلية والعالمية، والمساعدة في تحقيق استقرار أسواق المال والتنمية والاستقرار الاقتصادي.
- تساهم الحوكمة الجيدة للصناديق السيادية في تهيئة الجو لنمو تعدد الشركات المساهمة في التي تعمل في مجالات حيوية وتحقيق قيمة مضافة للاقتصاد الوطني.

خلاصة الفصل

تمثل الحوكمة آلية لمحاربة الفساد في الدول، وهي لا تضع نظاماً يحكم العلاقة بين الملاك والمدراء وأصحاب المصالح في الشركة أو الدولة فحسب، ولكنها تعد حافزاً من أجل تطبيق الأطر القانونية واللوائح المنظمة. وتقدم معايير وآليات الشفافية والمساءلة والالتزام بالقوانين والكشف عن الانحرافات على المدى الطويل. كما أن الحوكمة الجيدة تساعد على جذب الاستثمارات سواء الأجنبية أو المحلية، وتساعد في الحد من هروب رؤوس الأموال، ومكافحة الفساد الذي يؤدي إلى إعاقة النمو.

الأمر الذي أدى إلى تعاضد الجهود لتحسين ممارسات الحوكمة، بوضع معايير دولية منذ عدة سنوات سواء كانت على مستوى الدولة أو صندوقها السيادي، أو على مستوى الشركة، حتى اكتسب هذا الموضوع ما يتمتع به من قوة هائلة في الوقت الحالي.

وتعد مبادئ سنتياغو من بين المبادرات الدولية التي تهدف إلى تحديد مجموعة من الممارسات التي من شأنها أن تضيف المزيد من الوضوح على عمليات صناديق الثروة السيادية وتعزيز حوكمتها، ومعرفة مدى اندماجها في المشهد المالي العالمي المتغير من جهة، والإسهام في تهدئة دواعي القلق بشأن الأدوار الاقتصادية والمالية التي تؤديها هذه الصناديق في بلدانها الأصلية والبلدان التي تستثمر فيها.

كما لا تزال مؤشرات قياس أداء وحوكمة صناديق الثروة السيادية في مراحلها الأولية، وفي هذا المجال يتوفر مؤشرين لقياس الأداء هما مؤشر "ترومان" ومؤشر "لينبرغ-مادول"، بالإضافة إلى مؤشر إدارة الموارد الطبيعية للشفافية، والذي يقيس أداء الصناديق السيادية التي تعتمد إيراداتها على الموارد الطبيعية، علماً أن مؤشرات قياس الأداء تعد وسيلة مهمة لتحسين حوكمة وشفافية الصناديق السيادية نتيجة تقييمها المستمر لمختلف سياسات تسيير وإدارة هذه الصناديق.

وبعد التعرض لمختلف النقاط الإيجابية التي تتيحها الحوكمة والتي تظهر في القضاء على النزاعات والصراعات بين الأطراف أصحاب المصالح، ومقاومة الفساد المالي والإداري، يظهر لنا الدور الفعال الذي تلعبه هذه الأخيرة في الشركات والأسواق المالية المدرجة فيها هذه الأخيرة، وهذه الأدوار لا تأتي إلا بارتكاز هذا النظام على مجموعة من الركائز التي تعد الشيء الأهم في نجاح تطبيق هذا المفهوم، والحصول على أقصى وأحسن النتائج من خلال إدراجه ضمن سياسات الدول، وهذا ما سيتم التطرق إليه في الفصل الموالي.

خطة الفصل الثاني: تأثير الحوكمة على كفاءة الأسواق المالية

تمهيد

المبحث الأول: الأسواق المالية ومتطلبات كفاءتها

1. مدخل إلى الأسواق المالية
2. فرضية كفاءة الأسواق المالية

المبحث الثاني: دور الحوكمة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية

1. دور الحوكمة في الرفع من الإفصاح والشفافية
2. أثر الإفصاح على كفاءة الأسواق المالية
3. علاقة الحوكمة بكفاءة الأسواق المالية

المبحث الثالث: تطبيقات الحوكمة في بيئة الأعمال الدولية

1. تجارب بعض الدول الأجنبية في تطبيق مبادئ الحوكمة
2. واقع وآفاق الحوكمة في الدول العربية

خلاصة الفصل

تمهيد

تلعب الأسواق المالية دورا استراتيجيا وهاما في تحقيق النمو الاقتصادي وذلك لعدة أسباب، من أهمها عدم قدرة أغلبية الدول على توفير الأموال اللازمة لتلبية احتياجاتها التنموية، وعدم قدرة الأفراد على توفير مبالغ ضخمة لإنشاء بعض المشاريع الإنتاجية الكبيرة، مما أصبح يتطلب البحث على إيجاد وسائل أخرى حديثة لتمويل احتياجات الدول، وبما يعود على المستثمرين الأفراد بأرباح أكبر، وبما لا يعرضهم لمخاطر كبيرة، خاصة في ظل توافر مبدأ الشفافية والإفصاح حول المعلومات والبيانات عن جميع أنشطة الشركات خاصة حول الأوراق المالية المتداولة فيها حتى تتصف السوق بالكفاءة.

كما أن تطبيق الحوكمة الرشيدة له أهمية كبيرة وخاصة بالنسبة للشركات المدرجة في الأسواق المالية حيث تشكل عنصرا مهما من عناصر تقييم الشركة، وعامل اطمئنان للمستثمرين بما يؤدي إلى كسب ثقة المتعاملين في السوق المالي، كذلك أصبح مديرو الشركات المحترفون يأخذون مدى تطبيق شركات المساهمة لقواعد الحوكمة كقيمة لها سعر مضاف لسهم الشركة إن لم نقل أن لها دورا كبيرا في اتخاذ قرار الاستثمار أو عدمه في شركة معينة، ليس ذلك فحسب بل أصبحت قواعد الحوكمة من المعايير التي تعتمد عليها شركات التصنيف الائتماني في تصنيف شركة معينة أو اقتصاديات معينة.

ونظرا للأهمية الكبيرة التي تلعبها حوكمة الشركات في استقرار الأسواق المالية وزيادة كفاءتها وأدائها من خلال تعزيز مبادئ الشفافية والإفصاح في المعلومات، وتحقيق توازن المصالح بين إدارة الشركات والمساهمين والدائنين والأطراف الأخرى ذات المصالح، سعت معظم دول العالم المتقدمة والنامية منها جاهدة في سبيل إرساء وتطبيق مبادئ الحوكمة حسب البيئة القانونية والاقتصادية لكل دولة، وقد أصبح تطبيق الحوكمة اتجاها دوليا، والجزائر ليست بمعزل عن العالم، فرغبة منها في زيادة التكامل الاقتصادي العالمي كغيرها من الدول النامية، بذلت مجهودات لبناء إطار مؤسسي لحوكمة الشركات، حيث عملت على تحسين مناخ الأعمال بها وانفتاح اقتصادها، وكذا إصدار ميثاق الحكم الراشد سنة 2009 كمسعى يهدف إلى تطبيق مبادئ الحوكمة على أرض الواقع.

المبحث الأول: الأسواق المالية ومتطلبات كفاءتها

تعتبر الأسواق المالية المحور الرئيسي في عملية تنشيط الاستثمار، ذلك أنه يشكل الوعاء الذي تصب فيه المدخرات، والتي يتم توجيهها لخلق طاقات إنتاجية جديدة، ولما كانت الشركات الشريان الرئيسي للأداء الاقتصادي في أسواق المال، فإن ما توفره من معلومات عن مركزها المالي يشكل أساس الاستثمار في الأوراق المالية، وطالما أن المعلومات المحاسبية تشكل النواة الأولى التي تبنى عليها قرارات الشركة، فإن الالتزام بالإفصاح يساهم في الحفاظ على عدالة الفرص وشفافية المعلومات المحاسبية الواردة إلى السوق المالية، إضافة إلى تمكين المستثمرين من تقييم أداء الشركات، وصولاً إلى الأسعار الحقيقية لأسهمها، هذا مفاده زيادة حجم العمليات والصفقات وتوفير السيولة التي تشجع التعامل في السوق ومن ثم رفع كفاءتها.

وتعد نظرية السوق الكفوة إحدى أهم الموضوعات في أدبيات السوق المالية، ومنذ أواخر الستينيات وحتى الوقت الحاضر، تمثل السوق الكفوة نظرية للأسعار العادلة للأصول المالية، وتتعامل بشكل واقعي مع السرعة والموضوعية في انعكاس المعلومات الجديدة والمناسبة في أسعار الأوراق المالية، وعليه فإن السوق تكون كفوة اعتماداً على مقدار الثقة التي يضعها المستثمرون بالمعلومات المتاحة والمنشورة.

1. مدخل إلى الأسواق المالية

تكاد تمثل الأسواق المالية بمؤسساتها جوهر النظام المالي الذي تتخذ في كنفه منشآت الأعمال المختلفة قراراتها التمويلية والاستثمارية، ولذلك فتسليط الضوء على الأسواق المالية يتطلب مدخلا مركبا يجمع بين مفردات الإدارة المالية والمحاسبة، والتمويل والأساليب الكمية، فضلا عن التحليل النقدي والمالي، إطارا نظريا للإقناع والتبرير.

1.1. مفهوم السوق المالية وأهميتها

تلعب الأسواق المالية دورا استراتيجيا وهاما في تحقيق النمو الاقتصادي، وبشكل خاص من الناحية التمويلية، فهي تقوم بجمع المدخرات الوطنية وتحويلها إلى القنوات الاستثمارية الأنسب، من خلال توفير قاعدة بيانات ضرورية لبيان فرص الاستثمار المتاحة للمستثمرين المحليين والأجانب.

1.1.1. مفهوم السوق المالية

هناك عدة مفاهيم للسوق المالية من بينها:

-السوق المالية تقوم على تبادل منتج (سلعة/ خدمة/ فكرة) ما بين بائع ومشتري كل منهم لديه الرغبة والقدرة على إتمام عملية التبادل وفق القواعد والشروط المتفق عليها¹.

-سوق الأوراق المالية هي سوق منظمة يلتزم المتعاملون بها مراعاة القوانين واللوائح التي تنظم التعامل بها وتقوم على إدارتها هيئة تتولى الإشراف على مراعاة هذه القوانين واللوائح².

من خلال التعريفين السابقين تظهر الأهمية الكبرى للأسواق المالية في تنمية الاستثمار الضروري للتنمية الاقتصادية، كما وتزداد حيوية هذه الأسواق وأهميتها في الاقتصاد القومي، فكلما زاد عدد الشركات المسجلة فيها كلما ازداد عدد الأوراق المطروحة للتداول وعدد المتعاملين والراغبين في التعامل وتزداد تبعاً لذلك عدد العمليات، وحركية السوق وقدرتها على مواجهة متطلبات المتعاملين واحتياجاتهم المتنوعة والمتزايدة، خاصة مع اتساع وتنوع النشاط الاقتصادي وتكاثفه.

2.1.1. أهمية السوق المالية

لقد ساهمت السوق المالية بفاعلية في عملية تعبئة وتحريك الفائض الاقتصادي وتوفير الحافز على الادخار والاستثمار، وعلى تشجيع الأفراد على الدخول في الاكتتابات في الأوراق المالية المختلفة والمساهمة في رؤوس الأموال للمشروعات والشركات، كما توفر التمويل اللازم لها من خلال طرح وإعادة طرح الأوراق المالية، وكلما كانت السوق المالية فعالة كلما تحققت رسالتها الحيوية في دعم وتوطيد الاستقرار الاقتصادي للدولة وللنظام الاقتصادي القائم فيها وذلك من خلال ما تساهم به في³:

-تحقيق السعر العادل للأوراق المالية المتداولة وحماية طرفي المبادلة (البائع/ المشتري) بتوفير الحافز والدافع الحيوي لدى جماهير المستثمرين.

-القدرة على توفير وفتح وإعادة فتح وتشغيل كم مناسب من الأموال لكي تعمل على تحقيق السيولة للمجتمع وعلى تفعيل توازنات استثماره.

-العمل على جذب وتوجيه المدخرات والأموال المتاحة في المجتمع إلى مجالات الاستثمار الحقيقية التي تساهم في الارتقاء بالنمو الاقتصادي للمجتمع.

-زيادة الوعي الجماهيري بأهمية التعامل في السوق المالية من خلال اجتذاب صغار المدخرين وتحويلهم إلى مستثمرين فاعلين في الاقتصاد القومي.

¹ محسن أحمد الخضيرى، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، إيتراك للنشر والتوزيع، القاهرة، 1996، ص 9.

² عبد الرزاق موري، البورصة، بورصة الجزائر، دار هومة، الجزائر، 1999، ص 19.

³ محسن أحمد الخضيرى، مرجع سابق، ص 11.

-المساهمة في تمويل خطط التنمية، ويكمن ذلك في حالة إذا لم تجد الحكومات الأموال الكافية للإنفاق على خطط التنمية، فتلجأ إلى طرح أوراق مالية حكومية في السوق، وبذلك تنشأ الكثير من المشروعات التي تعود بالنفع على المجتمع¹.

-تقوية الائتمان الداخلي والخارجي من خلال عمليات البيع والشراء في البورصة التي تعد مظهرا من مظاهر الائتمان الداخلي وزيادة هذا الائتمان بحيث الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية العالمية يؤدي إلى إمكانية قبول هذه الأوراق كغطاء لعقد القروض المالية المختلفة.

-توفير الشفافية من خلال إلزام الشركات المقيمة في البورصة بالإفصاح عن جميع السياسات الخاصة بها أمام جمهور المستثمرين بما يعكس الواقع الاقتصادي العام للدولة ويشجع المزيد من رؤوس الأموال على الاستثمار.

-قيادة النشاط الاستثماري والتوظيفي ليس فقط للأفراد ولكن المؤسسات والمشروعات أيضا.

من خلال ما تقدم يظهر أن السوق المالية قلب النظام الاقتصادي المعاصر وأداة الوصل بين قطاعاتها الرئيسية، إذ إنها تضمن أن الأموال القابلة للاستثمار تتدفق إلى أفضل الاستخدامات، وتجعل اقتصاد بلد ما أكثر تكيفا، وذلك بتسهيل نمو الصناعات الجديدة وغلق أبواب الصناعات المتدهورة².

2.1. تقسيمات الأسواق المالية

تلقى تقسيمات الأصول المختلفة بظلمها في تحديد نوع السوق، فتداول الأصول الحقيقية " Real Assets" مثل العقارات والمزارع والمخزون، يضفي صفة أسواق الأصول الحقيقية، بينما تداول الأصول المالية "Financial Assets" (العملات، الودائع المصرفية، الأسهم، السندات) تعطي صفة أسواق الأصول المالية ولقد تم تقسيم الأسواق المالية وفق الأسس الآتية³:

- سوق رأس المال (متوسطة وطويلة الأجل) وسوق النقد (قصير الأجل) "Capital & Money Marker".

- سوق فورية (حاضرة) وسوق آجلة (مستقبلية) "Spot & Future Market".

- سوق أولية (إصدار) وسوق ثانوية (تداول) "Primary & Secondary Market".

- سوق منظمة (البورصة) وسوق غير منظمة "Organized & Non Organized Market".

- سوق الأوراق المالية (دين ملكية) سوق الصرف الأجنبي "Securities & Currency Market".

¹ حسن حمدي، دليلك إلى البورصة والاستثمار، دار الكتاب العربي، دمشق، 2006، ص 18.

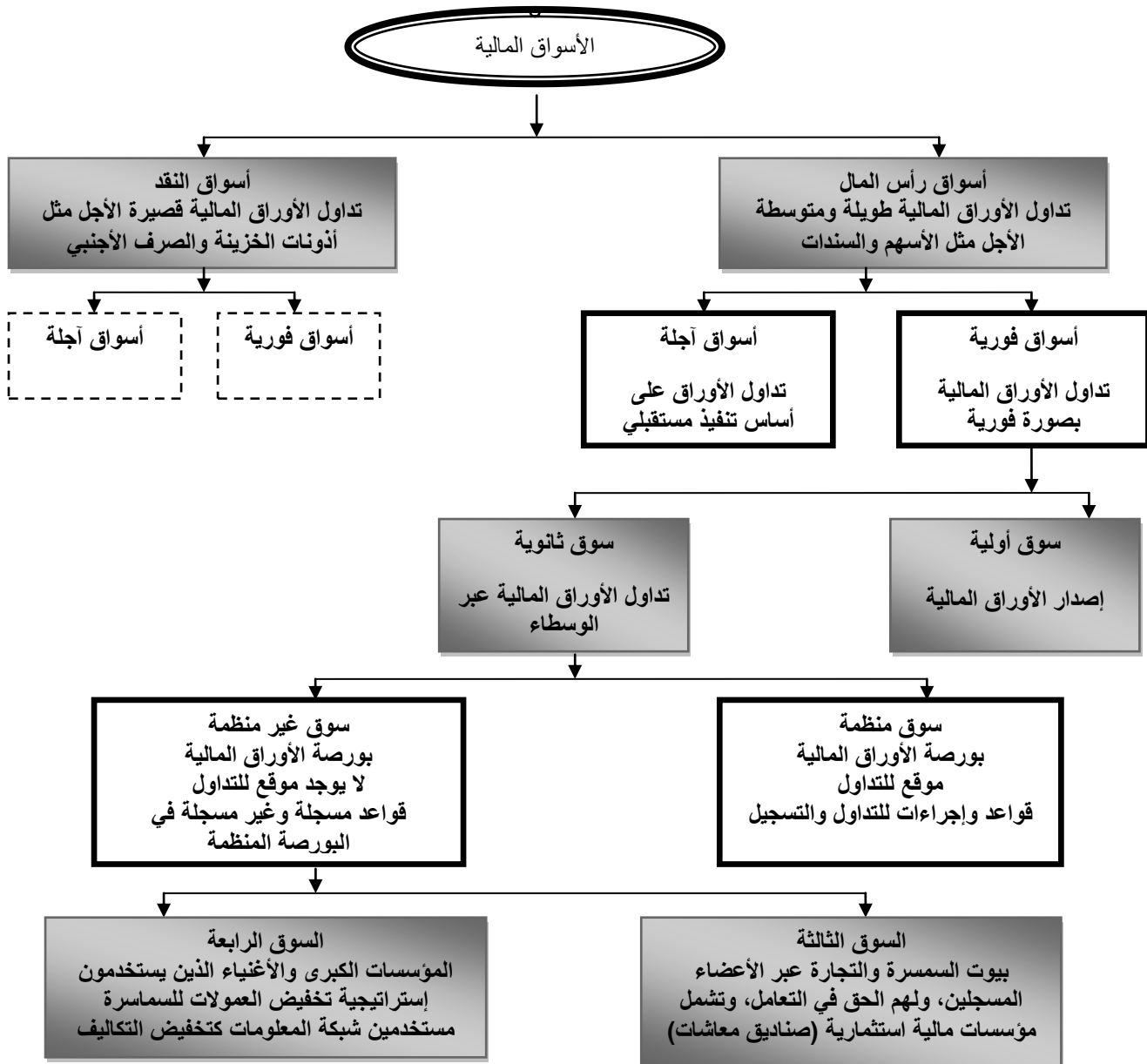
² توهين ماثيير، ترجمة الخزامي عبد الحكم أحمد، الأسواق والمؤسسات المالية، الفرص والمخاطر، دار الفجر، القاهرة، دون سنة نشر ص 15.

³ محمود محمد الدافر، الأسواق المالية، مؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق، عمان، 2005، ص ص 44-45.

وفي هذا الجزء سنركز دراستنا على أسواق رأس المال والتي يطلق عليها البعض اسم "السوق المالية للاستثمارات طويلة الأجل" والتي تنفذ إما في صورة قروض مباشرة أو في صورة إصدارات لأوراق مالية طويلة الأجل أيضا.

ومن الخصائص المميزة لهذا النوع أن هذه السوق أقل اتساعا من السوق النقدي، لكنها أكثر تنظيما حيث يتواجد فيها الوكلاء المتخصصون في الصفقات المالية الكبيرة، أما المؤسسات المالية التي تتعامل فيها فنجد بنوك التنمية الصناعية، البنوك العقارية، وبنوك الاستثمار والأعمال، وصناديق الادخار والتأمين¹.

الشكل رقم (2-1): تقسيمات الأسواق المالية



المصدر: محمود محمد الدافر، مرجع سابق، ص 46.

¹ حسين بن هاني، الأسواق المالية طبيعتها وتنظيماتها، أدواتها المشتقة، دار الكندي، عمان، 2002، ص ص 14-15.

من خلال الشكل نلاحظ أن أسواق رأس المال تنقسم إلى أسواق فورية وأخرى آجلة، ويقصد بالسوق الحاضرة أو الفورية، الأسواق التي تتعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل (الأسهم والسندات) والتي يتم تسلمها وتسليمها فور إتمام الصفقة، والاسم الشائع لهذا النوع من الأسواق هو أسواق الأوراق المالية "Securities Market"، وبدورها تنقسم هذه الأسواق إلى أسواق منظمة وغير منظمة والأسواق المنظمة تنقسم إلى السوق الأولية "Primary Market" والسوق الثانوية "Secondary Market"، وكذلك السوق غير المنظمة تنقسم إلى السوق الثالثة "Third Market" والسوق الرابعة "Fourth Market".

وفما يلي توضيح لمفهوم كل نوع¹:

- **السوق الأولية:** وهي السوق التي تشهد الإصدارات الأولية للأوراق المالية والتي تتم بهدف الحصول على رأس مال الشركة الأساسي للشركات تحت التأسيس، أو بهدف زيادة رأس المال لشركات قائمة بالفعل، أي بمعنى آخر هي سوق الإصدارات الجديدة. وكذلك تختص بإصدار السندات.

- **السوق الثانوية (سوق التداول):** وهي السوق التي يتم تداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها، وأهم ميزة لهذه السوق أنها توفر للأوراق المالية المصدرة في السوق الأولية عنصر السيولة، وعليه فالسوق الأولية تستمد فاعليتها من السوق الثانية.

- **السوق الثالثة:** هي سوق غير منظمة يجري التعامل فيها بأوراق مالية مقيدة في السوق المنظمة والهدف من هذه الأسواق هي اجتياز الصعوبات التي غالبا ما تقابل المؤسسات عند بيعها لكميات كبيرة من الأوراق المالية وبسبب تلك الصعوبات قامت المؤسسات غير المشتركة في عضوية البورصات في الولايات المتحدة الأمريكية بإنشاء أسواق غير رسمية يجري التعامل من خلالها على بعض الأوراق المالية بموجب جداول أسعار السوق الرسمية وأهم المؤسسات التي تتعامل في هذا النوع من السوق في المؤسسات الاستثمارية كبيرة الحجم مثل: صناديق المعاشات، حسابات الأموال المؤمن عليها التي تديرها البنوك التجارية.

- **السوق الرابعة:** وهي سوق غير منظمة أيضا يجري التعامل فيها بأوراق مالية غير مقيدة في البورصة، ولا مجال للوساطة في هذا النوع، والسبب في قيامها هو حاجة بعض المؤسسات إلى تنفيذ صفقات بأحجام كبيرة (Blokcs) وهي الكميات التي تبلغ 10000 سهم فأكثر وبأقل تكلفة ممكنة والمتعاملون في هذه السوق هم المؤسسات المالية الكبيرة والأفراد الأغنياء، يتم اللقاء بين البائعين والمشتريين من خلال وسيط يعمل لإتمام الصفقة، يساعده في ذلك شبكة فورية من أجهزة الهاتف، وعليه فالوسيط في هذا النوع من الأسواق لا يقوم بدور السمسار، الأمر الذي يجعل أتعابه تقل كثيرا عن عمولة السمسار، هذا بالإضافة إلى أن إبرام الصفقات يتم بسرعة أكبر وبأسعار مرضية.

¹ حسين بن هاني، مرجع سابق، ص ص 16-18.

والسوق الثالثة والرابعة أسواق غير منظمة يجري التعامل فيها في أماكن غير محدودة وغير مركزية ويقوم بعمليات البيع والشراء تجار أفراد يعمل كل منهم في مقر عمله، أو وسطاء غير أعضاء في البورصة.

3.1. طريقة العمل في السوق المالية

يتم التعامل في السوق المالية بين طرفين هما البائع والمشتري على أساس العرض والطلب، حيث يتم التعامل بينهما من خلال الوسطاء أو شركات السمسرة، وقد يكون أحد الطرفين محترفاً وقد لا يكون.

والشخص المحترف عموماً هو ذلك الشخص الذي يكتسب صفة أساسية من عمله في البورصة ونظراً لخبرته الكبيرة ودرايته الواسعة بأسس التجارة في البورصة، مما تمكنه من اختيار الوقت المناسب سواء للبيع أو للشراء، أو حتى الانسحاب من السوق.

تتأثر الأسعار في البورصة بشكل مباشر بحجم الطلب والعرض وبمقابلتهما ينشأ ما يسمى بسعر التوازن، والذي قد يتغير بالنسبة للسهم الواحد عدة مرات في الدقيقة، وعندما يكون العرض أكبر من الطلب يتجه السعر نحو الانخفاض.

وفي معظم البورصات العالمية لا يتم التعامل على الأوراق المالية إلا من خلال شركات السمسرة، ولا يتم تداول الأوراق المالية إلا بعد قيدها في البورصة بالنسبة للشركات وذلك بعد استيفاء جملة من الشروط التي تضمن سلامة مركزها المالي والمحافظة على سلامة أداء السوق بوجه عام، ويسمى التداول في هذه الحالة "التداول داخل المقصورة"¹، أما التداول على الأوراق المالية غير المقيدة في البورصة فيعرف بالتداول خارج المقصورة.

4.1. عولمة الأسواق المالية وعوامل نجاحها

يمكن تلخيص عولمة الأسواق المالية وعوامل نجاحها فيما يلي:

1.4.1. عولمة الأسواق المالية

عولمة الأسواق تعني تكاملها في جميع أنحاء العالم لتكون أسواقاً مالية دولية، وقد ساهمت عملية العولمة للأسواق في زيادة حركة الأموال وعدم التقيد بالأسواق المحلية، كما أنها وسعت من قاعدة الخيارات أمام المستثمرين وعدم حصرها في ظل حدود الأسواق المحلية، وهناك عوامل ساعدت على تكامل هذه الأسواق المالية يمكن اختصارها بما يلي²:

¹ حسن حمدي، مرجع سابق، ص 23.

² أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية-إطار في التنظيم وتقييم الأدوات-، دار اليازوردي للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص30.

- تحرير الأسواق وأنشطة المشاركين فيها من القيود والحوجز المحلية والدولية، إذ أن حدة المنافسة ألزمت معظم الحكومات بتخفيض القيود المالية على أسواقها لتمكينها من المنافسة بفاعلية عبر العالم.
- التقدم والتطور التكنولوجي زاد من تكامل الأسواق وكفاءتها، وتبين ذلك من خلال تكنولوجيا الاتصال والمعلومات التي ساهمت في ربط عموم المشاركين في السوق بشبكة اتصالات تمكنهم من تنفيذ الصفقات في لحظات. هذا بجانب السرعة بنقل المعلومات، الأمر الذي ساعد بالمتابعة والمراقبة لأسعار الأصول المالية عن بعد .
- زيادة مؤسسية الأسواق المالية "Institutionalization"، وتعني المؤسسية بتحول عملية الاستثمار من الفردية إلى المؤسسات المالية، مثل صناديق التقاعد، شركات التأمين، البنوك التجارية وجمعيات الإقراض والادخار. ويعود سبب زيادة المؤسسية في الأسواق المالية إلى رغبة المؤسسات من تحويل المخاطر وتجميعها، إلى جانب الإدارة الكفؤة للعائد والمخاطرة للمحافظ الاستثمارية وتنويع أصولها محليا ودوليا.

2.4.1. عوامل نجاح الأسواق المالية

تتميز أهمية الأسواق المالية من اقتصاد لآخر، أو من موقع لآخر، وذلك نتيجة لعوامل مختلفة نذكر منها¹:

- تعكس السوق المالية واقع الاقتصاديات التي تضمها، فيما إذا كانت هذه الاقتصاديات متقدمة ومندمجة هيكليا وتسودها أنظمة سوقية ومؤسسات خاصة وآلية حرة، أو العكس إن كانت متخلفة ومشوهة هيكليا وتسيطر عليها أنظمة شمولية "Totalitarian" ومؤسسات عامة. والأسواق المالية تحقق في الاقتصاديات الأولى تقدما أكبر مما يمكن أن تبلغه في الاقتصاديات الأخرى، وذلك لأن هذه الأسواق تتطلب -لتسيير نشاطها واستمرار تطورها- دورا قياديا للقطاع الخاص وسريان قوانين السوق وآلياتها في إطار حرية التمويل والاستثمار والإنتاج والتبادل.
- ترتبط أهمية الأسواق المالية بتعاضد دور شركات المساهمة الكبيرة والتي تتمتع بمرونة عالية تجاه حركات الأسعار والتغيرات التي تحدث في الاقتصاد المحلي والدولي، وهنا بما يتناسب مع حجم هذه الشركات يتحدد التوجه نحو الأسواق المالية لأغراض الاستثمار وإعادة الاستثمار والاقتراض وتوسع قاعدة الحصص المالية وعدد المساهمين تنعكس إدارات الأوراق المالية وكفاءات كوادرها وطاقاتها التكنولوجية على أداء الأسواق المالية، وبالتالي إذا أراد بلد تطوير أسواقه المالية يجب أن يهتم في المقام الأول بإدارة هذه الأسواق، لأن الإدارة المتطورة هي التي تتولى وضع الخطط الخاصة بتعبئة الاستثمارات وتغطيتها من المخاطر، وتكفل النمو المتوازن للقيم السوقية للأصول المتداولة.

¹ هويشار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، ط1، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص ص 86-87.

- توافر السيولة لتمويل عمليات الشراء والبيع السريعة للموجودات عند أسعار معلومة.
- تقليل تكاليف المعاملات (البحوث والإعلانات والمعلومات...)، وتتعلق الكفاءة الاقتصادية والمالية للمعاملات الجارية في الأسواق المالية بهذه التكاليف، فإذا كان الحديث يجري حول تخفيض الكلفة كنسبة من قيمة التبادل فإن ذلك يخص الكفاءة الداخلية "Internal Efficiency"، ولكن عند تعديل الأسعار (وتم التكاليف) بسرعة مع المعلومات الجديدة حول العرض والطلب، فتعكس الأسعار المعلومات المهمة بالأدوات الاستثمارية، وهذا ما يعرف بالكفاءة الخارجية أو بكفاءة المعلومات "External or Information Efficiency".
- بناء السعر اعتمادا على عدد كبير من البائعين والمشتريين الراغبين في التبادل عند مستويات أعلى أو أدنى من الأسعار الجارية.

2. فرضية كفاءة الأسواق المالية

أثارت فكرة كفاءة الأسواق المالية خلافا كبيرا بين المهتمين بتلك الأسواق، حيث أن المعلومات تأتي إلى السوق في أي وقت مستقلة وعشوائية، فيتقرر سعر الورقة المالية بناء على المعلومات الواردة، فإذا عكست أسعار الأوراق المالية المتداولة المعلومات اتصفت السوق في هذه الحالة بالكفاءة، والتي لها دور في تقليل المخاطر وتخفيضها إلى أدنى مستوياتها.

1.2. مفهوم فرضية كفاءة الأسواق المالية

إن مصطلح السوق المالية الكفوء يملك معنى محددا جدا في حقل الإدارة المالية.

فقد عرف "فاما" "Fama" السوق المالية الكفوء بأنها السوق التي تعكس أسعارها، في أي وقت وبصورة كاملة جميع المعلومات المتوفرة¹.

ويعرف منير إبراهيم هندي كفاءة سوق الأوراق المالية على أنها²: " السوق التي يعكس سعر السهم الذي تصدره منشأة ما كافة المعلومات المتاحة عنها، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في معلومات تبثها وسائل الإعلام، أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية، أو في تحليلات أو تقارير عن آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة، وغير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم، وبالتالي في ظل السوق الكفوء تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة (Fair Value) تعكس تماما قيمته الحقيقية التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر

¹Fama E.T.Efficient Capital Markets, a review of theory & empirical work, Journal of Finance, May 1970, p 383.

²منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، نشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص 38.

عما ينطوي عليه الاستثمار في ذلك السهم من مخاطر، أو بعبارة أخرى تكون القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية الناجمة عن امتلاكه، والمخصومة بمعدل عائد على الاستثمار يكفي لتعويض المستثمر من المخاطر تساوي تماما القيمة السوقية للسهم يوم شرائه".

ويعرف "مثنى عبد الإله ناصر" السوق الكفوة على أنها¹: "السوق التي يعكس فيها السهم توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية، وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب. وتجدر الإشارة هنا إلى أن إتاحة المعلومات للجميع لا تعني بأن تقديراتهم بشأن المكاسب المستقبلية والمخاطر المحيطة بها متطابقة تماما، فقرارات المستثمرين قليلي الخبرة قد تأخذ بالأسعار بعيدا عن قيمتها الحقيقية، غير أن قرارات المحترفين أو المستثمرين الذين يتمتعون بالفطنة ستدفع بالأسعار نحو القيمة الحقيقية، ولكن ليس هذا هو المهم بالنسبة لمفهوم كفاءة السوق، فالمهم أن يكون كل مستثمر مقتنع بأن تقديراته سليمة وغير مبالغ فيها".

وعليه تكون السوق المالية كفوة إذا كانت الأسعار تعكس نظام المعلومات عن أداء الشركة المصدرة للأوراق المالية المتداولة في السوق التي تتمتع بقدر عال من المرونة التي تسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية، للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق، وذلك وفق مجموعة من الشروط الضرورية للكفاءة، والتي تتطلب:

- وجود منافسة تامة بين مختلف المتدخلين في السوق؛
- توفر البيانات والمعلومات الصحيحة المالية وغير المالية المتعلقة بالشركات المتداول أوراقها في السوق؛
- الإفصاح عن هذه المعلومات بأقصى سرعة وأقل تكلفة إلى كافة المتعاملين في السوق وفي وقت واحد.

2.2. أهمية الأسواق المالية الكفوة

إن للسوق المالية الكفوة أهمية بالغة لكل من الاقتصاد والمجتمع الاستثماري عموما، ويتجلى ذلك بالآتي²:

- السوق الكفوة دالة على أن الأسعار المطروحة للورقة المالية تمثل قيمتها العادلة، وترشد المتعاملين في السوق لتحديد إستراتيجيته الاستثمارية والتخصيص الكفء للموارد.

¹ مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة الأسواق المالية - دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، العدد 7، 2009-2010، ص182.

² أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص 50.

- التسعير العادل للأوراق المالية المتداولة فيها، حيث أن مشتري الورقة المالية يتوقع دفع السعر العادل مقابل الورقة المالية التي يشتريها، وبالمقابل فإن البائع يتوقع الحصول على السعر العادل مقابل ما قام ببيعه، وعليه فإنه في ظل السوق الكفوة بشكل قوي، ليس هناك مشترك بإمكانه تحقيق عوائد غير عادية من تعاملاته بالأوراق المالية المتداولة في مثل هذه السوق¹.
- يقوم جميع المتعاملين في السوق بالانتفاع من جميع المعلومات، وبالتالي ليس هناك هدر بالمعلومات الواصلة للسوق كونها تنعكس بالكامل بالسعر.
- إن المعلومات تكون متوفرة بشكل رخيص ويسير وواسع، وهذا يسمح لجميع المشاركين في السوق المالية من الوصول إليها واستخدامها في صياغة توقعاتهم المستقبلية للأسعار السوقية، وهذا يقود السوق المالية إلى التوازن المستمر، وإن الأسعار السوقية ستساوي دائما القيم الحقيقية لها².
- تكون تكاليف المعاملات في السوق المالية الكفوة بحددها الأدنى، وبما يضمن انسيابية تدفق أوامر بيع وشراء الأوراق المالية المتداولة فيها، وبالتالي فإن رأس المال سوف يتحرك نحو الاستثمارات المنتجة على عكس السوق المالية غير الكفوة.
- تحقق السوق الكفوة تماثل المعلومات وبالتالي تساهم في تقييد دور المشاركين، لضمان الاستجابة العادلة والصحيحة والمنتجة للمعلومات.
- الكفاءة تدفع السوق المالية باتجاه الاستقرار والتوازن المستمر، وتحد من حالات المضاربة المالية حيث أن أسعار الأوراق المالية تستجيب فقط للمعلومات الجديدة والصحيحة، كما أن مقدار الاستجابة يكون صحيحا وموضوعيا، وهذا يؤدي إلى استقرار الأسعار وانخفاض المخاطرة الكلية وازدياد الثقة بالسوق، بما يسهل عملية تدفق رؤوس أموال الاستثمارات الجديدة، وعليه فإن الكفاءة في السوق تتسبب في إعادة توزيع الدخل والثروة بشكل عادل بين المشاركين في السوق المالية.

3.2. خصائص الأسواق المالية الكفوة

وفقا لمفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية يمكن استخلاص مجموعة من الخصائص³:

- يتصف المتعاملون في تلك السوق بالرشادة في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، مما يدفعهم إلى السعي نحو تعظيم ثرواتهم.
- إتاحة المعلومات لجميع المشاركين في السوق بذات اللحظة، والسرعة، والموضوعية، وبدون تكلفة مما يؤدي إلى تماثل توقعاتهم بالأسعار السوقية المتوقعة.

¹ محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، ط1، دار إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص 129.

² نفس المرجع، ص 130.

³ مفتاح صالح، معارف فريدة، مرجع سابق، ص 182.

- عدم وجود قيود على حجم التعاملات، فليس هناك تكلفة صفقة أو ضرائب.
- وجود عدد كبير من المتعاملين، مما يعني عدم قدرة أي مستثمر على التأثير بمفرده على الأسعار في تلك السوق.
- لا يستطيع أي مستثمر أن يحقق عائدا مرتفعا يفوق ما حققه المستثمرون الآخرون، لأن العائد يكفي لتعويض كل مستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في السهم محل الصفقة فقط.

4.2. مجالات كفاءة السوق المالية

قدم (Samuels 1991) وزملائه أوجه عديدة لمجالات كفاءة السوق المالية وهي¹:

- 1.4.2. **كفاءة توزيع وتخصيص الموارد:** إذ تتجه هذه الموارد إلى القطاعات التي تحقق أكبر ربح.
 - 2.4.2. **الكفاءة الفنية:** وهي مدى توافر وتنوع أدوات الاستثمار، وفي مقدمتها الأسهم والسندات، حتى لا يتركز الاعتماد على أداة استثمارية معينة، مما يؤدي إلى زيادة المخاطر في مسألة حدوث أزمة اقتصادية.
 - 3.4.2. **الكفاءة التنظيمية:** أي تطور الجانب القانوني للسوق ووضوحها بحيث تكون قادرة على الحد من التغيرات الوهمية.
 - 4.4.2. **الكفاءة المعلوماتية:** يعني أن الأسعار تعكس أنيا وبدقة جميع المعلومات المتاحة.
 - 5.4.2. **الكفاءة التشغيلية:** وتسمى الكفاءة الداخلية، وهي مرتبطة أساسا بقدرة السوق على خلق التوازن بين قوى العرض والطلب، وجعل تكلفة السمسرة عند حدها الأدنى، ودون أن تتاح فرصة لصناع السوق بتحقيق ربح غير عادي.
 - 6.4.2. **كفاءة التسعير:** وتسمى بالكفاءة الخارجية، وهي ترتبط بمدى اتساع أو ضيق المدة الزمنية بين وصول المعلومات للمتعاملين وانعكاسها على الأسعار، بحيث تعكس هذه المعلومات كلها بدون تكلفة، وعليه صعوبة تحقيق ربح غير عادي.
- وبذلك فإن كفاءة التسعير تعتمد بشكل كبير على كفاءة التشغيل، إذ يجب أن تكون التكاليف التي يتحملها المستثمرون أقل ما يمكن مقارنة بفرصة الحصول على العائد المحقق، ليتسنى لهم بذل أقصى جهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها بأسرع وقت ممكن.

¹ محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سابق، ص ص 119-120.

5.2. أنواع الكفاءة في الأسواق المالية

يوجد نوعين من الكفاءة هما¹:

1.5.2. الكفاءة الكاملة

يقصد بها عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم، حيث يؤدي إلى تغيير فوري في السعر، فتوقعات المستثمرين متماثلة والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف. ويقتضي ذلك توافر الشروط التالية:

- أن تكون المعلومات في السوق متاحة للجميع، وفي نفس الوقت، وبدون تكاليف.
- عدم وجود قيود على التعامل، مثل تكاليف المعاملات أو الضرائب أو غيرها.
- للمستثمر الحق في بيع أو شراء الكمية التي يريد من الأسهم، ودون شروط وبسهولة.
- وجود عدد كبير من المستثمرين، مما يؤدي إلى عدم تأثير تصرفات بعضهم على أسعار الأسهم.
- اتصاف المستثمرين بالرشد، أي أنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها وراء استثمارهم.

2.5.2. الكفاءة الاقتصادية

في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق فإنه يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى تبدو آثارها على أسعار الأسهم، مما يعني أن القيمة السوقية للسهم قد تبقى أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لفترة من الوقت على الأقل. ولكن بسبب تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفارق بين القيمتين كبير إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحا غير عادية على المدى الطويل .

6.2. أشكال فرضيات الكفاءة في الأسواق المالية

إن كفاءة الأسواق المالية ترتبط أساسا بتوافر المعلومات المناسبة، لأنها تعتبر عنصرا أساسيا وفعالا في عملية تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية وذلك بمختلف مستوياتها، وبذلك صنفنا أدبيات الاستثمار والأسواق المالية كفاءة السوق إلى ثلاثة أشكال، بناء على طبيعة المعلومات وشموليتها، على النحو التالي²:

¹ عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص 75.

² أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص 47.

1.6.2. كفاءة السوق بالشكل الضعيف (Weak Form Efficiency)

يشير هذا الشكل إلى أن الأسعار السابقة للورقة المالية عبارة عن معلومات تاريخية، ليس لها قيمة للمستثمر للتنبؤ بالأسعار المستقبلية، وبشكل يسمح لعموم المستثمرين من تحقيق عوائد إضافية، وعليه فإن تحركات الأسعار أو العوائد المستقبلية تكون مستقلة بشكل كامل عن الحركات السابقة، ومن هنا يطلق على الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بالحركة العشوائية للأسعار، باعتبار أن التغير في السعر من يوم لآخر لا يسير على نمط واحد.

2.6.2. كفاءة السوق بالشكل شبه القوي (Semi-Strong Form)

يكتسب السوق هذا الشكل من الكفاءة عندما تنعكس جميع المعلومات العامة والمتاحة للجميع، بشكل كامل وسريع بالأسعار السوقية. ويقصد بالمعلومات العامة تلك المتعلقة بالشؤون الدولية والظروف الاقتصادية المحلية، ظروف الشركة، التقارير المالية وغيرها، وفي ظل الشكل شبه القوي لكفاءة السوق يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم لما يتاح من تلك المعلومات، حيث تكون الاستجابة ضعيفة في البداية لأنها تكون مبنية على وجهة نظر أولية بشأن تلك المعلومات، غير أنه إذا أدرك المستثمر القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يكون عليها السعر في ظل تلك المعلومات سوف يحقق أرباحاً غير عادية مقارنة بنظرائه المستثمرين¹.

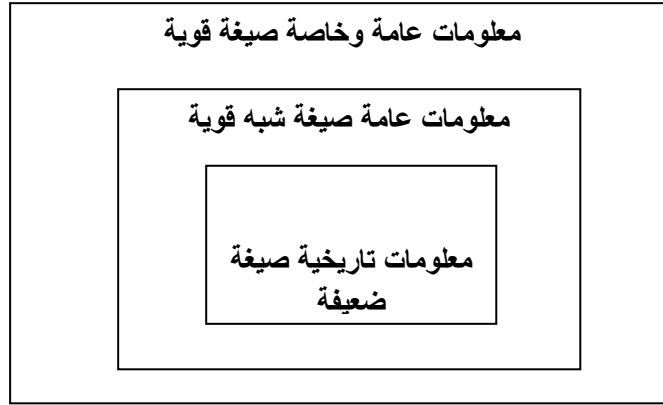
3.6.2. كفاءة السوق بالشكل القوي (Strong Form)

يقتضي هذا الشكل من الكفاءة أن تعكس الأسعار السوقية للورقة المالية جميع المعلومات المتاحة للجميع وبشكل علني، وتلك المعلومات التي تتدفق من قنوات خاصة (البعض يصفها بالسرية) كأعضاء إدارة الشركة المصدرة للسهم وأعضاء مجلس الإدارة، بمعنى أنه لا يمكن لأي مستثمر من تحقيق عوائد إضافية حتى لو استعان بخبرات محللي مستشاري الأسواق المالية، لأن التغيرات التي تحصل في الأسواق تكون عشوائية ومستقلة، وبذلك فمن يمتلك ميزة معلوماتية ذات طبيعة سرية تكون عديمة الفائدة لأنها سوف تأخذ طريقها إلى السوق ومن ثم تنعكس بالأسعار وبسرعة عالية.

والشكل رقم (2-2) يبين فرضيات الصيغ الثلاث للكفاءة السوقية والتي وضعها (Fama 1970):

¹ مفتاح صالح، معارفي فريدة، مرجع سابق، ص 185.

شكل رقم (2-2): فرضيات الصيغ الثلاث للكفاءة السوقية



المصدر: بن أعمار بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية -دراسة قياسية- أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان الجزائر، 2012-2013، ص77.

يوضح الشكل السابق، أولاً الصيغة الضعيفة للكفاءة وتعني المعلومات التاريخية حول الأسعار منعكسة في الأسعار الحالية، والتي لا يمكن لأي مستثمر الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات في المستقبل. أما الثانية فهي صيغة متوسطة تعني أن تعكس الأسعار الحالية بالإضافة إلى المعلومات التاريخية حول الأسعار كل المعلومات المعروفة والمتاحة عن المؤسسات. أما الثالثة هي صيغة قوية تعني أن تعكس الأسعار الحالية بصفة كاملة كل المعلومات العامة والخاصة، بحيث لا يمكن لأي مجموعة من المستثمرين استخدام معلومات غير متاحة لغيرهم لتحقيق أرباح غير عادية بصفة نظامية ومستمرة.

المبحث الثاني: دور الحوكمة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية

شهدت العديد من دول العالم أزمات مالية واقتصادية كثيرة، والتي كان من أبرز أسبابها نقص الإفصاح وانعدام الشفافية وغياب المساءلة في الشركات، إضافة إلى استخدام أدوات مختلفة للتلاعب في السياسات المحاسبية قصد التأثير على البيانات المحاسبية، مما دعا الأمر إلى ضرورة الاستعانة بآليات الحوكمة للإدارة والرقابة التي تساهم في تحسين جودة المعلومات المحاسبية المنشورة، بما يرفع من مستوى الإفصاح ليكون بذلك الأثر إيجابيا على مستوى أداء الشركات وعلى مستوى كفاءة الأسواق المالية.

1. دور الحوكمة في الرفع من مستوى الإفصاح والشفافية

يعد الإفصاح والشفافية وظاهرة الحوكمة وجهان لعملة واحدة، يؤثر كل منهما على الآخر ويتأثر به فالإفصاح المحاسبي في ظل حوكمة الشركات يصبح أكثر شفافية، وزيادة الشفافية في الإفصاح تنتج من تفعيل حوكمة الشركات، وتؤدي إلى حماية المستثمرين.

1.1. ماهية الإفصاح

لقد اكتسب الإفصاح أهمية متزايدة في الوقت الراهن، نظرا لتعقيد الأدوات المالية المستعملة، والأوراق المالية وحجم تداولها، والمخاطر المرتبطة بها، ولهذا يجب أن نحدد صفات الإفصاح المحاسبي لتحديد القدر الملائم من المعلومات التي يتعين الإفصاح عنها.

1.1.1. تعريف الإفصاح

يعرف الإفصاح المحاسبي بأنه¹: "عرض المعلومات الهامة للمستثمرين والدائنين وغيرهم بطريقة تسمح بالتنبؤ بمقدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح في المستقبل وسداد التزاماتها".

ويعني الإفصاح إتباع سياسة الوضوح الكامل وإظهار جميع الحقائق المالية الهامة، التي تعتمد عليها الأطراف المهتمة بالمشروع، والجدير بالذكر أنه لا يوجد اتفاق حول مقدار ونوع المعلومات الواجب الإفصاح عنها، لذا فقد تم تصنيف الإفصاح إلى ثلاثة مفاهيم هي²:

¹ بن الطاهر حسين، بوطلاعة محمد، دراسة أثر حوكمة الشركات على الشفافية والإفصاح وجودة القوائم المالية في ظل النظام المحاسبي المالي، ملتقى وطني حول "حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري"، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 6-7 ماي 2012، ص 9.

² جاوحدو رضا، بلعادي عمار، دور حوكمة الشركات في إرساء قواعد الشفافية والإفصاح، ملتقى دولي حول "الحوكمة المحاسبية للمؤسسة - واقع ورهانات وآفاق - جامعة أم البواقي، الجزائر، 7-8 ديسمبر 2010، ص 7.

- **الإفصاح الكامل:** ويقصد به الإفصاح عن كل المعلومات والتفاصيل سواء كانت هناك حاجة إليها أو لا وهذا النوع من الإفصاح قد لا يفيد مستخدم المعلومات حتى لو تحقق، حيث أن كثرة التفاصيل قد تترك مستخدم المعلومات ولا تساعد على اتخاذ القرار السليم في الوقت المناسب.

- **الإفصاح العادل:** يركز هذا الإفصاح على أهداف أخلاقية مرتبطة بالعدالة والمساواة بين مستخدمي القوائم المالية في عرض الحقائق الخاصة بأنشطة المنشأة لمساعدتهم على اتخاذ القرارات الصحيحة. إلا أن هذا المفهوم انتقد لأن مفهوم العدالة نسبي وغير محدد.

- **الإفصاح الكافي:** وهو الأكثر استخداما من قبل المنظمات المهنية والكتاب، فهو يعني توفير الحد الأدنى من المعلومات في القوائم والتقارير المالية لمتخذي القرارات، أي عرض وتوفير المعلومات الملائمة والتي تتفق واحتياجات مستخدم المعلومات.

2.1.1. أهمية الإفصاح

وتظهر أهمية الإفصاح لكل من الأطراف التالية كما يلي¹:

- **بالنسبة للمستثمر:** تتجلى أهمية الاستثمار في تحفيز اهتمام المستثمر بالأوراق المالية انطلاقا من المعلومات المنشورة في القوائم والتقارير المالية التي تعدها إدارة الشركة، مما يضمن له بناء توقعات واقعية عن العائد المتوقع من هذه الأوراق، هذا ما يساعده على اتخاذ قرار الاستثمار وفق أسس سليمة بعيدا عن الشائعات والمضاربات، وبذلك يوفر الإفصاح حماية المستثمرين، وبالتالي تتحسن صورة الشركة فتكتسب سمعة جيدة من حيث النزاهة والشفافية في السوق المالية.

- **بالنسبة للسوق المالية:** يمكن الإفصاح من خلق جو استثماري خال من أساليب الاحتيال وتضارب المصالح بين المديرين والمساهمين ومن المضاربة، مما يعزز الثقة في السوق، إضافة إلى ذلك فهو يقلل من التقلبات الحادة لأسعار الأوراق المالية، إذ بتوفر المعلومات الملائمة بشكل كاف يمكن تقييم سعر الورقة المالية بطريقة سليمة، بما يضمن التسعير العادل لها.

وبذلك يصبح الإفصاح عنصرا جوهريا من عناصر خلق الشفافية وزيادة الثقة بالاستثمار في الأوراق المالية.

¹ شريف غياط، فيروز رجال، حوكمة الشركات أداة لرفع مستوى الإفصاح ومكافحة الفساد وأثرها على كفاءة السوق المالي، جامعة 8 ماي 1945 قالمة، الجزائر، دون سنة، ص 7، مقال متوفر على الموقع الإلكتروني: "3-11-2016" rooad.net/uploads/news/7wkmt_alshrkat.doc

3.1.1. العناصر المؤثرة في الإفصاح

توجد مجموعة من العوامل المؤثرة على الإفصاح، ومن أهم المحددات الرئيسية على نوع وحجم الإفصاح ما يلي¹:

- نوعية المستخدمين وطبيعة احتياجاتهم: يجب أن تعطي الشركات اهتماما خاصا بقوائمها المالية لتلبية احتياجات المستخدمين الرئيسيين، والذين لهم مصالح مباشرة أو غير مباشرة، لأن طبيعة المعلومات المفصح عنها في القوائم المالية تختلف باختلاف نوعية المستخدمين في كل دولة.
- الجهات المسؤولة عن وضع معايير الإفصاح، وتتمثل في الجهات المنظمة المسؤولة عن تطوير وتنظيم وإصدار معايير الإفصاح، حيث تختلف باختلاف مداخل التنظيم المحاسبي المعتمد بكل دولة، إذ نجد في العديد من الدول خاصة النامية منها أن الأطراف المؤثرة على الإفصاح غالبا ما تكون المنظمات المهنية والحكومية.
- المنظمات والمؤسسات الدولية: بالإضافة إلى المنظمات والقوانين المحلية فإن المنظمات الدولية من الأطراف المؤثرة على عمليات الإفصاح، ومن أهم هذه المنظمات لجنة المعايير المحاسبية الدولية (IASB*) حيث تحاول تحسين جودة المعلومات المفصح عنها على المستوى العالمي، من خلال إصدارها مجموعة من المعايير المحاسبية.

2.1. ماهية الشفافية

لقد تطور مفهوم الشفافية من مجرد الوضوح في الإجراءات، إلى اعتباره فلسفة ومنهج عمل يمكن أن يتجسد في العديد من العناصر والمعايير، ووفق الآليات والأساليب الإدارية المستخدمة في المؤسسة، سواء كانت حكومية أو مؤسسة أعمال هادفة للربح أو غير هادفة. وعليه يمكن توضيح الشفافية في النقاط التالية:

1.2.1. تعريف الشفافية

تعرف الشفافية المحاسبية بأنها مصطلح يشير إلى مبدأ خلق بيئة يتم خلالها جعل المعلومات عن الظروف والقرارات والتصرفات القائمة قابلة للوصول بسهولة ومرئية، وقابلة للفهم لكافة الأطراف المشاركة في السوق².

¹ جميل أحمد، سفير محمد، مرجع سابق، ص ص 8-9.

* IASB : International Accounting Standard Boards.

² بن الطاهر حسين، بوطلاعة محمد، مرجع سابق، ص 10.

وفي هذا المجال يجب التفرقة بين الإفصاح والشفافية، فالشفافية تعتبر التمثيل الصادق للمعلومات وهي ليست هدفا بحد ذاتها، بل وسيلة لإظهار الأخطاء والاقتصاص من مرتكبيها، لأن هناك تكلفة تقترن بتوفير المعلومات الدقيقة. وهناك سعي نحو التوفيق في التكلفة المرتفعة لتجميع المعلومات وتحليلها واستخدامها وبين الحاجة للإفصاح عن المعلومة لخدمة مصالح مختلف الأطراف.

2.2.1. شروط الشفافية

هناك عدة شروط يجب توافرها في أي معلومة أو إجراء يتصف بالشفافية منها¹:

- أن تكون الشفافية في الوقت المناسب، حيث أن الشفافية المتأخرة تكون عادة لا قيمة لها ويعلن عنها أحيانا فقط لاستيفاء الشكل ونستشهد على ذلك بميزانيات الشركات التي تنشر بعد شهر أو سنوات بعد صدورها.
- أن تتاح المعلومات الشفافة لكافة الجهات في ذات الوقت.
- أن تكون شارحة لنفسها بنفسها، فقد تقوم بعض الشركات بنشر قوائمها المالية بالصحف استيفاء للشكل القانوني بدون مرفقاتها أو بدون تقرير مراقب الحسابات أو تفصيل البنود. على أنه يجب ملاحظة أن لا تخل الشفافية بالمبادئ العامة للحفاظ على بعض المعلومات ذات الصلة بسرية العمل.
- أن يعقب الشفافية مساءلة، فالشفافية في حد ذاتها ليست غاية بل وسيلة لإظهار الأخطاء والاقتصاص من مرتكبيها، وذلك بالطبع في إطار الوسائل القانونية المنظمة لذلك.

3.2.1. خصائص المعلومات المرتبطة بالإفصاح والشفافية

يمكن تلخيص الخصائص النوعية للمعلومات الواجب الإفصاح عنها في النقاط التالية²:

- **الملاءمة (وثاقة الصلة):** حيث يجب أن تكون المعلومات وثيقة الصلة لأنها تؤثر على القرارات الاقتصادية للمستخدمين عن طريق مساعدتهم على تقييم الأحداث الماضية والمستقبلية أو تأكيد وتصحيح التقييمات الماضية، وتتحدد وثاقة صلة المعلومات من خلال طبيعتها وجودتها من ناحية الأهمية النسبية.

¹ محمد طارق يوسف، الإفصاح والشفافية كأحد مبادئ حوكمة الشركات، بحوث وأوراق عمل مؤتمر "متطلبات حوكمة الشركات وأسواق المال العربية"، شرم الشيخ، مصر، ماي 2007، ص ص 22-23.

² طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات (المبادئ - المفاهيم - التجارب) تطبيقات الحوكمة في المصارف، الدار الجامعية، مصر 2004، ص 737.

- المصادقية: ينبغي أن تكون المعلومات خالية من الأخطاء الهامة والتحيز، والجوانب الرئيسية في المصادقية هي العرض الصادق، وأولوية المضمون على الشكل، الحيادية، الحيطة والحذر، والاكتمال.
- قابلية المقارنة: ينبغي أن تقدم المعلومات بصورة متسقة بمرور الوقت وأن تكون منسجمة مع المعلومات ذات الصلة ومع الكيانات الأخرى من أجل تمكين المستخدمين من إجراء المقارنات.
- قابلية الفهم: ينبغي أن يكون من السهل فهم المعلومات من قبل المستخدمين ذوي العلاقة المعقولة بالأعمال وعلم الاقتصاد والمحاسبة، وأيضاً الاستعداد للاجتهاد في دراسة المعلومات.

3.1. علاقة الإفصاح والشفافية بحوكمة الشركات

تمثل آلية الإفصاح والشفافية أحد أهم ركائز وآليات حوكمة الشركات، فتوفير المعلومات المحاسبية وغير المحاسبية يعد من أهم أدوات تحقيق ما يلي¹:

- الصحة والسلامة المالية.
- توفير مناخ المعلومات لجميع المهتمين بالشركة.
- جذب اهتمام المستثمرين وتعريفهم بالشركة.
- تحقيق الانتباه واليقظة فيما يحدث في الشركة.

وبناء على ذلك تحرص معظم الشركات على بناء وتأسيس نظام جيد للإفصاح والشفافية وتوفير المعلومات بالكم والجودة في الوقت المناسب، مع الالتزام بالقواعد واللوائح المنظمة والتي تحدد جوانب ومجالات وخصائص الإفصاح، سواء فيما يتصل بالموضوعات أو العناصر التي يتعين الإفصاح عنها وإثباتها بالقوائم المالية والتي تعد بغرض تزويدها لمتخذي القرارات.

كما أن العلاقة بين حوكمة الشركات والإفصاح علاقة ذات اتجاهين، حيث يتوقف تحقيق مزايا ومنافع الحوكمة على إفصاح الشركات عن ممارسات الحوكمة مما يؤدي إلى زيادة مصداقيتها أمام جمهور المتعاملين واكتسابها سمعة حسنة، الأمر الذي يعيد الثقة بها ويسوق المال ككل. وكذلك أشار كل من "Capstaff, Selva & Joner" بأن الإفصاح عن المعلومات التي تنتجها التقارير المالية من أهم الركائز المالية التي يمكن الاعتماد عليها لقياس حجم المخاطرة بأنواعها المختلفة (مخاطر السوق والسيولة ومعدل الفائدة وسعر الصرف والإدارة)، فضلاً عن دورها في عملية التنبؤ، باعتبارها مدخلاً لتحليل القرار الاستثماري

¹ بن الطاهر حسين، بوطلاعة محمد، مرجع سابق، ص 10.

في سوق الأوراق المالية التي تعتمد على فرض رئيسي مؤداه أن كل ورقة مالية لها قيمة حقيقية يمكن الوصول إليها من خلال المعلومات المحاسبية بدراسة العائد، ومعدل النمو وبعض النسب المحاسبية¹.

ويمكن القول أن الإفصاح يعمل على تدعيم وزيادة فاعلية حوكمة الشركات، حيث يمكن اعتبار الإفصاح أساس أي نظام لحوكمة الشركات، وفي المقابل يحتاج نظام الحوكمة إلى مستوى جيد من الإفصاح.

2. أثر الإفصاح على كفاءة الأسواق المالية

يلعب الإفصاح دورا هاما في تحقيق الآلية الخاصة بأسواق المال، من حيث تحديد الأسعار المناسبة للأسهم وتحقيق التوازن بين درجة المخاطرة والعائد الذي تحققه، أي أن الإفصاح يؤدي إلى تخفيض عدم التأكد فيما يتعلق بالاستثمار وإقبال المدخرين على تقديم أموالهم للمستثمرين، مما يؤدي إلى زيادة عدد الأسهم المعروضة للشراء أو البيع، وكذلك زيادة حجم التعامل، مما يؤدي إلى بدوره إلى تنشيط التداول في السوق المالية.

والمستثمرون في حاجة إلى المعلومات التي تمكنهم من تقدير التدفقات النقدية المستقبلية، وتقدير درجة المخاطرة الخاصة بالأسهم، بالإضافة إلى تكوين محفظة ملائمة للأوراق المالية، بهدف تجنب المخاطر غير المنتظمة عن طريق تنويع الاستثمارات.

1.2. أثر المعلومات المحاسبية على كفاءة الأسواق المالية

تتوقف كفاءة الأسواق المالية على مدى توافر المعلومات، من حيث سرعة وصولها، وعدالة فرص الاستفادة منها، وتكاليف الحصول عليها.

كما يتفق الكثير من الكتاب والباحثين بأن هناك تأثير مباشر للمعلومات المحاسبية على سوق الأوراق المالية، سواء من جانب تأثيرها على المستثمرين في اتخاذ القرارات الاستثمارية الملائمة مثل قرار الاحتفاظ بالأوراق المالية أو قرار التخلص منها، أو الدخول في استثمارات جديدة، أو من جانب التأثير على أسعار أو العائد على الأسهم أو على حجم التداول وتنشيط حركة سوق الأوراق المالية.

¹ هوام جمعة، لعشوري نوال، دور حوكمة الشركات في تحقيق جودة المعلومة المحاسبية، ملتقى وطني حول "الحوكمة المحاسبية للمؤسسة (واقع رهانات وآفاق)"، جامعة العربي بن مهيدي أم بواقي، الجزائر، 7-8 ديسمبر 2010، ص20.

ولتأثير المعلومات على الأسواق المالية دوران هما¹:

1.1.2. الدور التيسيري (Facilitating role): وذلك عن طريق إمداد المستثمرين بالمعلومات عن الشركات التي تطرح أسهمها في البورصة قبل اتخاذ قرار الشراء أو البيع، بهدف دعم وترشيد ذلك القرار.

2.1.2. الدور التأثيري (Influencing role): هنا يتوجب خلق توازن بين المخاطر والعوائد في محفظة الأوراق المالية، بما يحقق للمستثمر الربحية المستهدفة من جهة ، ويحفظ الاستقرار للسوق المالية قدر الإمكان من جهة أخرى.

وعليه يمكن القول أن دور المعلومات المحاسبية في التأثير على الأوراق المالية يعتمد على مستوى الكفاءة التي تتمتع بها السوق المالية، بالإضافة إلى نوعية هذه الكفاءة وهل هي كفاءة تبادلية أم تشغيلية أم هيكلية أم كلها معاً، كما أنه من أهم الأركان التي تركز عليها كفاءة السوق هو وجود نظام فعال للمعلومات المحاسبية تتدفق من خلاله المعلومات المناسبة في الأوقات المناسبة وبالتكلفة المناسبة، والتي تمكن المستثمرين من اختيار أفضل البدائل المتاحة للاستثمار.

وبناء على ما سبق فإن نجاح السوق المالية يحتاج إلى معلومات تبنى على أساس مجموعة من العناصر تتمثل فيما يلي²:

- الإفصاح المالي ودوره في ضبط حركة السوق المالية، من خلال توفير قدر كاف من المعلومات التي يمكن استخدامها في المفاضلة بين فرص الاستثمار المختلفة.
- توفر المعلومات المالية التي تعكس المركز المالي للشركة المعنية لحساب القيمة الحقيقية لها.

ومن خلال ما سبق تظهر أهمية الإفصاح عن المعلومات في مساعدة المستثمرين في معرفة الأنشطة الاقتصادية والعمليات التي قامت بها الشركة، وعلى هذا الأساس أصبح الإفصاح مسألة قانونية تلزم كل الشركات بنشر القوائم المالية وفي أوقات محددة لتحقيق كفاءة السوق المالية، وذلك عن طريق:

- متابعة التزام الشركات بتوفير معلومات تتصف بالدقة والشفافية المطلوبة.
- تطبيق قواعد ومعايير المحاسبة والمراجعة.
- الالتزام بالمعايير الدولية عن متطلبات الإفصاح والشفافية.

¹ قرين حاج قويدر، الحوكمة المحاسبية في الجزائر في ظل نظام المحاسبة المالية الجديدة ودورها في النهوض بالسوق المالي، الملتقى الدولي الأول حول "الحوكمة المحاسبية للمؤسسة (واقع، رهانات وآفاق)، جامعة العربي بن مهيدي أم بواق الجزائر، 7-8 ديسمبر 2010، ص 8.

² شريف غياط، فيروز رجال، مرجع سابق، ص 10.

- تقييم أداء الشركات وشركات السمسرة في الأوراق المالية.

2.2. دور الإفصاح في التقليل من عدم تماثل المعلومات

يعمل الإفصاح المالي على تخفيض عدم تماثل المعلومات "information asymmetry" بين الأطراف الداخلية والخارجية، وبالتالي زيادة كفاءة الأسواق المالية وصولاً إلى الأسعار الحقيقية للأسهم، كذلك زيادة حجم العمليات وتوفير السيولة التي تشجع التعامل في السوق. هذا من شأنه أن يُخفّض تكلفة العمليات وزيادة العائد منها وتحقيق المنفعة للاقتصاد القومي ككل. ففي ظل الكفاءة التي تتمتع بها السوق، يسعى كل طرف جاهداً لتحقيق أغراضه الذاتية دون الإخلال بالتوازن القائم في السوق. وقد ناقشت عدة بحوث الحوافز الخاصة بإدارة الشركات لتحقيق كفاءة السوق عن طريق الإفصاح الذاتي عن المعلومات المحاسبية للجمهور كافة، محاولةً من خلاله طمأننتها بصدق البيانات المفصح عنها مدعماً ذلك بتقرير مراجع الحسابات الخارجي. وهناك ثلاث نظريات تفسّر سلوك الإدارة بالنسبة للإفصاح المالي، تتمثل فيما يلي¹:

1.2.2. نظرية التعاقدات الكفوة "Efficient Contract": وفقاً لهذه النظرية فإن كافة الأطراف تتصف بالرشد الاقتصادي. فيحاول كلٌّ منها تخفيض تكاليف الوكالة عن طريق التعاقد فيما بينها لمنع استغلال طرف لطرف آخر. وقد أبرزت بحوث عديدة مثل (Benston 1986) و (Wong 1988) و (Lew 1990 & Penman) أن درجة الإفصاح تزداد بزيادة حجم الشركة وارتفاع نسبة الديون الخارجية وزيادة سيطرة المدراء على أمور الشركة.

2.2.2. نظرية السلوك الانتهازي "Opportunistic Behavior": تفترض هذه النظرية أن اختيار الطرق المحاسبية وشكل الإفصاح يتأثر بالسلوك الانتهازي للمدراء، أي أنهم يحاولون تعظيم ثروتهم المتمثلة في ملكيتهم للأسهم والمكافآت التي يحصلون عليها، وبالتالي يختارون من الطرق المحاسبية التي من شأنها أن تزيد من الأرباح الحالية على حساب الفترات المستقبلية. ومن أهم البحوث التي تطرقت إلى هذا الفرض نذكر: (Watts 1977)، (Hautausen 1981)، (Healy 1985)، وتوصلت هذه الأخيرة إلى أن الشركات ذات الديون المرتفعة تحاول رفع أرباحها الحالية تفادياً منها مخالفة شروط المديونية، في حين أن الشركات كبيرة الحجم تحاول تخفيض أرباحها لتفادي التكاليف للسياسة الناتجة عن التدخل الحكومي وزيادة الضرائب المفروضة عليها.

3.2.2. نظرية توفير المعلومات "Information Perspective": تقوم هذه النظرية على اختيار المدراء للطرق المحاسبية وشكل الإفصاح المالي بطريقة تعكس القيمة الاقتصادية للشركة، بحيث تساعد المستثمرين

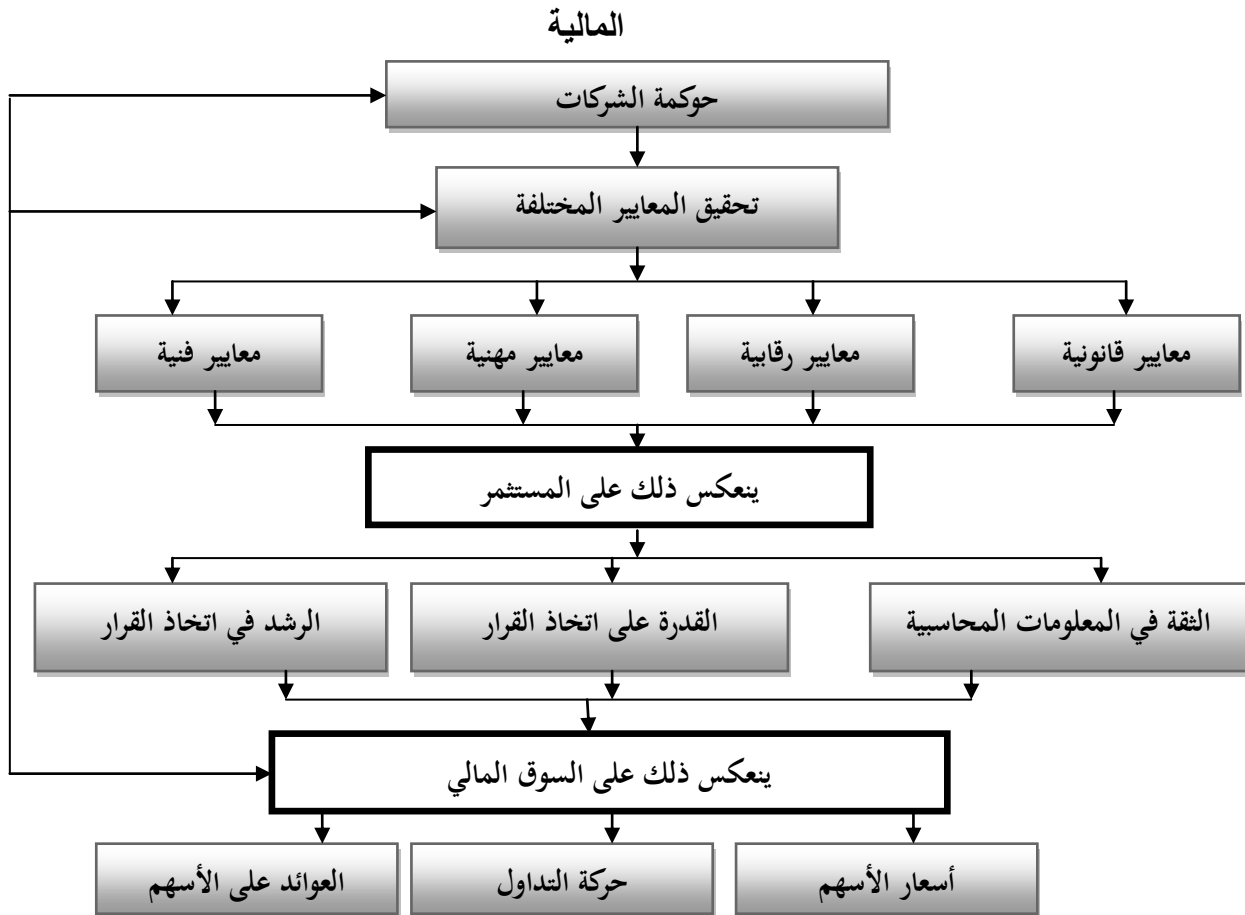
¹ جبار محفوظ، مريم عديلة، عمر عبده سامية، أخلاقيات الأعمال والأسواق المالية الكفوة، ملتقى دولي حول "الحوكمة وأخلاقيات الأعمال في المؤسسات"، جامعة باجي مختار عنابة، الجزائر، 18-19 نوفمبر 2009، ص 32.

على تقدير التدفقات النقدية من استثماراتهم. ونظرا لحدثة هذه النظرية، توجد دراستان فقط اختبرت فروضها. الأولى كانت لـ "Malmquist" عام 1990، أثبت من خلالها أن شركات البترول تختار بين طريقتي الجهود الناجحة والتكاليف الشاملة، وهما تعكسان نشاط الشركة في البحث والتتقيب وبالتالي تظهر القيمة الاقتصادية للشركة. أما الدراسة الثانية التي قام بها "Smith & Main" عام 1990، فقد أثبتت أن الشركات القابضة تختار بين تجميع القوائم المحاسبية وبين فصلها بناء على مدى اعتماد الشركتين القابضة والتابعة على بعضهما.

3.2. أهمية المعلومات في ظل حوكمة الشركات

يمكن تلخيص الدور الذي تؤديه حوكمة الشركات في تعزيز جودة المعلومة، ولأجل أن توصل السوق إلى درجة الكفاءة المرجوة في الشكل رقم (2-3) :

الشكل (2-3): دور حوكمة الشركات في تعزيز جودة المعلومة المحاسبية وانعكاساتها على السوق



المصدر: هوام جمعة، لعشوري نوال، دور حوكمة الشركات في تحقيق جودة المعلومة المحاسبية، ملتقى دولي حول "الحوكمة المحاسبية للمؤسسة (واقع رهانات وآفاق)"، جامعة العربي بن مهيدي أم بواقي الجزائر 7-8 ديسمبر 2010، ص 22.

من خلال الشكل السابق يتضح أنه من أهم الأهداف المرجوة من وراء تطبيق حوكمة الشركات هو أن تتولد الثقة في جودة وشفافية المعلومات المحاسبية، وهذه الجودة تبنى على مجموعة من المعايير المحددة من قبل الخبراء والهيئات الدولية المختلفة، كما أن جودة وشفافية المعلومات لها تأثير مباشر على سوق الأوراق المالية من خلال أسعار الأسهم والعوائد عليها وبالتالي حركة التداول، حيث يمتد التأثير إلى المستثمرين الحاليين أو المرتقبين. وللاعتناء على هذه المعلومات والوثوق بها يجب أن تعبر بصدق عن الظواهر والأحداث، وأن تكون قابلة للإثبات، وأن تكون حيادية وغير متحيزة، وتعرض الحقائق كاملة غير منقوصة وتكون قابلة للمقارنة وما يتطلبه ذلك من ثبات في تطبيق الطرق والأساليب المحاسبية وكذلك قابليتها للفهم.

3. علاقة حوكمة الشركات بكفاءة الأسواق المالية

تكتسي قواعد الحوكمة أهمية بالغة لتحقيق كفاءة الأسواق المالية، لأنها تؤدي إلى تحقيق التوازن في أسعار الأسهم. ومن المتفق عليه أن كفاءة السوق تتوقف على مدى توفر المعلومات لمجموع المستثمرين وأن الحوكمة لديها الآليات التي تضمن الوصول إلى الإفصاح عن تلك المعلومات التي تمكن من تحقيق كفاءة سوق المال، وعليه فإن تحسين أو تدهور الحوكمة له دور كبير في تحديد أداء الأسهم لأن هناك علاقة طردية بين حوكمة الشركات وتحديد السعر العادل للسهم، وترجع هذه العلاقة للأسباب التالية¹:

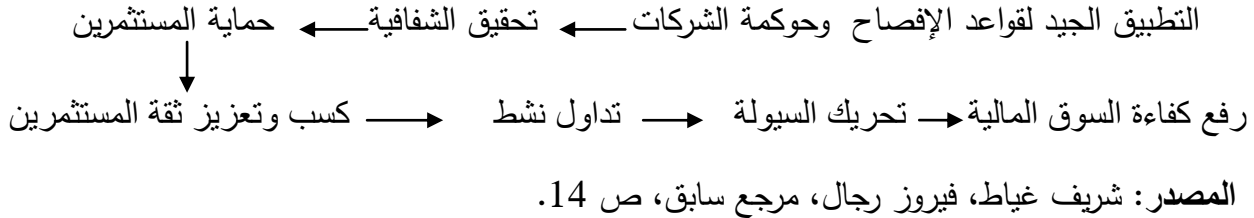
- نوعية المعلومات المتاحة لكافة المستثمرين تعكس جودة الحوكمة، حيث أن مبدأ الإفصاح والشفافية أحد مبادئ الحوكمة.
- حوكمة الشركات هي انعكاس لنوعية الإدارة، حيث أن الإدارة الواعية تتأكد من ارتفاع مستوى الحوكمة على عكس الإدارة غير الواعية التي تسعى دائماً إلى الحصول على منافع ذاتية من ضعف مستوى الحوكمة، مما يؤثر على سعر الأسهم.
- حوكمة الشركات بما لديها من آليات رقابية على الإدارة تمنعها من التلاعب بالمعلومات الداخلية مما يؤدي إلى حد ما إلى تماثل المعلومات بين المستثمرين، مما ينعكس في النهاية على أداء سعر السهم.
- وجود علاقة ارتباط بين مستوى حوكمة الشركات ومستوى كفاءة السوق المالية.

وبالإضافة لما سبق فإن ثقة المستثمرين لا تتوفر إلا إذا تأكدوا من أنهم سيحصلون على معاملة عادلة ومتكافئة، فقد وجب على نظام الحوكمة الجيد أن يوفر وسائل يتسنى للمساهمين استخدامها لحماية حقوقهم في الشركة، ويتأكدوا من خلالها أن أموالهم ستوظف بالشكل الذي يراعي مصالحهم وبذلك يظهر

¹ شريف غياط، فيروز رجال، مرجع سابق، ص 14.

عنصر الثقة كأحد السمات المميزة للحوكمة، لأن خلق الثقة على مستوى الأسواق سيزيد من الرغبة في التداول وتحريك السيولة لدى المدخرين. ويمكن تلخيص تأثير الحوكمة على كفاءة الأسواق المالية من خلال المخطط التالي:

الشكل رقم (2-4): تأثير الحوكمة على كفاءة الأسواق المالية



وبدراسة أسواق رأس المال خاصة الأسواق المتقدمة نجد أن معظمها تطبق نظام الحوكمة على الشركات المدرجة لديها، وهذا يعتبر شرطاً أساسياً حتى تتمكن هذه الشركات من قيد أسهمها لدى هذه البورصات. ولكن في الأسواق الناشئة نجد أن معظمها لا تطبق هذا النظام نظراً لافتقاده الآليات الضرورية التي هي في أشد الحاجة إليها لتطبيقها والعمل بها، مما انعكس ذلك سلباً على كفاءة الأسواق الناشئة، والتي حالت دون وصولها إلى أي صيغة من الكفاءة بما فيها الكفاءة الضعيفة.

ومما سبق يتضح أنه من أهم المعايير التي تقوم عليها الحوكمة للرفع من كفاءة الأسواق المالية المدرجة بها نجد¹:

- أن حوكمة الشركات تمثل أداة فعالة لزيادة ثقافة الالتزام والتمسك بآداب وأخلاقيات العمل، وأداة لتحقيق مستوى عال من الشفافية والإفصاح وصدق المعلومات، أي تنقل للمستثمرين معلومات دقيقة عن الأسعار مما يسمح لهم بتسييل استثماراتهم عبر الأسواق المالية.
- أن إتباع قواعد الحوكمة يساعد على منع وقوع الأزمات الدورية في الأسواق المالية، حيث تؤكد التقارير الصادرة عن المؤسسات المالية الدولية أن الأزمة المالية العالمية 2008 كان سببها ضعف الإفصاح والشفافية، وعدم التقيد بمبادئ الحوكمة التي نصت عليها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية.
- أظهرت البحوث أن الدول التي توافرت بها حماية أقوى لمصلحة مساهمي الأقلية عن طريق حوكمة الشركات، تمتعت بأسواق مالية أكثر ضخامة وأكثر سيولة، كما تظهر المقارنات بين الدول ذات النظم الضعيفة تكون فيها معظم الشركات مملوكة أو تحت سيطرة قلة من المستثمرين الحاكمين بدلاً من هيكل الملكية واسع الانتشار.

¹ فاطمة الزهراء طاهري، عيساوي سهام، مرجع سابق، ص ص 14-15.

- تؤدي حوكمة الشركات إلى كسب ثقة المستثمرين في السوق المالي، كما تزيد من الثقة في الاقتصاد القومي وتعمق دور سوق المال وزيادة قدراته على تعبئة المدخرات، ورفع معدلات الاستثمار والمحافظة على حقوق الأقلية من صغار المستثمرين، مما يشجع على نمو القطاع الخاص، ويدعم قدرته التنافسية ويساعد على تمويل المشروعات، وتحقيق الأرباح، وتقليل المخاطر.
- أن عملية الإفصاح عن المعلومات تعتبر عاملاً مهماً في تخفيض تكلفة رأسمال الشركة، وضمان استمراريته، حيث أن الحوكمة تساعد على الحد من هروب رؤوس الأموال ومكافحة الفساد المالي والإداري.

المبحث الثالث: تطبيقات حوكمة الشركات في بيئة الأعمال الدولية

نشأت الحوكمة تدريجياً كنظام خلال العقود الماضية وذلك من بعد التجارب التي مرت بها الدول المختلفة. فظهرت الحوكمة نتيجة الحاجة الماسة لإيجاد معايير وقواعد تنظم العلاقة بين المؤسسات في القطاعات المختلفة من جهة والمستثمرين وأصحاب المصالح من جهة أخرى، وفي الوقت نفسه عملت على حماية تلك المؤسسات من الأزمات التي ستعكس سلباً على الاقتصاد المحلي والعالمي وسيتم تناول الحوكمة من الدول المختلفة التي أنشأتها والتي تسعى إلى تطبيقها.

ونتيجة للاختلافات الاقتصادية والسياسية والثقافية بين الدول، أدى ذلك إلى اختلاف في إتباع نماذج لتطبيق مفهوم حوكمة الشركات واختلاف في النتائج، حيث أن العديد من التقارير والتوصيات الخاصة بتطبيق مفهوم الحوكمة كانت عن طريق المؤسسات العلمية بها، أو عن طريق بورصة الأوراق المالية بها.

1. تجارب بعض الدول الأجنبية في تطبيق مبادئ الحوكمة

تتباين ممارسات الحوكمة فيما بين الشركات، ولا يوجد نموذج موحد لحوكمة الشركات يمكن إسقاطه على كل المؤسسات والاقتصاديات عموماً، وينبغي أن يكون نظام حوكمة الشركات مرناً وقابلاً للتطوير إلى جانب إتاحتها مجالاً يمكن فيه للقطاع الخاص التحرك اختياريًا لإجراء التحسينات والتعديلات اللازمة في الوقت المطلوب، إلا أن الواقع العالمي يقضي بأن ما يتطلبه السوق من حماية المستثمرين والشفافية يفرض على الدول والشركات أن تدقق في نظم الحوكمة الخاصة بها، وأن تبدأ في تقديم التأكيدات التي يسعى المستثمرون والمساهمون في الحصول عليها، ويتحقق الإصلاح إذا ما تكونت قناعة لدى القطاع الخاص بأنه سيستفيد من تطبيقات الحوكمة الجيدة.

ويوجد العديد من الدول التي اهتمت بحوكمة الشركات من منطلق أهميتها، حيث يمكن التمييز بين نموذجين أساسيين لحوكمة الشركات وهما نموذج يمثل السوق المالي وآلياته، موجود في الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا على وجه الخصوص، والنموذج الثاني الذي يمثل الوساطة المالية ونجده في اليابان وألمانيا، إضافة إلى فرنسا ودول أوربية أخرى، والجدول الموالي يبين تواريخ إصدار قوانين حوكمة الشركات عقب الانهيارات التي مست الشركات الأمريكية الشهيرة، ولجوء أمريكا إلى إصدار قانونها الشهير بقانون "ساربنز أوكسلي" سنة 2002¹.

¹ طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات والأزمة المالية العالمية، الدار الجامعية، مصر، 2009، ص 489.

الجدول رقم (2-1): التركيز العالمي على حوكمة الشركات

البلد	القانون أو التوصية	التاريخ
أستراليا	مبادئ حوكمة الشركات الرشيدة وتوصيات الممارسات الأفضل	مارس 2003
النمسا	القانون النمساوي لحوكمة الشركات	نوفمبر 2002 محدث في أبريل 2005
بلجيكا	القانون البلجيكي لحوكمة الشركات	ديسمبر 2003
البرازيل	قانون الممارسات الأفضل لحوكمة الشركات	مارس 2004
كندا	السياسات القومية 58-201 للقواعد الإرشادية لحوكمة الشركات	ديسمبر 2003
الصين	قانون حوكمة الشركات لشركات البورصة في الصين	جانفي 2001
الدنمارك	التوصيات المعدلة لحوكمة الشركات في الدنمارك	أوت 2005
فندا	توصيات بشأن حوكمة الشركات المقيدة في البورصة	ديسمبر 2003
فرنسا	حوكمة الشركات المقيدة في البورصة	أكتوبر 2003
ألمانيا	قانون حوكمة الشركات الألماني	فيفري 2002 معدل في ماي 2003
اليونان	مبادئ حوكمة الشركات	يوليو 2001
هونج كونج	قانون هونج كونج في شأن حوكمة الشركات	نوفمبر 2004
إيطاليا	قانون حوكمة الشركات	يوليو 2002
اليابان	مبادئ حوكمة الشركات المقيدة في البورصة	أفريل 2004
هولند	قانون حوكمة الشركات الهولندي	ديسمبر 2003
النرويج	قانون ممارسة حوكمة الشركات النرويجي	ديسمبر 2004
البرتغال	توصيات حوكمة الشركات	نوفمبر 2003
روسيا	القانون الروسي لسلوك الشركات	أفريل 2001
كوريا الجنوبية	قانون الممارسات الأفضل لحوكمة الشركات	سبتمبر 1999
السويد	قانون حوكمة الشركات السويدي	ديسمبر 2004
سويسرا	القانون السويسري للممارسات الأفضل لحوكمة الشركات	يونيو 2002
تايوان	مبادئ الممارسات الأفضل لحوكمة الشركات التايوانية	يونيو 2002
تايلاند	قانون الممارسات الأفضل لمجالس ادارة الشركات المسجلة في البورصة	أكتوبر 2002
تركيا	مبادئ حوكمة الشركات	يونيو 2003
المملكة المتحدة	القانون الموحد في شأن حوكمة الشركات	يونيو 2003

المصدر: طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات والأزمة المالية العالمية، مرجع سابق، ص 490.

1.1. تجربة المملكة المتحدة

لقد أدت المشاكل المالية المترتبة على قيام بعض الشركات بإخفاء بيانات ومعلومات مالية في الحسابات والقوائم المالية المقدمة للمساهمين والتي انتشرت في فترة التسعينات، إلى قيام كل من بورصة الأوراق المالية ومجلس التقارير المالية وجهات محاسبية أخرى، بدراسة كيفية توافر الثقة مرة أخرى في التقارير المالية التي تصدرها الشركات، وكانت الفرصة الأولى لمجتمع الأعمال بالمملكة المتحدة للاهتمام بإجراء حوار جدي ومفتوح عن موضوع حوكمة الشركات، وقد نتج عن ذلك صدور ونشر تقرير "Cadbury" في سنة 1992 تحت عنوان "الجوانب المالية لقواعد إدارة الشركات" الذي احتوى على أفضل الممارسات، وذلك بعد حالات فشل الشركات الكبيرة، بالإضافة إلى القلق المتزايد من انخفاض مستوى الثقة في إعداد التقارير المالية، وفي قدرة مدققي الحسابات على توفير الضمانات التي يطلبها ويتوقعها كل من يستخدم التقارير المالية للشركة، ويعد تقرير "Cadbury" من أهم التشريعات والإصدارات الخاصة بموضوع حوكمة الشركات، والذي أصبح فيما بعد أساساً للمعايير الموحدة لحوكمة الشركات والذي ركز على مجموعة المحددات التالية¹:

- مسؤوليات المدراء التنفيذيين وغير التنفيذيين عن تقييم أداء الشركة وتقرير عن ذلك للمساهمين وللأطراف الأخرى المهتمة بالأمور المالية، وشكل ووضوح ودورية تقديم تقارير الأداء المؤسسي الكلي والجزئي.
- اختصاصات ومسؤوليات لجنة المراجعة في الشركة.
- مسؤوليات المراجعين ومستوى وأهمية تقارير المراجعة الدورية.
- العلاقة بين المساهمين ومجلس الإدارة والمساهمين.

وفي أكتوبر 1993 ظهر "تقرير روتمان" "Rutteman Report" الذي أوصى أن تقدم الشركات المدرجة في البورصة ضمن تقريرها عرضاً عن نظم الرقابة الداخلية المطبقة في الشركة للمحافظة على أصولها، وتلى هذا التقرير سنة 1995 تقرير آخر عرف بـ "تقرير جرينبري" "Greenbury Report"، والذي اهتم بموضوع المكافآت والمزايا التي يحصل عليها أعضاء مجلس إدارة الشركات، وأوصى التقرير بضرورة إنشاء لجنة المكافآت، وتكون من ضمن مسؤولياتها مراجعة وتقييم اللوائح والأسس التي يتم على أساسها تحديد حجم المكافآت على أن تتناسب قيمتها مع الأداء الخاص بالأعضاء، وفي سنة 1998 ظهر ما يعرف بـ "الكود الموحد" "Combined Code"، والذي اشتمل على جميع التوصيات التي تضمنتها التقارير السابقة له وأصبحت هذه الوثيقة من ضمن متطلبات القيد في بورصة لندن للأوراق المالية، هذا وقد تم تعديل هذه

¹ عطا الله واردة خليل، محمد عبد الفتاح العشماوي، الحوكمة المؤسسية المدخل لمكافحة الفساد في المؤسسات العامة والخاصة، مكتبة الحرية للنشر والتوزيع، مصر، 2008، ص 38.

الوثيقة سنة 2003 لتضم أفضل الممارسات لحوكمة الشركات، في ضوء الانهيارات المالية التي حدثت في الولايات المتحدة سنة 2002¹.

2.1. تجربة الولايات المتحدة الأمريكية

وفي الولايات المتحدة قام صندوق المعاشات العامة والذي يعتبر أكبر صندوق للمعاشات في الولايات المتحدة الأمريكية، بتبني مفهوم حوكمة الشركات والتركيز على أهميتها ودورها في حماية حقوق المساهمين وقام الصندوق بإصدار مجموعة من المبادئ والخطوط الإرشادية الجوهرية، لتطبيق مفهوم حوكمة الشركات وقد أبدت كبريات الشركات الأمريكية موافقتها على تلك المبادئ، وفي سنة 1987 قامت اللجنة الوطنية -والخاصة بالانحرافات في إعداد القوائم المالية- بإصدار تقريرها المسمى "Treadway Commission" والذي تضمن مجموعة من التوصيات الخاصة بتطبيق قواعد حوكمة الشركات، لمنع حالات الغش والتلاعب في القوائم المالية للشركات، وذلك بالتركيز على مفهوم نظام الرقابة الداخلية وتقوية مهنة المراجعة الخارجية بين مجالس إدارة الشركات. ومع تفاقم الأزمات التي احتضنتها أسواق المال الأمريكية، والتي أظهرت ضعفا جليا في ممارسات حوكمة الشركات في كثير من المناحي، وذلك بدءا من أزمة أحد صناديق التمويل المعروف بـ "LTCM"، ثم أزمة شركة الطاقة "Enron" و شركة "Worldcom"، والتي أفرزت عددا من قضايا سوق المال التي تستحق الدراسة، وقد أوضحت الأزمات أوجه القصور والضعف في الرقابة على الأنشطة المالية للمؤسسات غير المالية، ومثال ذلك شركة "Enron" وهي شركة متخصصة في مجال الطاقة، وقد كانت صانع سوق رئيسي في سوق المشتقات المالية وأحد المؤسسات الرئيسية التي تمد سوق مشتقات الطاقة بالسيولة، من خلال التداول خارج المقصورة، في حين لم تكن الشركة من الناحية التشريعية مطالبة بالإفصاح عن معلومات بحدود المخاطر المصاحبة لعمليات التداول على المشتقات، وخاصة أنها لم تكن مطالبة بالإفصاح عن كافة المعلومات المتعلقة بمخاطر تعاملاتها في أسواق المشتقات المالية، وبالمثل فإن صناديق التحوط "Hedge Fund" مثل صندوق "LTCM"، ورأس المال المخاطر وغيرها من المؤسسات المالية ذات الرافعة المالية العالية، التي ليست خاضعة للوائح التنظيمية في الولايات المتحدة الأمريكية، والتي تلزم الشركات بالإفصاح والشفافية عن المعلومات المتعلقة بمخاطر التداول في الأسواق المالية، وذلك لاعتقاد المشرعين وصانعي السياسات والجهات الرقابية، بأن دخول المستثمرين في هذه الأنشطة - بالغة التعقيد - ما هو إلا نتيجة لتمتعهم بقدر كاف من المعرفة والعلم الذي يؤهلهم للتعامل مع هذه الآليات الحديثة. كما جاء بعد الانهيارات المالية لكبريات الشركات الأمريكية سنة 2002، إصدار قانون

¹ كمال بوعظم، حوكمة الشركات ودورها في التقليل من عمليات التضليل في الأسواق المالية والحد من وقوع الأزمات، ورقة عمل مقدمة للملتقى الدولي حول "الحوكمة وأخلاقيات الأعمال في المؤسسات"، جامعة باجي مختار، عناية 18-19 نوفمبر 2009، ص 51.

* LTCM : Long Term Capital Management.

"Sarbanes Act Oxley" الذي أشاد بدور حوكمة الشركات في محاربة مظاهر الفساد المالي والإداري الذي تعاني منه العديد من الشركات، وذلك من خلال تفعيل الدور الذي يمكن أن يلعبه الأعضاء غير التنفيذيين في مجالس إدارة الشركات، والدعوة إلى ضرورة أن يكون غالبية الأعضاء في مجلس الإدارة من الأشخاص غير التنفيذيين، مع توضيح الشروط الواجب توافرها فيهم وتعيين مسؤولياتهم بدقة داخل مجلس الإدارة أو داخل اللجان التابعة له، كما قامت بورصة نيويورك بإصدار قواعد جديدة للقيد تلزم الشركات بتحديد مديريين مستقلين لحضور اجتماعات مجلس الإدارة، كما قامت الرابطة الوطنية لمديري الشركات "NACD*" بتشكيل لجنة متابعة لمخاطر الشركات وذلك بهدف تدعيم المديرين المستقلين وتحسين المراجعة الدورية للمخاطر المحتملة¹.

3.1. تجربة روسيا

أحرزت روسيا تقدماً عندما قامت بإصدار قانون حوكمة الشركات، حيث ساعد في رفع معايير حوكمة شركاتها إلى المستويات المقبولة لدى المستثمرين الدوليين، وما يزال هناك الكثير مما يجب على روسيا أن تفعله لكي تستفيد استفادة كاملة من مزايا العولمة. ويعتبر الإفصاح والشفافية من أبرز مجالات التقدم في مجال حوكمة الشركات في روسيا، وتكشف تقارير الحوكمة الروسية السنوية والربع السنوية المزيد من التفاصيل عن الأداء المالي وغير المالي للشركات، رغم ما يتطلبه الأداء غير المالي من شمولية. ويزداد عدد الشركات الروسية الكبرى التي تصدر تقاريرها وفق معايير المحاسبة الدولية "IAS*" والمبادئ المحاسبية المقبولة قبولاً عاماً "GAAP*"، ومما هو جدير بالذكر أن معهد قانون وحوكمة الشركات أعطى الشركات الروسية درجات عالية لممارسات الشفافية والإفصاح المطبقة فيها، وكذلك أحدثت الشركات الروسية تقدماً ملحوظاً في مجال إعداد وعقد اجتماعات سنوية للمساهمين. ورفع مستوى وعي المساهمين بحقوقهم في حضور هذه الاجتماعات، والمشاركة في التصويت. وكذلك تحسنت إجراءات حوكمة الشركات في مجال إعداد الوثائق الداخلية للشركة، حيث ينص قانون الشركات الروسية على أن تتضمن لوائح كل شركة مساهمة ووضع أنظمة أساسية للاجتماعات العامة للمساهمين، ومجلس الإدارة ولجان مجلس الإدارة مثل لجنة التدقيق وخدمة الرقابة المالية وخدمة التدقيق الداخلية².

ورغم هذه الانجازات ما يزال مجتمع الشركات الروسية يحتاج إلى تحسينات عملية في العديد من المجالات شديدة الأهمية، مثل الإفصاح عن الملكية وهيكل الملكية، ووضع قواعد واضحة للدمج والتملك

* NACD : National Association Of Corporate Directors.

¹ كمال بوعظم، مرجع سابق، ص 52.

* IAS : International Accounting Standards.

* GAAP : Generally Accepted Accounting principles.

² محمد مصطفى سليمان، حوكمة الشركات ومعالجة الفساد المالي والإداري، مرجع سابق، ص 88.

وإعادة التنظيم وتسديد الأرباح وتكوين مجالس الإدارة والاستقلالية لدى الأعضاء. ويتوقع البعض أن تساهم المصارف الروسية والأجنبية بقوة في تطوير حوكمة الشركات في القطاع الصناعي، عن طريق قيام تلك المصارف بتقييم الحوكمة في الشركات المصدرة لأسهم، مثل تقييم عوامل المخاطرة وربط تكلفة الائتمان بهذا العامل. ومع ذلك فإن المصارف الروسية في الوقت الحالي لا تهتم بذلك عند قيامها بتقييم مخاطر المقترضين، وقد أكد هذا الاتجاه مسح أجرته المؤسسة الدولية للتمويل عن ممارسات حوكمة الشركات في المصارف الروسية. وعلاوة على ذلك، فإن المصارف الأجنبية العاملة في روسيا لا تبدي أي اهتمام منظم بالحوكمة في الشركات المقترضة، ولا تربط بين تكلفة الائتمان ومستوى الحوكمة في الشركة المقترضة.

وبناء على ما تقدم، يجب على الهيئات التنظيمية و أسواق الأوراق المالية وهيئات التصنيف الوطنية و جمعيات أعمال المستثمرين أن يركزوا جهودهم في مجال حوكمة الشركات على مساعدة من 150 إلى 200 شركة من الشركات القيادية الروسية على تنفيذ مبادئ الحوكمة الجيدة التي ستؤدي إلى أكبر عائد اقتصادي. وبالنسبة للأغلبية الساحقة من الشركات الروسية متوسطة الحجم لكي تتطور معظمها لابد وأن تحول نفسها إلى شركات مساهمة مغلقة بحيث يصبح نوع ملكيتها متناسبا مع طبيعة عملها، أما إنشاء نفس نظام الحوكمة المطبق في الشركات الكبيرة بما له من خصائص تتعلق بأفضل الممارسات الغربية فلن تكون له جدوى اقتصادية بالنسبة لهذه الشركات المتوسطة¹.

4.1. تجربة فرنسا

برزت عدة عوامل جعلت السوق أكثر اهتماما بقواعد حوكمة الشركات في فرنسا، من بينها وجود المستثمرين الأجانب و الرغبة في تحديث سوق المال في باريس، فقد قام كل أعضاء المجلس الوطني لأصحاب الأعمال الفرنسيين و الجمعية الفرنسية للمؤسسات الخاصة، بإنشاء لجنة قواعد إدارة المؤسسات عن طريق إصدار تقرير فينو "VENOT" سنة 1995، والذي تضمن مجموعة من التوصيات أهمها²:

- يجب على المؤسسة أن تتجنب احتواء مجالسها عدد كبير من الأعضاء الذين دامت خدمتهم للمؤسسة أكثر من خمسة سنوات.
- على المجالس المشاركة في القرارات ذات الأهمية الإستراتيجية للمؤسسة و على المؤسسات أن تفصح كل سنة عن كيفية صنعها القرارات.
- يجب أن يضم كل مجلس عددا لا يقل عضوين من الأعضاء المستقلين و غير المستقلين.

¹ غانم عبد الله، المبادئ الأساسية لتطبيق الحوكمة المحاسبية في المؤسسة الاقتصادية، الملتقى الدولي الأول حول "الحوكمة المحاسبية للمؤسسة، واقع ورهانات وآفاق"، جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي، الجزائر، 7-8 ديسمبر 2010، ص 19.

² محمد مصطفى سليمان، حوكمة الشركات ومعالجة الفساد المالي والإداري، مرجع سابق، ص 99.

وفي سنة 1996 أصدر مجلس الشيوخ تقرير آخر عرف بتقرير "Marini" الذي اشتمل على تشريعات هامة متعلقة بتطبيق حوكمة الشركات.

وقد كانت المشكلة الأساسية في التجربة الفرنسية المتعلقة بحوكمة الشركات، هي عدم وجود إلزام سواء في تقرير "Venot" أو في تقرير "Marini" إلا أنه مع اشتداد قوة العولمة، وتدويل أسواق رأس المال، من المتوقع أن يلتزم عدد أكبر من الشركات الفرنسية بما توصل إليه التقريران من نتائج.

5.1. تجربة ألمانيا

لقد اكتسب موضوع حوكمة الشركات في ألمانيا أهمية كبيرة خاصة بعد تعرض عدد من الشركات الألمانية للانحيار، وتبعاً لهذه الظروف وافقت الحكومة الألمانية على اقتراح يسمى "Kan trag" يتناول القضايا المتعلقة بالحوكمة، وفي سنة 2000 أصدرت مجموعة مبادرة برلين وهي مجموعة تضم أكاديميين مهندسين، الإجراءات الألمانية لقواعد إدارة الشركات، وقد ناقشت هذه المجموعة معايير حوكمة الشركات بالنسبة لمختلف الأطراف بما فيهم مجلس الإدارة والمجلس الرقابي والمساهمين والمستخدمين، كما ناقشت موضوعات أخرى مثل الشفافية التدقيق والشركات الخاصة، إضافة إلى مقترحات منظمة (DSW¹) وهي أكبر منظمة ألمانية للمساهمين².

2. واقع وآفاق حوكمة الشركات في الدول العربية

اهتمت العديد من الدول العربية في السنوات الأخيرة بمفهوم حوكمة الشركات، وقد عملت كثير من الهيئات والمنظمات العالمية على إرساء قواعد الحوكمة في هذه الاقتصاديات، من بينها مركز المشروعات الدولية والمنندى الدولي لحوكمة الشركات، كما قام كثير من المهتمين بمفهوم حوكمة الشركات في العديد من الدول العربية بتنظيم مجموعة من المؤتمرات والندوات والنشرات التي تهدف إلى وضع التوصيات الخاصة بالتطبيق السليم لتلك المبادئ بما يتناسب والظروف الاقتصادية والثقافية والسياسية التي تمر بها الدول العربية.

1.2. الاهتمامات والمؤتمرات العربية فيما يخص حوكمة الشركات

الاهتمام الكبير بحوكمة الشركات جاء نتيجة للتعقيدات المتزايدة في البيئة القانونية والعالمية، وزيادة مشاركة المستثمرين في تطوير الأسواق و مدى وعي هؤلاء والشركات القائمة بالمخاطر الناجمة عن عدم

¹DSW :WertpapierbesitzDeutsche Schutzvereinigung fur.

² صباحي نوال، واقع الحوكمة في دول مختارة - مع التركيز على التجربة الجزائرية - المؤتمر الدولي الثامن حول "دور الحوكمة في تفعيل أداء المؤسسات والاقتصاديات"، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، الجزائر، دون سنة، ص 10.

ممارسة الحوكمة أضف إلى ذلك مدى أهمية مسؤولية الشركات أمام مجتمعاتها المحلية. ومن المؤتمرات التي جمعت الدول العربية والخاصة بحوكمة الشركات منتدى حوكمة الشركات ومسؤولية الشركات الاجتماعية¹ (فريد كورنل، 2008):

- منتدى حوكمة الشركات ومسؤولية الشركات الاجتماعية في منطقة الشرق الأوسط و شمال إفريقيا 2007:

حيث انعقد هذا المنتدى في منطقة الشرق الأوسط و شمال إفريقيا 2007 بالعاصمة الأردنية عمان في أيام 13-14-15 مارس 2007 ولأول مرة في الأردن، وذلك بمبادرة من شركة "ريزرفيو" (Razorview) الخاصة والفرع المنبثق عنها "سكيما" المتخصص في حوكمة الشركات ومسؤوليتها في المجتمعات لمنطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، بحضور ومشاركة العديد من دول المنطقة منها الأردن قطر، البحرين، الإمارات، السعودية، عُمان الكويت، مصر، ولبنان، حيث عقد المنتدى الأول من نوعه في الأردن في فندق "الموفنيك" في البحر الميت من أجل العمل مع المشاركين لوضع اللبنة الرئيسية لمبادئ الحوكمة الشرق أوسطية، ودفع عجلة إحداث التغيير في المنطقة لبناء مستقبل واضح. جاء التخطيط لعقد هذا المنتدى نظرا لما حظيت به حوكمة الشركات من اهتمام خلال الأعوام الماضية باعتبارها أحد أهم العوامل في تكثيف القدرة على التنافس بشفافية عالية بين الشركات وجذب رؤوس الأموال الأجنبية للاستثمار في الأسواق المحلية في المنطقة، و لا بد من الإشارة إلى أن الاهتمام الكبير بحوكمة الشركات جاء نتيجة للتعقيدات المتزايدة في البيئة القانونية والعالمية وزيادة مشاركة المستثمرين في تطوير الأسواق ومدى وعي هؤلاء المستثمرين والشركات القائمة في المنطقة بالمخاطر الناجمة عن عدم ممارسة الحوكمة أضف إلى ذلك مدى أهمية مسؤولية الشركات أمام مجتمعاتها المحلية خاصة أن مجتمعات المنطقة تتميز ببيئة وعادات اجتماعية خاصة لا بد من مراعاتها.

وتم الخروج بمجموعة من التوصيات منها:

- زيادة التفاعل بين المشاركين بحيث يتبادلون خبراتهم في الأسواق والقطاعات المختلفة التي يعملون بها، ويمنحون الفرص المتعددة لمناقشة هذه الخبرات للوقوف على المفاهيم والممارسات الدولية لحوكمة الشركات، والعمل على إيجاد الحلول العملية التي تتناسب مع بيئة المنطقة وما يعوق

¹ فريد كورنل، حوكمة الشركات-منهج القادة والمدراء لتحقيق التنمية المستدامة في الوطن العربي- الملتقى الدولي الأول بجامعة الاقتصاد بدمشق، 15-16 أكتوبر 2008، ص 9.

- تطبيقها في الشرق الأوسط للوصول في النهاية للنتائج التي تعود بالنفع للشركات المتواجدة في المنطقة وتطبيق استراتيجيات حوكمة سليمة ومستدامة تتناسب مع مجتمعاتنا.
- تكوين رؤية شرق أوسطية أعمق لمفهوم حوكمة الشركات ومسؤوليتها الاجتماعية، وتعزيز دور القطاعات المختلفة المشاركة في المنتدى من دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا والتي تعتبر طرفاً رئيسياً في إصلاح وتطبيق مفهوم حوكمة الشركات ومسؤوليتها الاجتماعية الذي ينعكس على أداء الشركات وشفافية التطبيق والاقتصاد العربي بشموليته.
 - تضيق فجوة عدم التفاهم الدولي العربي ودفع عجلة التفاهم إلى الأمام بهدف تطوير مفاهيم جديدة أو متجددة تتناسب مع معطيات وبيئة الأعمال في الشرق الأوسط.

وكانت المناقشات والتفاعلات التي نتجت من المنتدى أداة لرجال الأعمال والمشاركين في المنتدى للدفع بمؤسساتهم وشركاتهم لممارسة حوكمة الشركات بطريقة ايجابية، وترسم خطاً واضحة لمسؤوليتهم الاجتماعية في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا.

ولا بد من الإشارة إلى أن المنتدى جمع عدداً كبيراً من قادة رجال الأعمال وأصحاب الشركات والمساهمين والإداريين المتخصصين ورؤساء مجالس الإدارات والتنفيذيين في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا.

هذا وقد بادرت الشركات في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا بدعم المنتدى لإيمانهم بأهمية قيادة مبادئ حوكمة الشركات ومسؤولية الشركات الاجتماعية في المنطقة ودفعها إلى الأمام، ومن الشركات الداعمة للمنتدى شركة دار للاستثمار "Investment Dar"، وشركة أجيلي تي "Agility Logistics"، وشركة أدوية الحكمة، والبنك العربي الإفريقي الدولي.

إن هذه المبادرة قد لقيت استحساناً وتشجيعاً مختلف القطاعات الاقتصادية في المنطقة، بدليل الإقبال الكبير على المشاركة للعديد من الشركات الإقليمية والعالمية والمحلية في المنطقة للحرص على التواجد في هذه التظاهرة التي تأتي بمبادرة من القطاع الخاص حرصاً منه على ضرورة الإسراع بعجلة التطوير.

2.2. تجارب بعض الدول العربية في تطبيق مبادئ حوكمة الشركات

تعتبر الأسواق العربية في مرحلة التطور، وأنظمة الحوكمة في البلدان العربية هي أنظمة داخلية تتصف بالملكية المركزة التي لا يوجد فيها فصل بين الملكية والرقابة، لذلك لابد من بناء قواعد كافية للالتزام بمعايير الحوكمة التي تعمل على دفع عجلة نمو الأسواق ويسمح بالفصل بين الملكية والإدارة وتحقيق ثقة الأطراف مع بعضها البعض بما يخدم مصلحة الشركة.

1.2.2. تجربة البحرين في تطبيق حوكمة الشركات

أشار تقرير منظمة الشفافية الدولية الذي صدر بيوم 26 سبتمبر 2007 أن البحرين تأتي في طليعة الدول العربية فيما يخص التسيير الراشد، فقد احتلت المرتبة 46. وقد أصدرت مؤسسة نقد البحرين مسودة الإرشادات التي تحدد الحد الأدنى من المتطلبات الخاصة بمعايير الرقابة العالمية على مستوى المصارف في البحرين، وتحدد هذه الإرشادات إطار حوكمة الشركات التي يتعين على المصارف المحلية المرخصة مراعاتها وتطبيقها سواء كانت هذه البنوك تقليدية أو إسلامية. وسوف تصدر مؤسسة نقد البحرين دليلاً إرشادياً آخر لفروع البنوك الأجنبية في المستقبل، وتركز الورقة على مهام الأجزاء المكونة للرقابة عالية المستوى بدءاً بالمجلس، وتحدد الإرشادات الخاصة بعناصر محددة مثل اجتماعات مجالس المديرين وتشكيل المجالس، والشيكات والأرصدة، ودور اللجان كما تغطي دور المدققين الخارجيين ومتطلبات الإفصاح.

وتدعو القوانين البحرينية الجديدة إلى دور قيادي أكبر لمجالس الإدارة من حيث بلورة إستراتيجية وخطط الأعمال، ومراقبة أداء المصارف في إطار العمليات المصرفية، ومن التشريعات الرئيسية التي صدرت في هذا الخصوص حظر وجود منصب "مدير إداري" والاستعاضة عن ذلك بالفصل بين وظائف الرئيس التنفيذي والرئيس غير التنفيذي، وهو رئيس مجلس الإدارة المستقل. وقد صدر النص النهائي للأنظمة بعد استلام الملاحظات في نهاية فترة المشاورات أي 30 جوان من عام 2004 ومما يذكر أن البحرين قد انضمت إلى منظمة التجارة العالمية. وهذه الحقيقة تجعل من البحرين دولة رائدة في مجال حوكمة الشركات ولاعباً رئيسياً في نشر أفضل الممارسات في جميع أنحاء المنطقة¹.

2.2.2. تجربة مصر في تطبيق حوكمة الشركات

بدأ الاهتمام بالحوكمة في مصر عام 2001 بمبادرة من وزارة الاقتصاد والتجارة الخارجية آنذاك (وزارة التجارة حالياً)، حيث وجدت الوزارة أن برنامج الإصلاح الاقتصادي الذي بدأته مصر منذ أوائل التسعينات لا يكتمل إلا بوضع إطار تنظيمي ورقابي يحكم عمل القطاع الخاص في ظل السوق الحر. وبالفعل تم دراسة وتقييم مدى التزام مصر بالقواعد والمعايير الدولية لحوكمة الشركات².

¹ فريد كورتل، مرجع سابق، ص 10.

² Fawzy Samiha. Assessment of Corporate Governance in Egypt. Working Paper No. 82. Egypt, The Egyptian Center for Economic Studies, August 2003, p 7.

وأعد البنك الدولي، بالتعاون مع وزارة التجارة الخارجية وهيئة سوق المال وبورصة الأوراق المالية بالإضافة إلى عدد من المراكز البحثية وشركات المحاسبة والمراجعة والمهنيين من الاقتصاديين والقانونيين أول تقرير لتقييم حوكمة الشركات في مصر. وكان من أهم نتائج التقييم¹:

- أن القواعد المنظمة لإدارة الشركات، والمطبقة في مصر، تتماشى مع المبادئ الدولية في سياق 39 مبدأ من إجمالي 48 مبدأ. حيث تنص القوانين الحاكمة للشركات ولصناعة الأوراق المالية على ذات المبادئ كما أن تطبيقاتها تتم بصورة كاملة مع المعايير الدالة على حسن الأداء. ومن أهم القوانين في هذا الصدد: قانون الشركات 159 لسنة 1981، وقانون قطاع الأعمال العام 2.3 لسنة 1991، وقانون سوق رأس المال 95 لسنة 1992، وقانون الاستثمار 8 لسنة 1997، وقانون التسوية والإيداع والحفظ المركزي 93 لسنة 2000.

- لا يتم تطبيق بعض المبادئ الواردة في القوانين الحاكمة الحالية في السوق المصرية بشكل عملي، وقد يرجع هذا إلى ضعف وعي المساهمين أو إدارات الشركات بتلك المعايير، ومن ثم لا تتماشى هذه القواعد عملياً مع المبادئ الدولية في سياق 7 مبادئ من إجمالي 48 مبدأ، وهناك اثنان من المبادئ لا تطبق نهائياً في السوق المصرية.

وتشير المعايير التي منحها التقرير لحوكمة الشركات في مصر إلى وجود العديد من الممارسات الإيجابية، ولكن من ناحية أخرى فهناك عدد من البنود التي تحتاج إلى تطوير لدرء بعض الممارسات السلبية. بالنسبة للممارسات الإيجابية في مصر، نجد أن القانون يكفل الحقوق الأساسية لحملة الأسهم كالمشاركة في توزيع الأرباح، والتصويت في الجمعيات العمومية، والاطلاع على المعلومات الخاصة بالشركة. ويحمي القانون المصري حقوق أصحاب المصالح من حملة السندات والمقرضين والعمال، كما أن معايير المحاسبة والمراجعة المصرية تتسق مع المعايير الدولية. أما الممارسات السلبية فهي ترتبط بالإفصاح عما يتعلق بالملكية والإدارة، ومنها الإفصاح عن هياكل الملكية الصريحة والمستترة أو المتداخلة، ومكافآت مجلس الإدارة، والإفصاح عن المعلومات المالية وغير المالية (مثل عوامل المخاطر المحتملة). كذلك يجب تدعيم ممارسات المحاسبة والمراجعة السليمة. ومن الأمور الهامة تطوير ممارسات مجالس الإدارة بالشركات وتدعيم وتشجيع ممارسة حملة الأسهم لحقوقهم المكفولة. وتعد مصر أول دولة في منطقة الشرق الأوسط التي تهتم بتطبيق مبادئ الحوكمة، ويؤدي تطبيق الحوكمة إلى تحقيق الشفافية، مما يساعد على جذب استثمارات جديدة سواء كانت محلية أو أجنبية، كما يؤدي إلى تراجع الفساد².

¹ محمد حسن يوسف، مرجع سابق، ص 10.

² نفس المرجع.

3.2.2. تجربة السودان في تطبيق حوكمة الشركات

بعد اتفاقية السلام في 2002 دخلت السودان مرحلة جديدة، حيث تم وضع إجراءات لضمان سلامة الممارسة المالية في المؤسسات العامة للدولة، حيث احتوى الدستور الانتقالي وقتها على بعض المواد منها الشفافية والإفصاح ونشر المعلومات وتوضيحها للعامة، وتحسين نظام العطاءات الحكومية، وتفعيل المراجعة الداخلية للمؤسسات، وتقوية نظم الضبط المحاسبي والإداري فيها، وتحسين كفاءة إعداد التقارير الرسمية والعامة، وتحسين وسائل الرقابة في المؤسسات الحكومية، ونشر ثقافة مكافحة الفساد. وكذلك في عام 2007 صدر منشور بنك السودان رقم 15 الذي وضع ضوابط للحد من عمليات الاختلاس والتزوير بالجهاز المصرفي والذي وضع إجراءات لتقوية وتحسين أداء المصارف والحد من الفساد ولم يتطرق إلى آلية للتنفيذ والمتابعة .

شدد مؤتمر حوكمة الشركات السودانية في أحد الجلسات بالخرطوم على أهمية إنشاء آلية حكومية لرعاية الحوكمة لتقوم بالتنسيق بين الجهات المعنية بالحوكمة، وجاءت توصيات المؤتمر في ختام أعماله على أهمية تعديل قانون الشركات، وقانون سوق الأوراق المالية، وقانون بنك السودان المركزي وقانون الاستثمار حتى تتوافق مع معايير وقواعد الحوكمة، وطالب المؤتمر بإنشاء هيئة للأوراق المالية منفصلة عن سوق الأوراق المالية لكي تطبق القواعد الخاصة بحوكمة الشركات، مع أهمية التعاون بين القطاعين العام والخاص في تفعيل مبادئ وقواعد الحوكمة، وإرساء روح التنافس بين الشركات في التطبيق¹.

ويتضح مما سبق انه لا توجد حوكمة في السودان بالمفهوم العلمي وتعتبر التجربة ضعيفة، إذ يوجد الكثير من القيود التي تحد من تطبيقها مثل قانون الشركات وقوانين سوق الخرطوم للأوراق المالية، بالإضافة إلى عدم وجود الرغبة الجادة من المسؤولين في كافة القطاعات ذات الصلة.

4.2.2. تجربة لبنان في تطبيق حوكمة الشركات

أنشئت في لبنان جمعية وطنية تهتم بالحوكمة والتسيير الراشد وهي الجمعية اللبنانية لتعزيز الشفافية. وتقوم بالترويج والمساندة لحوكمة الشركات تحت شعار شركات أفضل في القطاع الخاص اللبناني، وتمثل مختلف جمعيات الأعمال اللبنانية، ومنظمات المجتمع المدني، والجامعات الأكاديمية، والمؤسسات العامة ذات الصلة. على أساس مبادئ (LCGTF*) وتقوم خطة عمل اللجنة اللبنانية لحوكمة الشركات، على قواعد منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية التي تتناول الحقوق والمعاملة المتساوية للمساهمين، ودور أصحاب

¹ سيد عبد الرحمان بله، دور تطبيق حوكمة الشركات في ممارسة أساليب المحاسبة الإبداعية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير السعودية، العدد 12، 2012، ص 58.

* LCGTF : Lebanon Corporate Governance Task Force.

المصالح في حوكمة الشركات، والإفصاح والشفافية، ومسؤوليات مجلس الإدارة. ويعتقد أعضاء اللجنة اللبنانية أنه لإصلاح حوكمة الشركات والعمل على تقدمها، فإنه من المهم بناء رأس المال البشري من خلال التعليم وتكوين المدراء¹.

5.2.2. تجربة الجزائر في تطبيق حوكمة الشركات

عرف الاقتصاد الجزائري منذ الاستقلال سلسلة من الإصلاحات الهادفة إلى إحداث تغييرات جذرية في منهج الدولة السياسي وأدائها الاقتصادي، وقد فرض دعم الإصلاحات من قبل المنظمات الدولية كصندوق النقد الدولي والبنك العالمي أن تكون مبادئ الحوكمة ضمن الحزمات المقدمة للسلطات العمومية، خاصة وأنه تمت ملاحظة بعض المؤشرات السلبية في أداء الاقتصاد الجزائري، كتصنيف الجزائر في مراتب متقدمة ضمن مؤشرات الفساد، إلى جانب المناخ الاستثماري غير المشجع، مما دفع بالدولة إلى تكوين لجنة سميت "لجنة الحكم الراشد" خاصة وأن الجزائر اعتبرت من المبادرين بمشروع النيباد الذي يقضي بخضوع الدول الأعضاء لتقييم دوري فيما يتعلق بالحوكمة.

ورغبة في تحقيق التكامل الاقتصادي من خلال تنويع مصادر الدخل والتخلص من التبعية الكلية لقطاع المحروقات، تسعى الحكومة الجزائرية إلى تحسين مناخ الأعمال من خلال السعي لضمان المساواة والشفافية بالعمليات المتعلقة بإدارة الأعمال، فمن بين الجهود المبذولة من أجل إرساء إطار مؤسسي لحوكمة الشركات ما يلي²:

- تشكيل الهيئة الوطنية للوقاية من الفساد ومقاومته

تأسست هذه الهيئة سنة 2006، إذ تتمحور مهامها حول اقتراح سياسات وتوجيهات وتدابير للوقاية من الفساد، وإعداد برامج للتنوعية من مخاطر الفساد، بالإضافة إلى جمع المعلومات التي يمكن أن تساهم في الكشف عن أعمال الفساد والوقاية منه، والتقييم الدوري للأدوات القانونية والإجراءات الإدارية ذات الصلة حيث انضمت هذه الهيئة مؤخرا إلى الشبكة العربية لتعزيز النزاهة ومكافحة الفساد التي تأسست سنة 2008 لتضاف بذلك 42 وزارة وهيئة أخرى في المنطقة العربية، التي تشكل آلية إقليمية فريدة من نوعها لتنمية القدرات وتبادل المعلومات ومناقشة السياسات التي تدخل في اختصاصه³.

¹ فريد كورتل، مرجع سابق، ص 11.

² ناريمان بن عبد الرحمان، سارة بن شيخ، واقع الحوكمة في بيئة الأعمال الجزائرية في ظل مستجدات حالية، ملتقى دولي حول "آليات حوكمة المؤسسات ومتطلبات تحقيق التنمية المستدامة"، ورقلة، الجزائر، 25-26 نوفمبر 2013، ص 4.

³ الشبكة العربية لتعزيز النزاهة و محاربة الفساد، الجزائر تنظم إلي الشبكة العربية لتعزيز النزاهة و محاربة الفساد، على الموقع الإلكتروني " 17-4-2017: <http://www.undp-aci.org/arabic/resources/ac/news.aspx?nid=1128>

- انعقاد أول مؤتمر حول الحكم الراشد للشركات في جويلية 2007

حيث شكل هذا الملتقى فرصة مواتية لتلاقي جميع الأطراف الفاعلة في عالم المؤسسة، وخلال فعاليات هذا الملتقى تبلورت فكرة إعداد ميثاق جزائري للحكم الراشد للمؤسسة كأول توصية وخطوة علمية تتخذ¹.

- إنشاء مجموعة عمل لحوكمة الشركات

قامت جمعيات واتحادات الأعمال الجزائرية بمبادرة لاكتشاف الطرق التي تهيئ تشجيع الحوكمة الجديدة في مجتمع الأعمال بغاية جذب الاستثمار الأجنبي المباشر، ولقيادة هذه العملية قام أصحاب المصالح في القطاعين العام والخاص سنة 2007 بإنشاء مجموعة عمل لحوكمة الشركات تعمل جنبا إلى جنب مع المنتدى العالمي لحوكمة الشركات "GCGF*" ومؤسسة التمويل الدولية "IFC" لوضع دليل حوكمة الشركات الجزائري².

- إصدار دليل حوكمة الشركات الجزائري

تم إصدار هذا الدليل سنة 2009 من قبل كل من جمعية "CARE" واللجنة الوطنية لحوكمة الشركات في الجزائر.

- إطلاق مركز حوكمة الجزائر

بناء على قوة الدفع التي خلقها دليل حوكمة الشركات، قامت مجموعة عمل حوكمة الشركات الجزائرية بإطلاق مركز حوكمة الجزائر في أكتوبر 2010 بالجزائر العاصمة، وتأسس هذا المركز ليكون بمثابة منبر لمساعدة الشركات الجزائرية على الالتزام بمواد الدليل، واعتماد أفضل ممارسات حوكمة الشركات الدولية ورفع الوعي الجماهيري بحوكمة الشركات، ويعتبر إطلاق المركز فرصة جديدة لمجتمع الأعمال لإظهار التزامه بتحسين البيئة الاقتصادية في البلاد، وتحسين قيم الحوكمة الديمقراطية، بما فيها الشفافية والمساءلة والمسؤولية.

- برنامج الاتحاد الأوروبي لتعزيز الحوكمة في الجزائر

تبنى الاتحاد الأوروبي برنامجا بمبلغ 10 ملايين يورو لدعم الحوكمة في الجزائر في إطار برنامج دعم الشراكة والإصلاح والنمو الشامل، ويرمي البرنامج الجديد إلى تعزيز مؤسسات الحكم في المجالين

¹ ميثاق الحكم الراشد للمؤسسة في الجزائر، وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والصناعة التقليدية، 2009، ص 13.

* GCGF : Global Corporate Governance Forum.

² حسين يركي، عمر علي عبد الصمد، واقع حوكمة المؤسسات في الجزائر وسبل تفعيلها، مرجع سابق، ص 9.

الاقتصادي والسياسي، ويهدف هذا البرنامج إلى تعزيز سيادة القانون بما في ذلك الوصول إلى العدالة وتعزيز مكافحة الفساد، وتشجيع مشاركة جميع المواطنين في التنمية، وتحسين متابعة إدارة المالية العامة.

ورغم الجهود والمبادرات التي قامت بها الجزائر في سبيل إرساء مبادئ الحوكمة، وتحسين مناخ الأعمال، هناك عدة معوقات تحد من تطبيق هذه المبادئ على أرض الواقع، تنشأ من داخل الشركة أو من خارجها وتتمثل فيما يلي¹:

أ. المصدر الداخلي

ويتمثل في عدم الفصل بين الملكية والإدارة، فأغلب الاقتصاديات العالمية التي يكون فيها تطبيق حوكمة الشركات فعالاً تحاول أن تبتعد قدر الإمكان في تأسيس شركاتها عن الشركات العائلية، فليس بالضرورة أن يكون رئيس مجلس الإدارة أو الرئيس التنفيذي من يمتلك النسبة الأكبر من أسهم الشركة ممن يتمتعون بعلاقات واسعة مع مساهمين الشركة، ولكن من الضروري أن يتمتع هذا الرئيس بقدرة وكفاءة وفاعلية عالية في إدارة الشركة، ويندرج تحت هذا المعوق الرئيسي معوقات ثانوية أخرى من أهمها:

- تشكيل مجلس الإدارة وعدم الفصل بين مهمة مجلس الإدارة ومهمة الإدارة التنفيذية ومسؤوليات إدارة الشركة، ومستوى الرقابة، وعدد اجتماعات المجلس.

- أعضاء مجلس الإدارة: عدم توفر أعضاء مستقلين غير تنفيذيين في مجلس الإدارة بعدد مناسب يكونون قادرين على تقديم الآراء واجتهادات مستقلة نابعة من إحساسهم بالمسؤولية، ومن خبراتهم وتفهمهم لعمل الشركة.

- لجان مجلس الإدارة: وأهمها لجنة التدقيق، ولجنة المكافآت والترشيحات، ومدى فعاليتها واستقلاليتها، وتوفر أعضاء غير تنفيذيين مستقلين فيهما.

ب. المصدر الخارجي

وهو المناخ الاستثماري العام في الدولة ومدى توافر القوانين والتعليمات المنظمة للنشاط الاقتصادي التي تضمن تطبيق الحوكمة في الشركات وإعطائها صفة الإلزام وعدم تعارضها مع هذه القوانين.

¹ صبايحي نوال، مرجع سابق، ص 12.

ومما سبق يكمن استخلاص بعض العوامل التي تساعد على الوصول إلى حوكمة رشيدة بالجزائر أهمها¹:

- النهوض بالعامل البشري: ينصب مجال الاهتمام إذن على جانب الإنفاق الاستثماري في مجال الموارد البشرية، وبذلك لزم الاهتمام بهذا المورد أكثر للحاق بالدول المتطورة ومن ثم تحقيق تنمية حقيقية للبلاد.
- تقريب المواطن بالإدارة: إن الاتصال وقرب المواطن من الإدارة هو السبيل الوحيد لبناء أسس الحكم الراشد فلا يمكن تصور إدارة بدون علاقات اتصال وقرب مهما كان مستوى تلك الإدارة، لذلك فالهدف الأساسي الذي وجد من أجله الجهاز الإداري عموما هو تلبية رغبات الجمهور وتأمين أفضل الخدمات له ولما كان ذلك المبتغى فإنه من حق المواطن أن يراقب ويطلع على أداء الجهاز الإداري.
- ترسيخ روح الديمقراطية والمشاركة السياسية: من خلال احترام الرأي ومراعاة المصلحة العامة، ولا يمكن بلوغ ذلك إلا من خلال إضفاء الرقابة الشعبية التي تتولاها المجالس المنتخبة بشكل حر ونزيه وهذا بتحقيق مكاسب المواطنين.
- توفر مجتمع مدني فعال: فما هو مطلوب من المجتمع المدني في الجزائر هو السماح لهذه الجمعيات ودعمها بكافة الوسائل نحو هيكلة الفرد، وهذا بهدف إشراك المواطن في العمل المشترك في تنفيذ المشاريع مع الأجهزة الرسمية في إطار صنع السياسات المحلية وإضفاء الرقابة والمشاركة في تنفيذ المشاريع.
- وجود فواعل حقيقية تشترك فيها الصحافة الحرة والتنظيمات المهنية.
- تطبيق مبدأ الشفافية في التعامل.

¹ عاشور مزريق، صورية معموري، حوكمة الشركات بين فلسفة المفهوم الإداري وإمكانية التجسيد الفعلي، مداخله ضمن ملتقى وطني حول "حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري"، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 6-7 ماي 2012، ص 14.

خلاصة الفصل

تعد الحوكمة من أهم القضايا التي تشغل بال وفكر رجال المال والاقتصاد، وتسيطر على عقول العلماء والمفكرين، فمن السهل وضع الأسس والضوابط وإبراز المزايا والخصائص، ولكن الصعوبة تتمثل في حسن تطبيقها والاستفادة منها، إذ تكمن في كيفية تطبيقها على أرض الواقع.

والحوكمة الرشيدة تضمن للأفراد تحقيق ربحية معقولة لاستثماراتهم، كما تضمن تلك الآليات قوة وسلامة أداء المؤسسات، ومن ثم تدعيم استقرار وتقدم الأسواق المالية والاقتصاديات والمجتمعات، كونها تؤدي إلى تقليل المخاطر وتحفيز الأداء وكذلك تحسين فرص الوصول إلى أسواق رأس المال، وتحسين القدرة على تسويق المنتجات والخدمات، بما يضمن زيادة الشفافية والإفصاح عن المعلومات لكافة المتعاملين بالأوراق المالية، وبذلك تمثل الدعامة الأساسية لنجاح السوق، وتفعيل أدائه وكفاءته في ظل رشادة اقتصادية ومالية تعمل على التقليل من حدوث أزمات مالية في هذه الأسواق.

وعلى الصعيد العالمي، علينا أن ندرك أن لكل سوق من الأسواق الناشئة تاريخاً وتراثاً منفرداً، يكون من شأنه التأثير في سلوك ومواقف القطاع الخاص به. والجدال في أن صياغة معايير، وعمليات، وإجراءات الحوكمة، ترتبط بمدى تطور الديمقراطية في كل من الأسواق الناشئة، وحيث أن الحوكمة تعد بمثابة عامل محفز يدور حوله التزاوج الفعال الذي يمكن تحقيقه بين رأس المال ومنظمات ريادية الأعمال، فقد صارت الحوكمة عنصراً بالغ الأهمية في أجناس التنمية.

كما تعتبر الحوكمة إحدى المتطلبات الجديدة للاقتصاديات العربية، ولهذا الأسلوب أسسه ومقوماته القائمة على الإفصاح والشفافية، وهي عناصر شبه غائبة عن واقع المنطقة العربية أو غير متحكم فيها إلى حد كبير. وتعد حوكمة الشركات وسيلة تمكن المجتمع من التأكد من حسن إدارة الشركات بطريقة تحمي أموال المستثمرين والمقرضين، وقد تبين الآن أكثر من أي وقت قد مضى أن تبني نظام شفاف وعادل يؤدي إلى خلق ضمانات ضد الفساد وسوء الإدارة، كما يؤدي إلى تطوير القيم الأساسية لاقتصاد السوق والارتقاء بالاقتصاديات العربية إلى مستويات التنافسية الدولية لجذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية.

إن أكبر تحدي يواجه الأسواق المالية هو تطبيق مبادئ الحوكمة من طرف جميع المؤسسات والجهات الفاعلة فيها، خاصة لما يكون هذا الطرف دولة ما من خلال استثمارات صناديقها للثروة السيادية، وهذا ما سنحاول مناقشته في الفصل الموالي.

خطة الفصل الثالث: واقع صناديق الثروة السيادية واستراتيجياتها الاستثمارية

تمهيد

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لصناديق الثروة السيادية

1. طبيعة صناديق الثروة السيادية

2. أهمية صناديق الثروة السيادية أهدافها ومميزاتها

3. أنواع صناديق الثروة السيادية

المبحث الثاني: الاستراتيجيات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية وموقف الدول الغربية منها

1. أهم صناديق الثروة السيادية في العالم وتصنيفاتها

2. الاستراتيجيات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية

3. موقف الدول الغربية والمنظمات الدولية من صناديق الثروة السيادية

المبحث الثالث: استثمارات الصناديق السيادية في الأسواق العالمية وعرض بعض التجارب الدولية

1. استثمارات الصناديق السيادية في الأسواق العالمية

2. عرض بعض التجارب الدولية للاستثمار في الصناديق السيادية

خلاصة الفصل

تمهيد

أصبح من المعترف به أن صناديق الثروة السيادية هي مؤسسات استثمارية مستقرة وأطراف مشاركة مهمة في النظام المالي العالمي، وقد بينت هذا الواقع اللجنة الدولية للشؤون النقدية والمالية في 2008 حين أعربت عن الحاجة إلى مزيد من التحليل لأهم القضايا المتعلقة بمستثمري تدفقات صناديق الثروة السيادية ومتلقيها.

وهذه الصناديق ليست ظاهرة جديدة، لكنها كانت إلى حد ما تمثل لاعبين على أطراف الأسواق المالية العالمية، بيد أن الانتقال من الأطراف إلى المركز كان سريعاً وهاماً، مدفوعاً بالتدفق الهائل لرؤوس الأموال من الغرب نحو الاقتصاديات المصدرة للسلع، كالدول المنتجة للنفط واقتصاديات ناشئة أخرى، وهذه المداخل وفرت قاعدة متينة للصناديق السيادية، مما قذف بها من هامش الأسواق العالمية إلى مركزها لتصبح لاعبا مهما في الاقتصاد العالمي.

من جهة أخرى رافقت الأهمية المطردة لصناديق الثروة السيادية نقاشات عامة حادة في شأن المخاطر التي قد تفرضها على المصالح الاقتصادية ومصالح الشركات، وأخيراً على المصالح السياسية في الغرب.

واستجابة إلى الضغط العام، بدأ مدققوا الأنظمة والقوانين على المستويين الوطني والعالمي في تطوير سياسات ينتظر منها أن توفر أطراً جديدة للصناديق السيادية كي تعمل على توجيهها، وكانت أهم مبادرة دولية في هذا الصدد مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية، التي شكلها صندوق النقد الدولي بهدف تطوير قواعد وسلوك الصناديق السيادية لتعمل ضمن إطار أكثر شفافية وحوكمة، يخدم مصالح الدول المالكة ويبعد مخاوف الدول المتلقية.

ولتأكيد ما سبق ذكره تطرقنا في هذا الفصل إلى:

صناديق الثروة السيادية والإشارة إليها من خلال تعريفها وأهميتها وأنواعها في مبحث أول، ثم إلى الاستراتيجيات الاستثمارية للصناديق السيادية وموقف الدول الغربية من تحركاتها في مبحث ثانٍ، وأخيراً تم الإشارة إلى استثمارات الصناديق السيادية في الأسواق العالمية وكيفية توزيع أصولها ثم عرض تجربة "هيئة استثمار أبوظبي" والصندوق السيادي "مبادلة" في مبحث ثالث.

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لصناديق الثروة السيادية

تعتبر صناديق الثروة السيادية من بين الآليات التي تعتمد عليها الدول كوسيلة للدخار والاستثمار على حد سواء بحسب الهدف والسبب المنشأة من أجله. حيث تمتلك جميع الدول احتياطات بعملات أجنبية تقيم بصفة نموذجية بالدولار أو اليورو أو اللين، وعندما يتراكم لدى بلد احتياطات أكثر مما يحتاجه لأغراض آنية، فإنه يستطيع إنشاء صندوق سيادي لإدارة تلك السيولة الإضافية. وقد وجدت الصناديق السيادية منذ الخمسينات من القرن العشرين، ولكن حجمها الإجمالي على النطاق العالمي قد زاد بصورة كبيرة على مدى العشرينتين الأخيرتين، وهي تعمل أساساً على تدوير المدخرات على المستوى الدولي. وتبقى الحيازات متركزة وتمثل أكبر خمسة صناديق نحو 70% من إجمالي الأصول، ويقع نصفها في أيدي البلدان التي تصدر كميات ضخمة من النفط والغاز.

1. طبيعة صناديق الثروة السيادية

لفتت قضية صناديق الثروة السيادية نظر العالم في السنوات الأخيرة بعد أن توسعت كثيراً، خصوصاً خلال الأزمة المالية العالمية 2008، حين استفادت هذه الصناديق من أزمة الائتمان في الغرب وتعطشه للسيولة لإنقاذ نظامه المصرفي.

فلا يوجد اتفاق عالمي على ما يمكن أن يعد صندوقاً سيادياً، لذلك اختلفت تقديرات أصول هذه الصناديق مجتمعة سواء آنياً أو مستقبلاً.

1.1. تعريف صناديق الثروة السيادية

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

يعرف صندوق النقد الدولي الصناديق السيادية على أنها: "صناديق أو ترتيبات للاستثمار ذات غرض خاص تملكها الحكومة العامة، وتنشئ هذه الحكومة صناديق الثروة السيادية لأغراض اقتصادية كلية وهي تحتفظ بالأصول أو تتولى توظيفها أو إدارتها لتحقيق أهداف مالية، مستخدمة في ذلك استراتيجيات

استثمارية تتضمن الاستثمار في الأصول المالية الأجنبية، وتنشأ الصناديق السيادية في العادة معتمدة على فوائض المالية العامة أو الإيرادات المتحققة من الصادرات السلعية أو كل هذه الموارد مجتمعة¹.

أما منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية "OECD" فتعرفها على أنها: "عبارة عن مجموعة من الأصول المالية المملوكة والمدارة بطريقة مباشرة أو غير مباشرة من طرف الحكومة لتحقيق أهداف وطنية والممولة إما باحتياطات الصرف الأجنبي أو صادرات الموارد الطبيعية أو الإيرادات العامة للدولة أو أية مداخل أخرى"².

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

كما عرفها البنك الألماني "Deutsch Bank" على أنها: "عبارة عن وسائط مالية مملوكة للدولة التي تحتفظ وتدير موارد المالية العامة وتستثمرها في أصول متنوعة، وتلك الموارد ناتجة عن سيولة إضافية في القطاع العام بسبب فوائض الميزانية أو الاحتياطات الرسمية للبنوك المركزي"⁴.

بينما يعرفها معهد ماكنزي الدولي بأنها: "تلك الصناديق الممولة من احتياطات البنوك المركزية وتهدف إلى تعظيم العوائد المالية بمحددات مخاطر معينة"⁵.

¹ Belaicha Amine, Bouzidi Abdeldjellil, Labaronne Daniel, Un fond d'investissement d'état pour l'Algérie, Colloque international "crises financières internationale ralentissement économique mondial et effets sur les économies euromagrébines", Université de Béjaia, 2009, P3.

² A. Blundell Wignall, Yu-Wei Hu Juan Yermo, Sovereign Wealth and Pension Fund Issues. OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, No:14, OECD Publishing, France, 2008, P4.

* معهد صناديق الثروة السيادية عبارة عن مؤسسة بحثية أمريكية تهتم بدراسة ظاهرة صناديق الثروة السيادية وتأثيرها على الاقتصاد العالمي، السياسات الاقتصادية، الأسواق المالية، التجارة الدولية و السياسات العامة.

³ Sovereign Wealth Fund Institute , what is a Sovereign Wealth Fund, over web : "30/09/2017"

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

⁴ بوفليح نبيل، دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية الواقع والأفاق مع الإشارة إلى حالة الجزائر، مرجع سابق، ص 99.

⁵ Kimmitt, Robert M. Sovereign Wealth Funds and the World Economy, Foreign Affairs, Vol. 87, No: 1, Washington D.C. 2008.

أما فيما يخص "ترومان" من معهد الاقتصاديات الدولية في واشنطن فيعرف الصناديق السيادية على أنها: "قنوات من الأصول الدولية (وأحيانا أصول محلية) المملوكة والمدارة من حكومات لتحقيق أهداف اقتصادية ومالية متنوعة"¹.

ومن خلال التعاريف السابقة نخلص إلى ما يلي:

- صناديق الثروة السيادية هي صناديق مملوكة من قبل الدولة تتكون من أصول مثل الأراضي أو الأسهم أو السندات أو أجهزة استثمارية أخرى.
- والصناديق السيادية هي صناديق استثمارية تملكها الحكومات للاستثمار في الأسواق الدولية، وبالطبع ليس كل الحكومات تملك مثل هذه الصناديق، بل عادة الحكومات التي لها فوائض كبيرة في ميزانياتها.
- أن الصناديق السيادية تكون مراقبة وموجهة من قبل الحكومة (gouvernement national).
- تقوم الصناديق السيادية بتسيير الأصول المالية طويلة الأجل.
- سياستها الاستثمارية ترمي إلى تحقيق أهداف معينة على صعيد الاقتصاد الكلي.
- ويرجع إنشاء الحكومات لهذه الصناديق إلى العديد من الأسباب التي تختلف باختلاف الغرض الرئيسي من إنشائها²:

- التحسب للنضوب الطبيعي للمورد، والحاجة لبناء أصول أخرى تدر دخلا يعوض نضوب الأصل الحالي واستغلال إيراداته من قبل الجيل الحالي، وهو ما اصطلح عليه بتحقيق العدالة بين الأجيال "Intergénérationnel Equity" وبمقتضى ذلك الاعتبار فقط، فإن البلدان التي يكون فيها العمر الزمني لاحتياطي الأصل الناضب قصيرا، يكون الحافز لديها أكبر للادخار من تلك البلدان التي يكون العمر الزمني لاحتياطياتها أطول كبلدان الخليج مثلا، حيث يتراوح فيها ذلك العمر بمستويات الإنتاج الحالية بين عشرين إلى أكثر من مائة عام وبمتوسط 75 عاما لبلدان الخليج مجتمعة، أما إذا ألقينا نظرة شاملة على النضوب أي تقلص الطلب على النفط بسبب البدائل بغض النظر عن النضوب وأضافنا إلى ذلك أن العمر الزمني للاحتياطي غير ثابت، إذ يمكن أن ينخفض بالاستغلال المفرط ويمكن أن يرتفع بالتطور التقني وزيادة

¹ Truman, E. Sovereign Wealth Funds: New Challenges from a Changing Landscape, Testimony before the Subcommittee on Domestic and International Monetary Policy, Trade and Technology, US House of Representatives, Washington D.C.2008.

² بوفليخ نبيل، فعالية صناديق الثروة السيادية كأداة لتسيير مداخل النفط في الدول العربية، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية 2010، ص 89.

الاستثمار لتطوير الاحتياطي، فعندها يصبح العمر الزمني الاحتياطي حينئذ غير ذي أهمية بالنسبة لقرار إنشاء الصندوق الادخاري من عدمه¹.

- أما المبرر الثاني لإنشاء صناديق الثروة السيادية فيتعلق بالطاقة الاستيعابية للاقتصاد الوطني وإمكانات تنويع قاعدته، وهذه تعتمد على حجم الاحتياطي والإنتاج، وبالتالي حجم العائدات بالنسبة للفرد وكذلك حجم الاقتصاد مقارنة بتلك العائدات، وعوامل أخرى مرتبطة بالإمكانات الحالية والممكنة لذلك الاقتصاد، وهذا يعني أن اقتصاديات البلدان صغيرة الحجم قليلة السكان، وذات إمكانات التنويع المحدودة، يكون لديها حافز أكبر لإنشاء صناديق لادخار أو استثمار العوائد النفطية ولكن حتى تلك الاعتبارات قد تتغير عبر الزمن ونتيجة للسياسات الاقتصادية فالطاقة الاستيعابية للاقتصاد الوطني تتزايد وتتغير محدداها، وإمكانات التنويع لها ديناميكية وتعتمد أيضا على السياسات الاقتصادية، وهناك أمثلة كثيرة من منطقة الخليج وغيرها ساهمت فيه الإيرادات الآتية والسياسات إما في بناء هياكل وعلاقات زادت من درجة التنويع الاقتصادية أو تثبطه².

- التحوط ضد خسائر تقلبات أسعار الصرف: وعلى هذا الأساس يفضل الخبراء أن تمتلك الدول احتياطات دولية بعملة أجنبية مختلفة من بينها العملات الرئيسية المتمثلة في الدولار الأمريكي، واليورو، والين الياباني والجنيه الإسترليني... إلخ.

- تمويل الاختلالات المحتملة في الحساب الجاري من ميزان المدفوعات مع العالم الخارجي حال حدوثها.

- تحقيق أكبر عائد ممكن بالنظر لتنوع المحافظ المالية التي يمكن للحكومة الاستثمار فيها، وتجنب انخفاض قيمة أصول الصندوق في حالة الاحتفاظ بها على شكل سيولة نقدية.

2.1. تاريخ صناديق الثروة السيادية

تعتبر الصناديق السيادية صناديق استثمارية أنشأتها الحكومات ومولتها بفوائض الموازنات الحكومية والفائض من الاحتياطي الأجنبي، وهكذا تراكمت لدى هذه الصناديق أصول مالية معتبرة، كان قد جرى استثمارها في الشركات المالية والصناعية الأمريكية والأوروبية.

وقد كانت الكويت الدولة الرائدة في مجال تأسيس صندوق يضمن للأجيال القادمة الحق في الانتفاع بالموارد الطبيعية الوطنية. ففي عام 1953 وقبل أن تتال استقلالها التام سنة 1961، دأبت الحكومة الكويتية

¹ ماجد عبد الله المنيف، صناديق الثروة السيادية ودورها في إدارة الفوائض النفطية، مجلة النفط والتعاون العربي، منظمة الدول العربية المصدرة للبترول، المجلد الخامس والثلاثون، العدد 129، الكويت، 2009، ص ص 210 - 211.

² المرجع نفسه، ص 211.

على تحويل 10% من عوائدها البترولية إلى الهيئة العامة للاستثمار، أي إلى الصندوق السيادي الذي قام باستثمار هذه الأموال في أسهم الشركات العالمية¹.

من ناحية أخرى كانت سنغافورة أول دولة تؤسس صندوقاً مهماً لا تموله عوائد الموارد الطبيعية، ففي سنة 1981 أسست سنغافورة شركة استثمار حكومة سنغافورة (Government of Singapore Investment Corporation)، وذلك كصندوق حكومي مكلف باستثمار فائض الاحتياطي الأجنبي.

ومن المهم الإشارة إلى أن ثمة علاقة متينة بين تأسيس الصناديق السيادية وتطور أسعار الموارد الطبيعية عامة وسعر البترول بوجه خاص. فبعد فترة وجيزة من الارتفاعات التي طرأت على سعر البترول في سنة 1973، سجلت الصناديق السيادية ارتفاعاً كبيراً في عددها وفي قيمة أصولها المستثمرة. وابتداءً من 1996 شهد العالم ثانية تطورات كبيرة في تأسيس الصناديق المرتكزة على عوائد الموارد الطبيعية وعلى فوائض الاحتياطي الأجنبي.

على صعيد آخر سجل عدد الصناديق السيادية المكلفة باستثمار الاحتياطي الأجنبي، نقلة كبيرة بعد سنة 2000. فبفضل إصرار بعض الدول على تقييم عملاتها الوطنية بأدنى من قيمها الفعلية حيال الدولار استطاعت هذه الدول أن تراكم رصيداً من الاحتياطيات الأجنبية يزيد على 5,6 بليون دولار أمريكي، حيث تحتفظ الصين لنفسها من هذا الرصيد، بأكثر من بليونين دولار أمريكي في السنوات الأخيرة، أي أنها تحتفظ لنفسها بحصة الأسد من الاحتياطي الأجنبي في العالم أجمع².

وقد ارتفع عدد الصناديق السيادية في العالم وازدادت موجوداتها وتوسعت استثماراتها على إثر تطور الاقتصاد العالمي منذ منتصف التسعينات من القرن المنصرم، الذي شهد تأسيس منظمة التجارة العالمية وإبرام اتفاقيات متعددة الأطراف ترمي إلى تحرير التجارة الخارجية وحركات رأس المال الأجنبي. لذلك ظهرت غالبية الصناديق السيادية في العالم في السنوات القليلة المنصرمة، ففي عام 1969 كان عددها ثلاثة فقط ثم ارتفع ليصل إلى 53 صندوق عام 2008³، حتى أصبح عددها مؤخرًا 79 صندوقاً سنة 2017⁴.

¹ Fond Monétaire International, « Fond souverain, Le FMI intensifie ses travaux, IMF survey magazine », 2008, www.imf.org/imfsurvey.

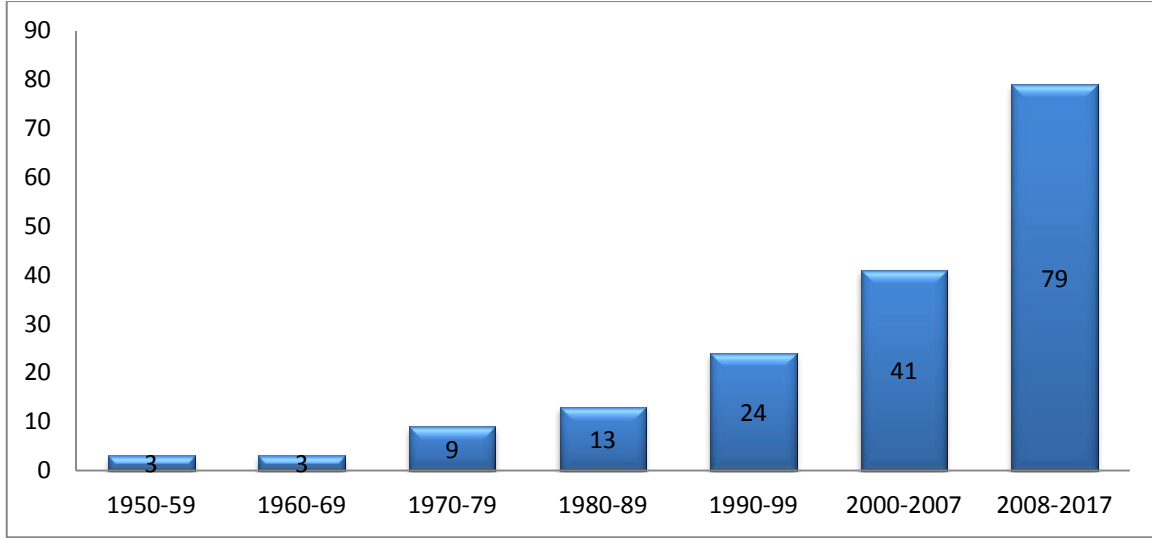
² عدنان عباس علي، الصناديق السيادية أهميتها في النظام المالي الدولي، الحوار المتمدن، العدد 4177، 2013، على الموقع: <http://www.ahewar.org/debat> "2017/09/30".

³ Trésor- ECO. Les conditions d'une contribution positive des fonds souverains à l'économie mondiale, n°28, République Française, Janvier 2008, P1.

* مع الأخذ في الاعتبار أنه يصعب تحديد عدد دقيق للصناديق السيادية في العالم، حيث يختلف المعيار لاعتماد مسمى صندوق سيادي، فالبعض يطلق على بعضها صناديق سيادية والبعض الآخر يعتبرها مؤسسات مملوكة للدولة.

⁴ معهد الصناديق السيادية على الموقع الإلكتروني: "2017/09/22": www.swfinstitute.org.

شكل رقم (3-1): تطور عدد الصناديق السيادية خلال السنوات



المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على معطيات البنك الألماني ومعهد الصناديق السيادية.

وفي الوقت الحالي تملك حوالي 50 دولة على المستوى العالمي صناديق للثروة السيادية، ويقع أكثر من 50% من إجمالي هذه الأصول في حوزة صناديق الثروة السيادية التابعة للدول المصدرة للنفط والغاز.

2. أهمية الصناديق السيادية أهدافها ومميزاتها

اكتسبت الصناديق السيادية أهمية متزايدة في النظام النقدي والمالي الدولي، لاسيما بعد نجاحها في ضخ رؤوس أموال تجاوزت 80 مليار دولار عام 2007 في المصارف الأوروبية والأمريكية التي تكبدت خسائر فادحة نتيجة لوقوع أزمة القروض العقارية الأمريكية، وبذلك أصبحت موضع اهتمام متزايد من صانعي السياسات والهيئات التشريعية الوطنية بسبب الجدل الدائر حولها، حيث تساور الدول المتلقية مخاوف بشأنها في ضوء تزايد أحجامها واتساع نشاطها وتنوع استراتيجياتها الاستثمارية.

1.2. أهمية الصناديق السيادية ودورها في النظام المالي العالمي

تكمُن أهمية صناديق الثروة السيادية في النقاط التالية¹:

- دعم السياسة المالية والنقدية وإدارة السيولة والعمل على تحقيق الاستقرار في الأسواق المالية الدولية.

¹ صفاء عبد الجبار الموسوي، واثق علي محي المنصوري، اقتصاديات صناديق الثروة السيادية، الطبعة 1، دار الأيام، عمان، الأردن 2015، ص ص 38-39.

- نقل المعرفة من خلال الاستثمارات، تعزيز الشركات الحكومية، التخفيف من حدة الأزمات الاقتصادية تعزيز التعاون الإقليمي والدولي، تنفيذ الإصلاح الهيكلي وكسب الثقة.
 - ضمان عمليات كفاءة لإدارة المخاطر المالية والتشغيلية، والحوكمة، والإفصاح، والشفافية بالنسبة للاقتصاد المحلي.
 - تشجيع الاستثمار طويل المدى والذي يمنع التقلبات في الأسواق المالية الدولية.
 - تعزيز الدور الاقتصادي والاجتماعي، وزيادة تكامل الاقتصاد العالمي.
 - تنويع المحافظ الاستثمارية والتركيز على العوائد، ومحاربة البطالة من خلال الاستثمار في الأصول الحقيقية، والفائدة التوزيعية لمنافع الثروات الوطنية بين الأجيال الحالية والمستقبلية وكذلك بين الجيل الحالي ذاته، والاقتراب من نظرية التوزيع الإسلامية من خلال التقاء حقوق الفرد بحقوق الجماعة.
- ونظرا للأهمية المتنامية للصناديق السيادية وحجم الأصول التي تديرها، وانعكاسات قراراتها على مجمل الأوضاع المالية في العالم، فقد أدرج لها بند خاص في منتدى دافوس في العام 2008، لاسيما وأن هناك تقييمات متفاوتة لدور وأهمية توجهات هذه الصناديق، وذلك بسبب التداخل بين الاقتصاد، السياسة والنظرة الإستراتيجية بعيدة المدى للاستثمارات الخارجية، وتم التطرق إلى إمكانية استثمار الصناديق السيادية في التكنولوجيا النظيفة والتصدي لظاهرة التغير المناخي، كون ثلثي ثروتها من مشاريع النفط والغاز.
- وأكد "ليبسكي" * على الأهمية المتزايدة التي تكتسبها صناديق الثروة السيادية ليس فقط في البلدان التي تنتمي إليها وإنما أيضا في النظام المالي الدولي، قائلا إن هذه الصناديق تشكل ربع أو ثلث الأصول الأجنبية في البلدان المختلفة. وأضاف أنه من المتوقع لهذه الأصول أن تتجاوز رصيد احتياطات النقد الأجنبي في المستقبل غير البعيد. وأشاد "ليبسكي" بالدور الذي أسهمت به هذه الصناديق في امتصاص الصدمات، عن طريق توفير رأس المال في أسواق الاقتصاديات المتقدمة أثناء الاضطرابات المالية في 2007، كذلك أشار إلى أن هذه الصناديق تدرك بوضوح أن مصلحتها على المدى الطويل تكمن في الحفاظ على أسواق تنسم بالانفتاح والسيولة وكفاءة الأداء¹.
- ورغم الحجم المالي الكبير للصناديق السيادية، فإنها تبقى متواضعة بالمقارنة مع بعض الهيئات المالية العاملة على مستوى الأسواق المالية العالمية²، حيث:
- تمثل $\frac{1}{6}$ الأصول المدارة من قبل شركات التأمين التي تدير أكثر من 16 تريليون دولار.

* جون ليبسكي، النائب الأول للمدير العام لصندوق النقد الدولي.

¹ جون ليبسكي، مبادئ صناديق الثروة السيادية تدعم الاستثمار عبر الحدود، صندوق النقد الدولي، 3 سبتمبر 2008، ص2.

² عبد المجيد قدي، الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة، مؤتمر الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي العربي والإسلامي، طرابلس، لبنان، 13-14 آذار 2009، ص4.

- تمثل $\frac{1}{7}$ الأصول المدارة من قبل صناديق المعاشات والتي تصل إلى أكثر من 15 تريليون دولار.

- تمثل أقل من $\frac{1}{2}$ احتياطات الصرف العالمية التي تصل إلى 7 تريليون دولار.

وهذا ما يجعل الصناديق السيادية في المرتبة الرابعة من حيث الأهمية رغم كونها تحوز على ضعف الأصول المدارة من قبل صناديق المضاربة، وأكثر من 10 أضعاف الأموال القابلة للإقراض من قبل صندوق النقد الدولي والتي تصل إلى 250 مليار دولار.

كما ويعتبر حجم أصول الصناديق السيادية ضئيلاً مقارنة بالأصول المالية العالمية الأخرى والجدول رقم (3-1) يؤكد ذلك:

جدول رقم (3-1): مؤشرات نسبة حجم أصول الصناديق السيادية إلى أصول أخرى (أوائل 2008) (%)

البيان	أصول الأسواق المالية	رسملة سوق ستاندرد أند بورز	الاستثمارات المؤسسية
الصناديق السيادية	1,6-1	24-17	5,5-4
الصناديق السيادية النفطية	1,1-0,7	18-12	4-2,8
الصناديق السيادية لدول الخليج	0,7-0,4	12-6	2,6-1,5

المصدر : ماجد عبد الله المنيف، صناديق الثروة السيادية ودورها في إدارة الفوائض النفطية - النفط والتعاون العربي - المجلد 35، العدد 129، ربيع 2009، ص 216.

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن أصول الصناديق السيادية الموزعة بين الصناديق النفطية وغير النفطية، تمثل نسبة لا تتجاوز 1.6% من أصول الأسواق المالية، و24% من رسملة سوق ستاندرد أند بورز، وأقل من 6% من الاستثمارات المؤسسية وهي نسب منخفضة مقارنة بالأصول المالية العالمية الأخرى.

كما يبرز دور وأهمية الصناديق السيادية للدولة المالكة والدولة المتلقية فيما يلي¹:

تفترض السياسة الاقتصادية الرشيدة استثمار الأموال العامة بصورة منتجة بدلا من إنفاقها في ميادين الأبهة، أو وضعها في حسابات مصرفية لا تدر دخولا حقيقية، بسبب هبوط أسعار الفائدة وارتفاع معدلات

¹ صباح نعوش، الصناديق السيادية العربية، موقع الجزيرة، "2010/12/27":

<http://www.aljazeera.net/Nr/exeres/8DC50F7C-6A1B-4EFA-A5B2-OF3ACE2AB682.htm>

التضخم. وتتجلى أهمية الصناديق السيادية في حصول الدولة على دخول لتغطية عجزها المالي عندما تهبط إيراداتها وترتفع نفقاتها لسبب أو لآخر.

فطيلة الفترة الواقعة بين 1990 و2004 سجلت ميزانية الإمارات عجزاً وصل إلى ثمانية مليارات الدولارات عام 1999، وفي التسعينات لم تسجل ميزانية الكويت فائضاً إلا في عام 1997، وحينئذ تم اللجوء إلى عدة وسائل لتغطية هذا العجز منها الاستفادة من أرباح الصناديق السيادية.

أما إيجابيات الصناديق السيادية في الدول المتلقية فهي كثيرة، إذ أن استثمارات هذه الصناديق تؤدي مباشرة إلى تحريك الاقتصاد المتلقي وإنعاشه. كما تساهم في معالجة بعض المشاكل الاقتصادية والاجتماعية كالبطالة، فعلى سبيل المثال أدت مساهمة صندوق مبادلة الإماراتي بنسبة 8,1% من شركة (AMD) الأمريكية إلى توفير 1400 فرصة عمل مباشرة ترتبط بقطاع الإلكترونيات في هذه الشركة، وحوالي 5000 فرصة عمل ترتبط بالأنشطة الأخرى ذات العلاقة بهذا القطاع.

وعندما اندلعت الأزمة العالمية رصدت عدة دول خاصة الولايات المتحدة وبلدان الاتحاد الأوروبي أموالاً طائلة لإنقاذ شركاتها من الانهيار وما يترتب عليه من تعطيل الأنشطة الاقتصادية، كما اتجهت أنظار هذه الدول إلى الصناديق السيادية الخليجية والآسيوية للمساهمة في هذا الإنقاذ.

لكن من جهة أخرى لا يمكننا التغاضي عن مخاطر هذه الصناديق التي يمكن أن تنعكس على الدول المالكة لها، ومن بين هذه المخاطر نجد¹:

- الناتج المحلي الإجمالي الضائع (أو الفرصة الضائعة في صورة الناتج المحلي الضائع) بصفة خاصة الناتج غير النفطي، الذي يمكن توليده لو تم استثمار أصول هذه الصناديق محلياً في أصول إنتاجية حقيقية في الداخل.

- فرص التوظيف الضائعة والتي يمكن خلقها للشباب من المواطنين، لو تم استثمار هذه الأموال في أصول إنتاجية حقيقية في الداخل، بدلاً من أن يتم استثمار هذه الأموال في الخارج فتوفر فرص عمل للعمال الكوريين والصينيين والأوروبيين، بينما لا يستفيد شباب الدول المالكة خاصة العربية منها من الوظائف التي تخلقها مثل هذه الاستثمارات، ومن ثم فهذه الصناديق تسهم في حل مشكلة البطالة في الخارج، بينما تتعمق تلك المشكلة في هذه الدول بمرور الوقت.

¹ الصناديق السيادية، مدونة اقتصاديات الكويت ودول مجلس التعاون الخليجي، على الموقع الالكتروني "2010/11/30":

http://economyofkuwait.blogspot.com/2010/08/blog-post_24.html

- انخفاض معدلات النمو الاقتصادي المحققة مقارنة بمعدل النمو الكامن أي الذي يمكن تحقيقه لو تم استثمار هذه الأصول محليا.
- تدني العوائد المحققة على هذه الاستثمارات والتي تقتصر على نسبة محددة من الفائدة، إذا تم الاستثمار في أصول مالية، أو نسبة توزيعات محددة للأرباح، إذا كنا نستثمر في أصول حقيقية (شركات ومصانع... الخ). وهذه العوائد لا تتناسب مع تكلفة الفرصة البديلة لتلك الاستثمارات بالنظر إلى العوائد الضخمة التي يمكن أن تعود على الدول المالكة إذا ما تم استثمار هذه الأصول بكفاءة محليا، أو بالنظر إلى الأرباح الضخمة التي تحققها الدول المستضيفة نتيجة استثمار هذه الأصول لديها في الخارج.
- المخاطر التي تصاحب استثمار تلك الأصول في الخارج والناجمة عن احتمال تعرض أصول تلك الصناديق للانهايار مع انهيار أصول المؤسسات التي يتم الاستثمار فيها، خصوصا في أوقات الأزمات الاقتصادية، مثل أزمة الرهن العقاري.
- المخاطر المصاحبة للتضخم في الدول المضيفة، حيث تميل القوة الشرائية لتلك الاستثمارات نحو التناقص بمرور الزمن، بصفة خاصة الاستثمارات المالية، خصوصا في الدول التي ترتفع فيها تكاليف المعيشة ومن ثم المستوى العام للأسعار.
- الخسائر الناجمة عن تقلبات أسعار العملات، أو ما يطلق عليه مخاطر الصرف الأجنبي، والمتمثل في ميل عملات الدول المستقبلية لهذه الاستثمارات نحو الانخفاض، ومن ثم تدهور القوة الشرائية لتلك الأصول على سبيل المثال الأصول الاستثمارية المقومة بالدولار الأمريكي.
- المخاطر الأخلاقية، حيث ليس هناك ضمان لحسن إدارة تلك الأصول في الدول المضيفة، خصوصا وأن في أغلب الأحوال لا تملك الدول المالكة قوة تصويتية، ولا تمثل في مجالس إدارات الشركات التي تستثمر فيها تلك الأصول، وهو ما يرفع احتمال تعرض تلك الاستثمارات إلى الخطر.
- المخاطر السياسية، والمتمثلة في احتمال تغير السياسات الخارجية للدول المضيفة لتلك الاستثمارات خصوصا وأننا نعيش في منطقة ساخنة مليئة بالأحداث التي ربما تدفع الدول المضيفة في أسوأ الأحوال إلى تجميد تلك الاستثمارات وهو السيناريو الأسوأ على الإطلاق.

2.2. أهداف الصناديق السيادية

يمكن الغرض من إنشاء صناديق الثروة السيادية في¹:

- قدرتها على أداء دور الاحتياط بالنسبة للدول المالكة لها، بتحويل جزء من عوائدها لصالح الأجيال المولودة بعد نزوب المواد الأولية.

- سماحها بتنويع مصادر الناتج المحلي الخام بتطوير أنشطة جديدة، كما هو حال صناديق أبي ظبي، دبي بتطويرها للسياحة والأنشطة الأخرى المرتبطة بالمواد الأولية.

- توفيرها لموارد دائمة ومنظمة للدول المالكة لها، بحيث تكون غير مرتبطة بالمواد الأولية التي مهما بلغ مخزنها تبقى قابلة للنزوب.

- قيامها بدور استقراري بامتصاص الصدمات الناجمة عن الانخفاض المؤقت في أسعار المواد الأولية فيسمح تكوين صندوق سيادي بتوفير مداخيل سنوية غير مرتبطة بأسعار المواد الأولية، وتعمل على تغطية الصدمات الاقتصادية، فلقد استطاع صندوق الأجيال القادمة في الكويت بتمويل إعادة إعمار الكويت بعد الغزو العراقي².

- المساهمة في تنمية الدول لاستثمارات الصناديق، بتمويل الهياكل القاعدية، وهذا ما دفع رئيس البنك العالمي إلى الاقتراح على هذه الصناديق استثمار 1% من أصولها في المؤسسات الإفريقية بالتعاون مع البنك.

- المحافظة على الوظائف التي توفرها الشركات بدعمها لرؤوس أموال الشركات المتعثرة.

- المساهمة في زيادة تكامل الاقتصاد العالمي وزيادة المشاركة وربط المصالح³.

3.2. مميزات الصناديق السيادية عن الهيئات المالية

تتميز الصناديق السيادية عن غيرها من الهيئات المالية الأخرى بالآتي⁴:

¹ عبد المجيد قدي، مرجع سابق، ص 5.

² حاتم مهران، التضخم في دول مجلس التعاون الخليجي ودور صناديق النفط في الاستقرار الاقتصادي، سلسلة أوراق عمل المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2007، ص 2. ومتوفر على الموقع الإلكتروني "30-11-2010":

http://www.arab-api.org/images/publication/pdfs/236/236_wps0702.pdf

³ جاسم المناعي، ظاهرة صناديق الثروة السيادية... مرة أخرى، صندوق النقد العربي، أبوظبي، مارس 2008، ص 4.

⁴ Démarolle Alain, Rapport sur les fonds souverains, Ministère de l'économie, de l'industrie et de l'emploi, Paris, 2008, P4.

1.3.2. البنوك المركزية: تختلف الصناديق السيادية عن البنوك المركزية من حيث أهدافها:

- فهي تسعى إلى الاستثمار وليس إدارة السياسة النقدية وسياسة الصرف.
- يغلب على محفظة أصولها الاستثمار في الأسهم، في حين أن البنوك تستثمر أساسا في السندات لكونها ملزمة بالاحتفاظ بمستوى معين من السيولة لمواجهة التغيرات في أسعار الصرف.
- مع ذلك فإن بعض الدول مثل الصين والنرويج توكل مهمة إدارة صناديقها السيادية إلى أقسام في البنوك المركزية لصالح وزارة المالية.

2.3.2. صناديق المعاشات العمومية: تأتي موارد هذه الأخيرة أساسا من الاشتراكات من جهة، وهي تهدف إلى تمويل معاشات الأجيال القادمة من جهة أخرى.

3.3.2. المؤسسات العمومية: تخضع هذه الأخيرة للقانون التجاري كونها تأخذ شكل شركات تجارية والأمر يختلف بالنسبة للصناديق السيادية التي هي عبارة عن صناديق استثمار وظيفتها الأساسية هي استثمار الأصول المالية، على خلاف الشركات التي تكمن وظيفتها في إنتاج السلع والخدمات.

وعموما يمكن توضيح الفرق بين صناديق الثروة السيادية وبعض الهيئات الحكومية من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (3-2): الفرق بين صناديق الثروة السيادية وبعض المؤسسات الحكومية.

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

المصدر: بوفليخ نبيل، دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية الواقع والأفاق مع الإشارة إلى حالة الجزائر، مرجع سابق، ص 103.

3. أنواع الصناديق السيادية

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

1.3. أنواع الصناديق السيادية حسب مصدر دخلها

يتم تصنيف الصناديق السيادية حسب مصادر دخلها إلى¹:

1.1.3. الصناديق الممولة عن طريق عوائد المواد الأولية

هي صناديق تكونها الدول المصدرة للمواد الأولية وخصوصا النفطية، بحيث وجدت هذه الدول في فكرة الصناديق حلا للمحافظة على نصيب الأجيال اللاحقة في هذه الثروات، بحيث يتم إحلال الموارد الطبيعية بشكل آخر من الأصول.

2.1.3. الصناديق الممولة بفوائض المدفوعات الجارية

حيث تجاوزت احتياطات العملات الأجنبية للبنوك المركزية 7 تريليون دولار سنة 2008، إذ تزايد حجمها في سنة 2007 لوحدها 1 تريليون دولار، وتملك الدول النامية $\frac{4}{5}$ هذا المبلغ. وقد استطاعت الكثير من الدول غير النفطية تحقيق فوائض مالية هامة، خاصة أمريكا اللاتينية بفضل تنافسيتها التصديرية على مستوى الأسواق العالمية بما يفيض عن احتياجات الاستثمار المحلي، مما دفعها إلى تحويل جزء من هذه الفوائض إلى صناديق سيادية، بعد أن وازنت بين الاحتفاظ بها كاحتياطات نقدية أو استثمارها بما يحقق لها عوائد.

3.1.3. الصناديق الممولة بعوائد الخصخصة

أدت البرامج الخاصة بخصخصة القطاع العام التي دخلتها الكثير من الدول إلى الحصول على عوائد مالية ضخمة، إذ تختلف استعمالات الدول لهذه العوائد، فمنها من يوجهها لتمويل الميزانية العمومية، أو لتمويل برامج إعادة هيكلة الاقتصاد وسداد الديون، وانطلاقا من كون المؤسسات المخصصة هي ملك عام لجميع الأجيال يتم تحويل كل أو جزء من عوائد الخصخصة إلى صناديق سيادية.

¹ Jacquet Pierre, Les fonds souverains, acteurs du développement?, cercle des économistes, Les cahiers du cercle des économistes, Paris, 2008, P2.

4.1.3. الصناديق الممولة بفائض الميزانية

تلجأ بعض الحكومات إلى تحويل ما تحققه من فائض في الميزانية العامة لاستثماره في الأصول المالية قصد تحقيق عوائد من جهة، وتوجيه المعطيات الاقتصادية من جهة ثانية، ونظرا لتوالي تحقيق هذه الفوائض وارتفاع مستواها يتم اللجوء إلى تكوين صناديق سيادية قصد استثمارها وتنميتها بشكل أفضل.

2.3. أنواع الصناديق السيادية حسب الغرض من نشأتها

يصنف صندوق النقد الدولي الصناديق السيادية إلى خمسة أنواع¹:

1.2.3. صناديق الاستقرار:

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

2.2.3. صناديق احتياطي الأجيال القادمة (صناديق الادخار):

وتهدف إلى تحويل الأصول غير المتجددة إلى حافظة أصول أكثر تنوعا.

3.2.3. شركات استثمار الاحتياطات:

وهي التي لا تزال أصولها تدرج في الغالب ضمن فئة الأصول الاحتياطية المحتفظ بها لدى المصرف المركزي، وتتميز برغبتها المتزايدة لتحمل المزيد من المخاطر في سبيل تحقيق عوائد أعلى، ومن ثم الحد من تكاليف الفرصة البديلة لحيازة الاحتياطات الدولية.

4.2.3. صناديق التنمية:

وهي التي تساعد في العادة على تمويل المشاريع ذات الشقين الاجتماعي والاقتصادي، والتي يمكن أن تعزز نمو الناتج المحتمل في الاقتصاد المعني.

5.2.3. صناديق احتياطات طوارئ التقاعد:

وهي تغطي التزامات التقاعد الطارئة غير المحددة في الموازنة العامة للدولة (من مصادر بخلاف اشتراكات الأفراد في معاشات التقاعد).

¹ Driss Agardi et Alain Alcouffe, Fonds souverains et gouvernement d'entreprise, un état des lieux, LIRHE Unité mixte de recherche CNRS/UT1, Septembre 2008, P2.

3.3. أنواع الصناديق السيادية حسب مجال عملها

يمكن تصنيفها حسب هذا المعيار إلى¹:

1.3.3. صناديق سيادية محلية:

هي صناديق يتركز نشاطها الاستثماري والادخاري داخل البلد.

2.3.3. صناديق سيادية دولية:

وهي صناديق يتركز نشاطها الاستثماري والادخاري خارج البلد .

3.3.3. صناديق مختلطة:

تقوم بأنشطة استثمارية وادخارية داخل وخارج الوطن في نفس الوقت.

4.3. أنواع الصناديق السيادية حسب درجة استقلاليتها

تصنف الصناديق السيادية حسب استقلاليتها إلى²:

1.4.3. صناديق سيادية غير مستقلة:

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

2.4.3. صناديق سيادية مستقلة نسبياً:

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

¹ عبد المجيد قدي، مرجع سابق، ص 3.

² نفس المرجع، ص3.

المبحث الثاني: الاستراتيجيات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية وموقف الدول الغربية منها

فيما بدأ الاقتصاد العالمي يخرج من تحت أنقاض الأزمة المالية، عززت صناديق الثروة السيادية مركزها بوصفها جهات فاعلة وهامة في الأسواق المالية العالمية وما ورائها، وتندرج صناديق الثروة السيادية في فئتين رئيسيتين، الأولى هي الصناديق السلعية الممولة في الغالب من عائدات النفط، أما الثانية فهي الصناديق غير السلعية الممولة أساسا من احتياطات النقد الأجنبي الرسمية وفي بعض الحالات من المعاش التقاعدي والاحتياطات، ورغم أنها لا تشكل سوى أقلية، إلا أن هذه الأخيرة (الصناديق غير السلعية) قد نمت، ولكن بوتيرة أسرع مقارنة بالعقد الماضي، وهو اتجاه من المرجح أن يستمر.

وتعتبر صناديق الثروة السيادية من أهم المستثمرين في الأسواق العالمية، وذلك لحجم الأصول المدارة والتي فاقت 7 تريليون دولار أمريكي بمحافظ استثمارية تشمل قطاعات استثمارية متنوعة.

1. أهم صناديق الثروة السيادية في العالم وتصنيفاتها

وصل عدد الصناديق السيادية عام 1969 إلى ثلاثة فقط، ثم واحد وعشرون صندوقا على مستوى العالم سنة 1999، وحتى عام 2005 كان هناك اثني عشر صندوقا، وقد بلغت سنة 2015 خسة وسبعون صندوقا¹. وفي إحصائيات 2017 فقد أصبح عددها حسب معهد الصناديق السيادية 79 صندوقا سياديا.

والأرقام التي تحدد موجودات الصناديق السيادية تتفاوت بشكل واسع، لاسيما أن عددا كبيرا منها لا يعلن عن حجم أمواله بسبب نقص الشفافية، ولكن تشير إحصائيات مؤسسة الصناديق السيادية (SWF Institute) المتخصصة في دراسة استثمارات الحكومات والصناديق السيادية، إلى أن حجم موجودات هذه الصناديق يقدر بـ 7416.9 مليار دولار سنة 2017²، والجدول الموالي يبين أهم هذه الصناديق وحجم أصولها:

¹ أحمد نصير، يونس زين، صناديق الثروة السيادية كخيار استراتيجي استثماري لتحقيق الاستقرار المالي في زمن انهيار أسعار النفط مداخلية مقدمة لفعاليات الملتقى الدولي الثاني حول "متطلبات تحقيق الإقلاع الاقتصادي في الدول النفطية في ظل انهيار أسعار المحروقات"، جامعة آكلي محند أولحاج البويرة، الجزائر، 29-30 نوفمبر 2016، ص 3.

² Sovereign Wealth Fund Institute, Fund Rankings, "September 2017", www.swfinstitute.org.

الجدول رقم (3-3): أهم صناديق الثروة السيادية وحجم أصولها في سنة 2017 (الوحدة: مليار دولار)

البلد	اسم الصندوق	تاريخ الإنشاء	حجم الأصول	مصدر العوائد
النرويج	صندوق المعاشات الحكومي الإجمالي	1990	954.07	نفط
الإمارات العربية	هيئة استثمار أبوظبي	1976	828	نفط
الصين	شركة الاستثمار الصينية	2007	813.8	عملات أجنبية
الكويت	هيئة استثمار الكويت	1953	524	نفط
السعودية	الشركة القابضة الخارجية "SAMA"	-	514	نفط
سنغافورة	شركة الاستثمار الحكومية لسنغافورة	1981	359	فائض الميزانية
قطر	هيئة الاستثمار القطرية	2005	320	نفط وغاز
الإمارات العربية	شركة دبي للاستثمار	2006	209.2	نفط
سنغافورة	تيماسك القابضة	1974	197	فائض الميزانية
السعودية	صندوق الاستثمار العمومي	2008	183	نفط
الإمارات العربية	شركة مبادلة للاستثمار	2002	125	نفط
كوريا الجنوبية	شركة الاستثمار الكورية	2005	122.3	احتياطي الصرف
الإمارات العربية	مجلس أبوظبي للاستثمار	2007	110	نفط
إيران	الصندوق الوطني للتنمية	2011	91	نفط وغاز
روسيا	صندوق الاستقرار	2008	72.2	نفط
ليبيا	هيئة الاستثمار الليبية	2006	66	نفط
و.م.أ.	صندوق الإسكا	1976	54.8	نفط
الإمارات العربية	هيئة استثمار الإمارات	2007	34	نفط
البحرين	شركة ممتلكات القابضة	2006	10.6	-
الجزائر	صندوق ضبط الموارد	2000	7.6	نفط وغاز
عمان	صندوق استثمار عمان	2006	6	نفط
مجموع الصناديق النفطية			4201.10	
مجموع باقي الصناديق			3215.80	
المجموع الكلي			7416.90	

Source: Sovereign Wealth Fund Institute, Fund Rankings, "September 2017",

www.swfinstitute.org.

من خلال الجدول نلاحظ أن مؤسسة الصناديق السيادية صنفَت صندوق التقاعد الحكومي النرويجي كأكبر صندوق سيادي في العالم بموجودات قدرت بحوالي 954.07 مليار دولار، وهيئة أبوظبي للاستثمار

في المرتبة الثانية بحوالي 828 مليار دولار، تلاه شركة الاستثمار الصينية التي تقدمت بدرجة واحدة إلى المرتبة الثالثة بحوالي 813.8 مليار دولار.

ومن قراءتنا للجدول السابق يمكن تصنيف الصناديق السيادية كما يلي:

1.1. تصنيف الصناديق السيادية حسب الدول المالكة لها

إن عدد الدول التي تمتلك أكثر من صندوق واحد حسب الإحصائيات الأخيرة (2017) يقدر بـ 11 دولة من بين 52 دولة من بينها: الإمارات، الصين، الولايات المتحدة الأمريكية، السعودية، سنغافورة علماً أن هذه البلدان تستحوذ على 40 صندوق من بين 79 صندوق المتواجدة في العالم.

الجدول رقم (3-4): قائمة الدول المتعددة الصناديق

الدولة	عدد الصناديق	قيمة الأصول (مليار دولار)	النسبة %
الإمارات العربية	6	1306.5	17.61
الصين	5	2011.4	27.12
الولايات المتحدة الأمريكية	11	149.6	2.02
السعودية	2	697	9.4
سنغافورة	2	556	7.5
كازاخستان	3	127.6	1.72
روسيا	3	101.4	1.37
أستراليا	2	102.6	1.38
عمان	2	24	0.32
شيلي	2	24.1	0.32
نيجيريا	2	2.9	0.04
المجموع الجزئي	40	5103.1	68.8
مجموع باقي الدول	39	2313.8	31.2
المجموع الكلي	79	7416.9	100

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على الموقع :

Sovereign Wealth Fund Institute, "2017/9/22" "www.swfinstitute.org".

من خلال الجدول نلاحظ أنه يقدر حجم صناديق هذه الدول بـ 5103.1 مليار دولار أمريكي بما يمثل نسبة 68.8% من إجمالي أصول صناديق الثروة السيادية، بينما تتجاوز أصول أربع دول من المجموعة "الإمارات، الصين، السعودية وسنغافورة" 4570.9 مليار دولار وبنسبة 61.63% من إجمالي

الأصول، وهو ما يؤكد مدى قوة وقدرة هذه الدول على التأثير في توجهات معظم صناديق الثروة السيادية الناشطة في العالم.

2.1. تصنيف صناديق الثروة السيادية حسب المورد

يعتبر النفط المورد الرئيسي لغالبية صناديق الثروة السيادية في العالم، ويتضح ذلك من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (3-5): تصنيف صناديق الثروة السيادية حسب المورد

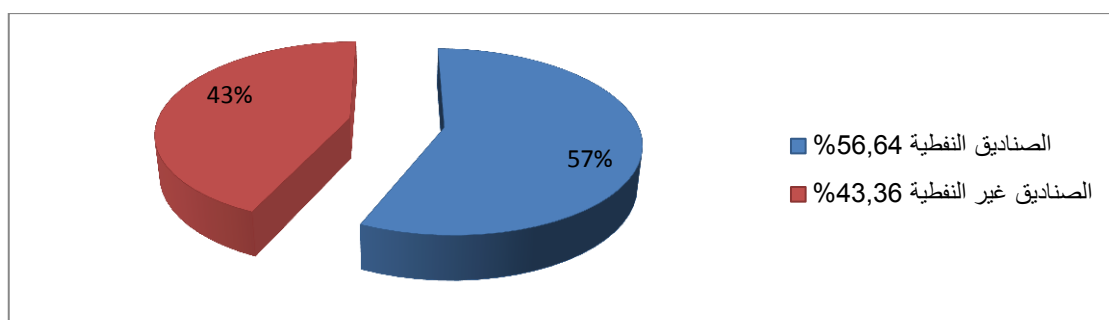
نوع الصندوق	عدد الصناديق	قيمة الأصول (مليار دولار)	النسبة %
صناديق سيادية نفطية	43	4201.1	56.64
صناديق سيادية غير نفطية	36	3215.8	43.36
المجموع	79	7416.9	100

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على:

Sovereign Wealth Fund Institute, "2017/9/22" : "www.swfinstitute.org".

يبين الجدول السابق أن النفط يعتبر المورد الرئيسي لـ 43 صندوقاً سيادياً من بين 79 صندوقاً الموجود حالياً وبنسبة تقدر بـ 56.64% من إجمالي أصول الصناديق السيادية، مما يؤكد استحواذ البلدان النفطية على معظم صناديق الثروة السيادية المتواجدة في العالم، وفي المقابل تعد إيرادات الصادرات السلعية والموارد الطبيعية غير النفطية واحتياطات الصرف الأجنبي المورد الرئيسي لما تبقى من صناديق الثروة السيادية وبنسبة تعادل 43.36% من إجمالي الأصول.

الشكل رقم (3-2): تصنيف صناديق الثروة السيادية حسب المورد



المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على الجدول رقم (3-5).

3.1. تصنيف صناديق الثروة السيادية حسب المناطق الجغرافية

تتواجد صناديق الثروة السيادية في مختلف مناطق العالم إلا أن نسبة توزيعها تتباين من منطقة لأخرى وهو ما يوضحه الجدول التالي:

الجدول رقم (3-6): تصنيف صناديق الثروة السيادية حسب المنطقة الجغرافية

النسبة %	حجم الأصول (مليار دولار)	عدد الصناديق	المنطقة
41.1	3048.7	20	الشرق الأوسط وشمال إفريقيا
39.67	2942.4	16	آسيا
14.23	1056.07	6	أوروبا
2.95	218.9	24	أمريكا الشمالية والجنوبية
2.03	150.83	14	باقي الدول
100	7416.9	79	المجموع

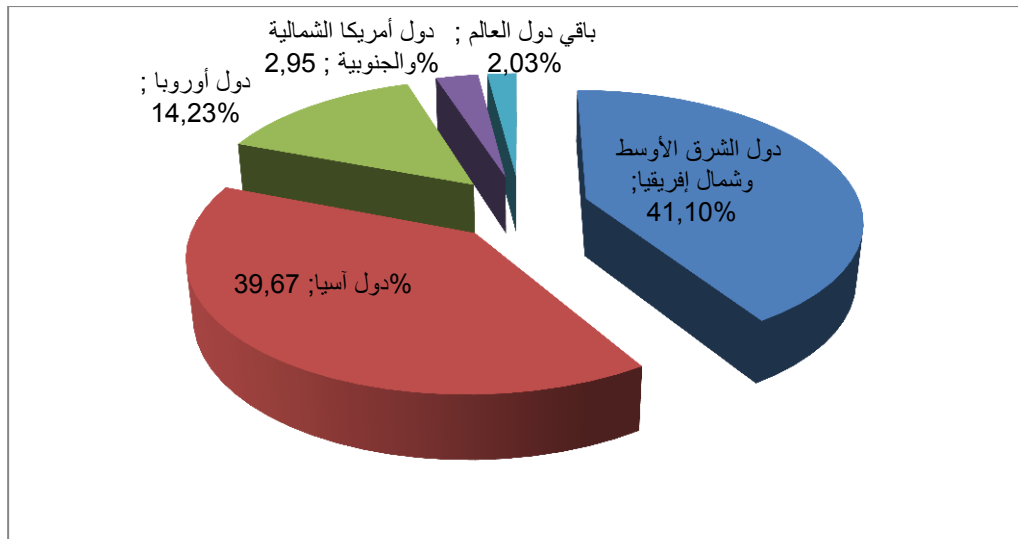
المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على:

Sovereign Wealth Fund Institute, 22 /9/2017 : “www.swfinstitute.org”

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

- منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا: تمتلك 20 صندوقاً بحجم أصول يقدر بـ 3048.7 مليار دولار وبنسبة 41.1% من إجمالي أصول الصناديق السيادية.
 - منطقة آسيا: تتوفر على 16 صندوقاً بحجم أصول يساوي 2942.4 مليار دولار وبنسبة 39.67% من إجمالي الأصول.
 - منطقة أوروبا: تمتلك 6 صناديق بقيمة 1056.07 مليار دولار وبنسبة 14.23 % من إجمالي أصول الصناديق السيادية.
- من خلال ما سبق نلاحظ أن معظم الصناديق السيادية تتركز في دول آسيا وشمال إفريقيا، بحيث تسيطر على 36 صندوقاً بحجم أصول يقدر بـ 5991 مليار دولار أي بنسبة 80.77% من إجمالي الأصول، الأمر الذي يمنح لدول المنطقتين سيطرة شبه مطلقة على قرارات وتوجهات معظم صناديق الثروة السيادية الناشطة على الساحة المالية العالمية.

الشكل (3-3): تصنيف صناديق الثروة السيادية حسب المنطقة الجغرافية



المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على الجدول رقم (3-6).

2. الاستراتيجيات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية

ترتكز الإستراتيجية الاستثمارية للصناديق السيادية على ثنائية العائد/المخاطرة من أجل تحقيق الفعالية في إدارة أصولها لتحقيق الأهداف المنشأة لأجلها، ولهذا انتهجت إستراتيجية التنويع الجغرافي والتنويع القطاعي ومحاولة السيطرة على التغيرات الاقتصادية الدورية والمفاجئة في الأسواق العالمية وسنحاول في هذا المطلب تسليط الضوء على تغير الإستراتيجية الاستثمارية للصناديق السيادية قبل الأزمة المالية العالمية وأثناء الأزمة وبعدها.

1.2. الإستراتيجية الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية قبل الأزمة المالية من 2000 إلى 2006

إن أهم القطاعات الاستثمارية للصناديق السيادية للفترة ما قبل الأزمة المالية العالمية من 2000 إلى غاية 2006، والتي تمثلت في إستراتيجية طويلة الأجل كما تميزت الصناديق السيادية بكونها مستثمر مستقل، واعتمادها على إستراتيجية الشراء (buy and hold) في القطاع المالي، حيث مثلت استثماراتها 19% من مجموع معاملات الصناديق السيادية، وما يعادل 44% من حجم أصولها.

والجدول الموالي يبين إستراتيجية استثمار الصناديق السيادية من 2000 إلى 2006:

الجدول رقم (3-7): الإستراتيجية الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية من 2000 إلى 2006

القطاع / السنة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
خدمات مالية	21%	14%	8%	27%	17%	15%	16%
أصول حقيقية	11%	12%	16%	7%	13%	24%	19%
الصناعة	21%	24%	22%	17%	18%	17%	12%
الطاقة والمرافق الخدمية	9%	12%	5%	10%	8%	8%	7%
أخرى	39%	39%	49%	39%	44%	35%	46%

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على:

- William Miracky E Bernardo Bortolotti, , Weathering the Storm Sovereign Wealth Funds in the global economic crises of 2008 SWF, Monitor-Feem SWF, Milan, Italy, Annual Report 2008, April 2009, p 17.

نلاحظ من خلال الجدول السابق أن الإستراتيجية الاستثمارية للصناديق السيادية خلال هذه الفترة ارتكزت على القطاع الصناعي وقطاع الخدمات المالية وقطاعات أخرى، حيث بلغت نسبة استثماراتها فيهم 21%، 21% و 39% على التوالي سنة 2000، ونسبة 24% و 14% و 39% على التوالي من استثماراتها في هذه القطاعات في سنة 2001، وفي سنة 2002 بلغت نسبة استثمارات الصناديق السيادية في قطاع الصناعة 22% وفي قطاع الخدمات المالية نسبة 8% وفي القطاعات الأخرى 49%، حتى بلغت نسبة استثمارات الصناديق السيادية سنة 2006 في قطاع الخدمات المالية 16% وفي قطاع الصناعة انخفض إلى 12% أما في القطاعات الأخرى بلغت نسبة استثمار الصناديق فيها 46%.

إن الاستثمارات الصناعية أخذت الحظ الأوفر من استثمارات الصناديق السيادية بمتوسط 18.71% لفترة الدراسة، والتي تهدف بالأساس إلى نقل التكنولوجيات والخبرة المعرفية للدولة الأم، وتليها الاستثمارات المالية بمتوسط نسبته 16.85% لفترة الدراسة.

2.2. الإستراتيجية الاستثمارية للصناديق السيادية خلال الأزمة المالية 2008/2007

نص تقرير منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية "OCDE" الصادر في أبريل 2008، أن مساهمة صناديق الثروة السيادية خلال الأزمة في ضخ الكتلة النقدية في المؤسسات المالية كان له أثر إيجابي في تحقيق الاستقرار المالي، وذلك نتيجة تدخلها في الأوقات الحرجة، وكذا في الوقت الذي كان فيه ازدياد التهرب من المخاطرة. كما نص التقرير على أن صناديق الثروة السيادية تؤدي دوراً مهماً في تحقيق النمو

الاقتصادي على المستوى المحلي والدولي. وللتوضيح أكثر لدور هذه الصناديق خلال الأزمة ارتأينا أن نقدم نسبة مساهمة بعض الصناديق السيادية في إعادة رسملة المؤسسات المالية المتعثرة.

الجدول رقم (3-8): مساهمة الصناديق السيادية في إعادة رسملة المؤسسات المالية المتعثرة

البنك	جنسية البنك	الصندوق السيادي	جنسية الصندوق	التاريخ	المبلغ مليار دولار
باركليز	بريطانية	تيماسك	سنغافورة	2007-7-25	2.05
باركليز	بريطانية	بنك التنمية الصيني	الصين	2007-7-25	3.08
باركليز	بريطانية	هيئة الاستثمار القطرية، تحدي	قطر	2008-10-31	6.94
باركليز	بريطانية	هيئة الاستثمار القطرية	قطر	2008-10-31	8.44
سيتي غروب	أمريكية	هيئة الاستثمار أبو ظبي	إماراتية	2007-11-26	7.5
سيتي غروب	أمريكية	شركة الاستثمار الحكومية لسنغافورة	سنغافورة	2008-1-15	6.9
سيتي غروب	أمريكية	هيئة الاستثمار الكويتية	كويتية	2008-1-15	5.6
القرض السويسري	سويسرية	هيئة الاستثمار القطرية وآخرون	قطرية	2008-1-16	8.71
ميريل لينش	أمريكية	تيماسك	سنغافورة	2007-12-24	4.4
ميريل لينش	أمريكية	هيئة الاستثمار الكورية، هيئة الاستثمار الكويتية	كورية، كويتية	2008-1-15	6.6
ميريل لينش	أمريكية	تيماسك	سنغافورة	2008-2-24	0.6
ميريل لينش	أمريكية	تيماسك	سنغافورة	2008-7-28	0.9
مورغان ستانلي	أمريكية	شركة الاستثمار الصينية	الصين	2008-12-19	5.58
يوبي إس	سويسرية	شركة الاستثمار الحكومية لسنغافورة	سنغافورة	2007-12-10	9.75
يوبي أس	سويسرية	صناديق غير محددة	شرق أوسطية	2007-12-10	1.77
يوني كريدي	إيطالية	البنك المركزي الليبي، هيئة الاستثمار الليبي، بنك ليبيا الخارجي	ليبيا	2008-10-17	1.61
المجموع					76.83

Source : Banque de France, Bilan et perspectives des fonds souverains, Focus, 28 novembre 2008, P13.

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن الصناديق السيادية قامت بإنقاذ العديد من المصارف العالمية الكبيرة التي تكبدت خسائر هائلة تقدر بمليارات الدولارات جراء الأزمة المالية العالمية 2008، منها مجموعة "سيتي بنك" بنسبة 20%، و"ميريل لينش" بنسبة 12.5%، و"باركليز" بنسبة 20.51%، و"مورغان ستانلي"

بنسبة 5.58%، ففي ظرف ستة أشهر استثمرت فيها الصناديق السيادية ما قيمته 76,83 مليار دولار في رأس مال المؤسسات المالية الغربية¹ ولولا تدخلها لكان الخطر النظامي للأزمة أكثر أهمية.

وفيما يلي بعض الاستراتيجيات الاستثمارية التي استخدمتها الصناديق السيادية أثناء الأزمة²:

1.2.2. إستراتيجية اشترى واحتفظ (Buy and Hold)

حيث تقوم الصناديق السيادية بشراء أصول مقيمة بأقل من قيمتها، وتحتفظ بها في محفظتها، ثم تعيد بيعها لما ترتفع قيمتها.

2.2.2. إستراتيجية الاستحواذ

لقد شهد الربع الأخير من العام 2008 ميل الحكومات التي تسيطر على صناديق الثروة السيادية إلى استخدام فوائضها المالية للقيام بعمليات استحواذ على نطاق ضيق، بما في ذلك في بلدان منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، والتي من شأنها دعم أهدافها التنموية الاقتصادية. والجدول رقم (3-9) يعرض بعض الأمثلة عن الصناديق السيادية الخليجية التي تمكنت من الاستحواذ على نسب من ملكية عدد من المنشآت والمشاريع الرأسمالية المهمة:

¹ Démaroll , Ibid, P 11.

² جعفر هني محمد، صناديق الثروة السيادية من منظور إسلامي، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 13، 2015، ص12.

الجدول رقم (3-9): نسبة استحواذ عدد من الصناديق السيادية الخليجية في بعض الشركات العالمية أثناء الأزمة 2008

الصندوق السيادي الخليجي	الشركات المستثمر فيها	نسبة الاستحواذ (%)
جهاز أبوظبي للاستثمار	ويسترون أوروبيان البريطانية	16
	أبولو مانجمنت الأمريكية	9
	السويس للإسمنت المصرية	7.6
صندوق الأجيال الكويتي	شركة فيكتوريا السويسرية	23.8
	شركة الفوسفات الأردنية	9.3
	شركة مرسيدس الألمانية	7.2
جهاز قطر للاستثمار	شركة فولكس فاغن الألمانية	15
	شركة هوكتيف الألمانية	10
	دويشيه بنك الألماني	6
	بنك كريديه السويسري	10
صندوق الاستثمارات العامة السعودي	شركة بوسكو للهندسة والإنشاءات الكورية	38
	شركة أوبر للنقل	5

المصدر: عبد الله بن سليمان بن عبد العزيز الباحث، الصناديق السيادية الخليجية ودورها في تحقيق الاستقرار الاقتصادي، مجلة التكامل الاقتصادي، العدد 11، مخبر التكامل الاقتصادي الجزائري الإفريقي جامعة أدرار، الجزائر، سبتمبر 2016، ص 129.

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن الاستثمارات الخليجية في ألمانيا على سبيل المثال لا الحصر إحدى أبرز الاستثمارات الواعدة لتلك الصناديق، إذ استحوذت قطر على نحو 15% من أسهم شركة "فولكس فاغن" لصناعة السيارات، كما قامت بشراء نحو 10% من أسهم شركة "هوكتيف"، وهي إحدى أكبر شركات البناء الألمانية، كما تمتلك قطر حصة 6% في أكبر المصارف الألمانية "الدويشيه بنك" من خلال صفقة بلغت قيمتها 75.1 مليار يورو. وإمارة أبوظبي كانت حاضرة أيضا من خلال استثماراتها في ألمانيا، وشملت تلك الاستثمارات امتلاك نحو 29% من شركة طيران "إير برلين" واستثمارات أخرى في مجال الطاقة المتجددة والصناعات الإلكترونية الدقيقة، حيث يمتلك صندوق "مبادلة" للتنمية المملوكة بالكامل لحكومة إمارة أبوظبي شركة "جلوبال فاوندريز" لصناعة أشباه الموصلات وهي مواد أساسية في صناعة الأجهزة الإلكترونية والرقمية¹. كما نلاحظ من الجدول أن عملية الاستحواذ لم تقتصر فقط على الشركات الغربية فقط وإنما

¹ جعفر هني محمد، مرجع سابق، ص 12.

شملت شركات عربية، مثل استحواذ جهاز أبوظبي للاستثمار على نسبة 7.6% من شركة السويس للأسمنت المصرية، وكذلك صندوق الأجيال الكويتي الذي استحوذ على 9.3% من شركة الفوسفات الأردنية.

3.2.2. إستراتيجية الاستثمار في القطاع الحقيقي

تستثمر صناديق الثروة السيادية في القطاعات الأكثر حساسية ذات العائد المالي والاجتماعي الكبيرين والتي تعود بالنفع للدول المستقبلية، وتحتاج إلى مدخرات هائلة لتمويل خططها التنموية، ومن بين تلك القطاعات، قطاع البنى التحتية والطاقة والتكنولوجيا.

ويوضح الجدول رقم (3-9) الإستراتيجية الاستثمارية للصناديق السيادية خلال الأزمة حسب مختلف القطاعات:

الجدول رقم (3-10): الإستراتيجية الاستثمارية للصناديق السيادية خلال الأزمة المالية 2008/2007

السنة / القطاع	خدمات مالية	أصول حقيقية	الصناعة	الطاقة والخدمات	أخرى
2007	27%	21%	9%	8%	35%
2008	28%	22%	9%	13%	28%

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على:

- William Miracky E Bernardo Bortolotti , Weathering the Storm Sovereign Wealth Funds in the globale conomic crisis of 2008 SWF, Monitor-FEEM SWF, Milan, Italy, Annual Report 2008 April 2009, p 17

نلاحظ من خلال الجدول أن إستراتيجية الاستثمار للصناديق السيادية خلال الأزمة المالية تمثلت في الاستثمار في قطاع الخدمات المالية بنسبة 27%، والأصول الحقيقية بنسبة 21%، وفي القطاعات الأخرى بنسبة 35%.

3.2. الإستراتيجية الاستثمارية للصناديق السيادية بعد الأزمة المالية

تميزت هذه الفترة بأنها نهاية الأزمة المالية العالمية التي انجر عنها خسائر فادحة للصناديق السيادية مما جعلها تتوجه لتغيير الإستراتيجية الاستثمارية.

وتمثلت الإستراتيجية الاستثمارية للصناديق السيادية بالتنوع الاقتصادي، حيث فضلت تخفيض الاستثمارات في القطاعات ذات المخاطر العالية خاصة قطاع المالية والخدمات العقارية التي كانت أهدافاً رئيسية للصناديق السيادية لفترة 2008/2007، إذ استحوذ قطاع الخدمات المالية في سنة 2009 على

نسبة 15% من إجمالي القيمة 10.2 بليون دولار، في المقابل سنة 2008 مثلت الاستثمارات في هذا القطاع أكثر من ثلثي قيمة الاستثمارات ما يعادل 81.7 بليون دولار، وتراجع أيضا الاستثمار في قطاع العقارات بعدما كان 52 صفقة استثمارية بقيمة 9.8 بليون دولار في 2008 إلى 23 صفقة بقيمة 5.9 بليون دولار سنة 2009. وتوجهت الصناديق السيادية لتركيز الاستثمار في قطاعات أخرى كالصناعة مثل صناعة السيارات حيث بلغت الاستثمارات 17.4 بليون دولار بعدما كانت 65 مليون سنة 2008، وارتفاع الاستثمار في موارد الطاقة مثل الفحم والغاز الطبيعي والنفط، وفي قطاع الخدمات بلغت 60 بليون دولار¹. والجدول التالي يوضح الإستراتيجية الاستثمارية للصناديق السيادية للفترة 2009-2014:

الجدول رقم (3-11): الإستراتيجية الاستثمارية للصناديق السيادية 2009-2014 (الوحدة: مليار دولار)

السنة/ القطاع	خدمات مالية	أصول حقيقية	طاقة وخدمات أخرى	أخرى
2009	18	7	60	9
2010	20.5	4.5	17	8
2011	35	13	25	12
2012	15	15	22	8
2013	11	9	24	5
2014	6	34	25	11

Source : Bernardo Bortolotti, Annual Report 2014, Sovereign Wealth Fund Investment Lab Università Bocconi, SIL Bocconi, Torino, Italy, 2015, p 19.

من خلال الجدول نلاحظ أنه في سنة 2014 ارتكزت الاستثمارات بصورة أساسية في الأصول الحقيقية بقيمة 34 مليار دولار وقطاع الطاقة والخدمات 25 مليار دولار، وتميزت هذه السنة بانخفاض أسعار النفط عالميا إلى مستويات غير مسبوقة، حيث بلغ سعر البرميل 49.5 دولار بعد أن كان 105 دولار سنة 2013، ويعود هذا الانخفاض إلى الأسباب التالية²:

- ارتفاع إنتاج الولايات المتحدة الأمريكية للنفط بمقدار الضعف تقريبا خلال الست سنوات الأخيرة وفي الوقت الذي كانت فيه السعودية ونيجيريا والجزائر تتنافس على أسواق الولايات المتحدة الأمريكية تحول التنافس إلى الأسواق الآسيوية، واضطر المنتجون لخفض أسعار النفط في وقت ازداد فيه إنتاج كندا، العراق وروسيا.

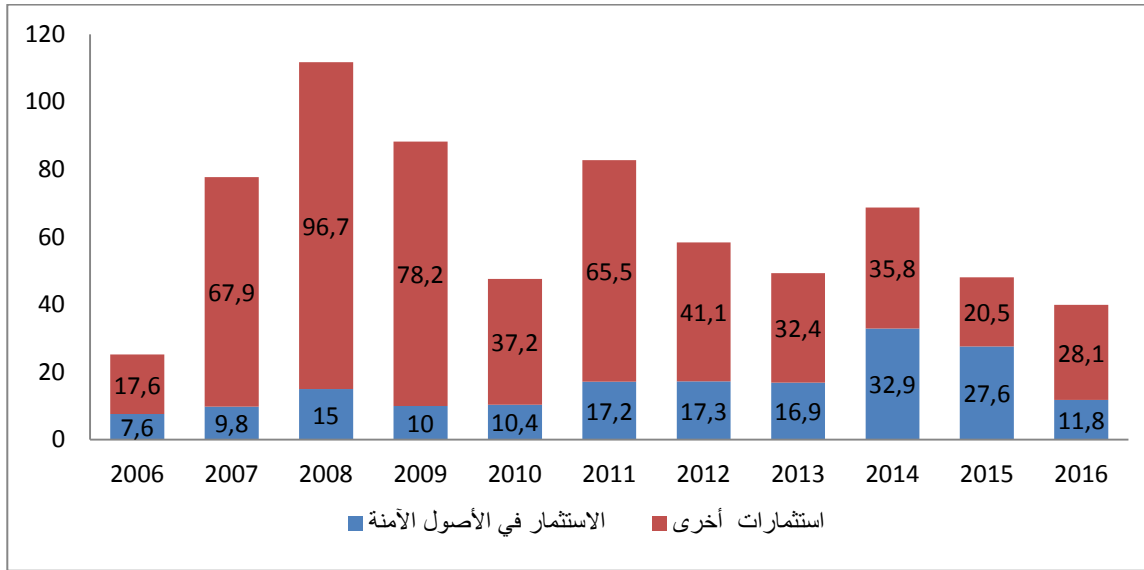
¹ أحمد نصير، يونس زين، مرجع سابق، ص 14.

² نفس المرجع، ص 14.

- ارتفاع سعر صرف الدولار الذي يعتبر من أهم أسباب ضعف الطلب على النفط، ذلك أن برميل النفط مقيم بالدولار مما جعل سعره أعلى لمستخدمي العملات الأخرى.
 - رفض الأوبك خفض الإنتاج أو التدخل لإعادة التوازن للسوق الذي يعاني من الزيادة في الإنتاج.
- وبما أن معظم الصناديق السيادية تعتمد في تمويلها على النفط كمصدر أساسي، فإن انهيار أسعار النفط يؤثر بشكل مباشر على الميزانية العامة وإيرادات الدول النفطية، مما يضطرها إلى القيام بعمليات سحب لتغطية النفقات العامة وتكاليف تمويل المشاريع التنموية للبنية التحتية، والتي بدورها تؤثر على مستويات الاستثمار للصناديق السيادية في ظل عدم التنوع الاقتصادي.
- ومما سبق يمكن أن نلاحظ تغير الإستراتيجية الاستثمارية للصناديق السيادية في السنوات الأخيرة واتجاهها نحو الاستثمار في الأصول الآمنة كما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم (3-4): تطور استثمارات الصناديق السيادية في الأصول الآمنة والأصول الأخرى

(الوحدة: مليار دولار)



Source :- Bernardo Bortolotti , Annual Report 2015, Sovereign Wealth Fund Investment Lab, Università Bocconi, Milan , Italy, 2016, P 20.

- Bernardo Bortolotti , Annual Report 2016, Sovereign Wealth Fund Investment Lab, Università Bocconi, Milan , Italy, 2017, P 25.

من خلال الشكل السابق نلاحظ أن الحجم الإجمالي لاستثمارات الصناديق السيادية العالمية يختلف من سنة إلى أخرى، والملفت للانتباه هو اختلاف توزيع الاستثمارات إذ أنه خلال الفترة الممتدة بين (2006-

(2013) لم تكن هذه الصناديق تخصص للاستثمار في الأصول الآمنة* إلا نسبة قليلة من موجوداتها مقارنة بما تخصصه منها في استثمارات أخرى. أما في سنة 2014 فقد توجهت الصناديق السيادية إلى تخصيص قيمة هامة من موجوداتها للاستثمار في الأصول الآمنة قدرت 32.9 مليار دولار، مقابل 35.8 مليار دولار في الاستثمارات الأخرى. وفي سنة 2015 فاقت قيم الاستثمار في الأصول الآمنة (27.6 مليار دولار) الاستثمارات الأخرى التي قدرت 20.5 مليار دولار من الحجم الإجمالي لاستثمارات الصناديق السيادية وذلك جراء الأزمات المتوالية بالأسواق المالية العالمية، على غرار أزمة 2008، وأزمة الديون السيادية الأوروبية في 2010، وأخيرا الانخفاض غير المسبوق لأسعار النفط في الأسواق العالمية، مما جعل الصناديق السيادية تتجه إلى تخصيص نسب أعلى من موجوداتها للاستثمار في أصول آمنة ذات عوائد مستقرة ومضمونة ومخاطر أقل. غير أنه في سنة 2016 رفعت الصناديق السيادية من استثماراتها الأخرى بقيمة وصلت إلى 28.1 مليار دولار، وخفضت من الاستثمار في الأصول الآمنة بقيمة 11.8 مليار دولار وقد يعود السبب إلى انخفاض قيمة العوائد الناتجة عن الأصول الآمنة.

4.2. مميزات الاستراتيجيات الاستثمارية للصناديق السيادية

من بين المميزات التي تتميز بها الاستراتيجيات الاستثمارية للصناديق السيادية بشكل عام ما يلي¹:

- تعتبر استثمارات الصناديق السيادية استثمارات على المدى الطويل، حيث تعتبر هذه الصناديق رائدة في مجال الاستثمار طويل المدى لما توفره من استقرار تساهمي بالنسبة للمؤسسات التي تمولها ولها دورا استقراريا في الأسواق المالية الدولية.
- للصناديق السيادية أهداف مالية قريبة من المردودية الاقتصادية لرأس المال، فالدور الاستقرارى للصناديق السيادية في الأسواق المالية، لا يبنى على الآجال الطويلة فقط، بل يتضمن في جوهره الإستراتيجية التسييرية لها، مع الأخذ بالاعتبار تضمين الأهداف المالية القريبة من المردودية الاقتصادية لرأس المال، ففي دراسة لصندوق النقد الدولي خلصت إلى أن 29% من الصناديق السيادية محل المساءلة، ليس لها أهداف مالية أخرى إلا تحقيق الربح على المدى الطويل، بالمقابل نجد 42% منها لا تفضل الاستثمار التقليدي الهادف إلى الاكتساح على الأغلبية بهدف التأثير على القرارات الإدارية.

* تشمل الأصول الآمنة مشاريع البنية التحتية والمرافق، وقطاع العقارات والمطاعم والفنادق.

¹ بوغتروس عبد الحق، الاستراتيجيات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية (دراسة تحليلية)، مجلة العلوم الإدارية والاقتصادية، العدد التاسع، جامعة عدن، اليمن، ديسمبر 2012، ص ص 25-26.

- نجد هناك من صنف استثمارات الصناديق السيادية إلى استراتيجيات هجومية وأخرى دفاعية رغم ما تضمنته كل منها من عناصر هجينة في الصندوق الواحد، فقد تختلف تلك العناصر باختلاف الدولة المالكة للصندوق وتبعاً لخصوصية كل صندوق. وبشكل عام شكلت الإستراتيجية الهجومية سلوك جل الصناديق السيادية وإن اختلفت حدتها من صندوق إلى آخر من وجهة نظر الدول المتلقية، بينما شكلت الإستراتيجية الدفاعية محور اهتمام الدول المستقبلة لاستثمارات الصناديق السيادية.

3. موقف الدول الغربية والمنظمات الدولية من صناديق الثروة السيادية

أدى تصاعد وتغلغل نشاط صناديق الثروة السيادية على ساحة الاقتصاد العالمي إلى النظر لطبيعة عملها على أنها مسألة سياسية أكثر من كونها اقتصادية تخضع لقواعد عمل السوق، خاصة في اقتصاديات الولايات المتحدة الأمريكية ودول الاتحاد الأوروبي، باعتبارها ساحة العمل الرئيسية للجزء الأكبر من استثمارات هذه الصناديق ومستقبلها، وحقيقة أهدافها، وخاصة فيما يتعلق بتنامي تلك الصناديق المملوكة لقوى دولية منافسة وصاعدة على الساحة الدولية (الصين وروسيا)، وسعيهما للتواجد بقوة في داخل اقتصاديات الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا.

1.3. مخاوف الدول الغربية بشأن الصناديق السيادية

نظراً لتوقعات تقرير "ستانلي مورغان" بشأن تطور أصول الصناديق السيادية، ازدادت مخاوف الدول الصناعية من كون الصناديق أصبحت عنصراً مهماً للأسواق المالية العالمية. وقد بررت الدول الصناعية مخاوفها بشأن الصناديق السيادية بمجموعة من العوامل أهمها¹:

- الطبيعة الإستراتيجية الكامنة في استثمارات هذه الصناديق، والطموحات الجيوسياسية لمالكها، والأخطار المحتملة على الأمن القومي، خاصة وأن بعضاً من هذه الصناديق مملوك لدول ذات نظم سياسية من الصعب مراقبتها وذات طموحات سياسية واسعة على المستوى العالمي والإقليمي كالصين، وروسيا. حيث تعد الصين دولة صناعية لها ترسانة عسكرية هائلة، تتسابق مع الآخرين في تصنيع وتصدير الأسلحة، وهي قوة نووية وعضو دائم في مجلس الأمن، وتطبق هذه المواصفات على روسيا أيضاً. وتبلغ الصادرات السلعية للصين 969 مليار دولار أي 8% من الصادرات العالمية، وعليه قد يؤدي هذا الوضع العسكري والسياسي والتجاري لروسيا والصين في حالة تنافس تجاري حاد وأحياناً صراع سياسي مع البلدان الصناعية

¹ عبد المجيد قدي، مرجع سابق، ص4.

الغربية، وعلى هذا الأساس يصبح من البديهي أن تستخدم الصناديق السيادية لهاتين الدولتين في تحقيق أهداف سياسية¹.

- عدم تطابق إدارات هذه الصناديق مع مبادئ الحكم الراشد والشفافية، وتأثيرات ذلك على تطورات الأسواق والانكشاف التجاري للدول الصناعية الكبرى، ذلك أن هذه الصناديق تقتقر إلى الإطار القانوني بخلاف المستثمرين المؤسسين. وما زاد في التخوف هو فقدان الولايات المتحدة الأمريكية للهيمنة المالية، حيث إن الرسملة المتراكمة لأكبر 500 مؤسسة عالمية في بداية 2002 توزعت على النحو التالي: 57% للولايات المتحدة الأمريكية، 29% لأوروبا، 3% للدول الصاعدة، أما في 2008 فلقد أصبحت النسب كالتالي: 38% للولايات المتحدة الأمريكية، 32% لأوروبا، 17% للدول الصاعدة²، غير أنه في سنة 2016 بلغت قيمة استثمارات الصناديق السيادية في الأسواق الأجنبية 34.9 مليار دولار من إجمالي استثمارات قدر ب 39.9 مليار دولار، وقيمة 5 مليار دولار فقط في الأسواق المحلية³، وبالتالي معظم استثمارات الصناديق السيادية تتم في الدول المتلقية.

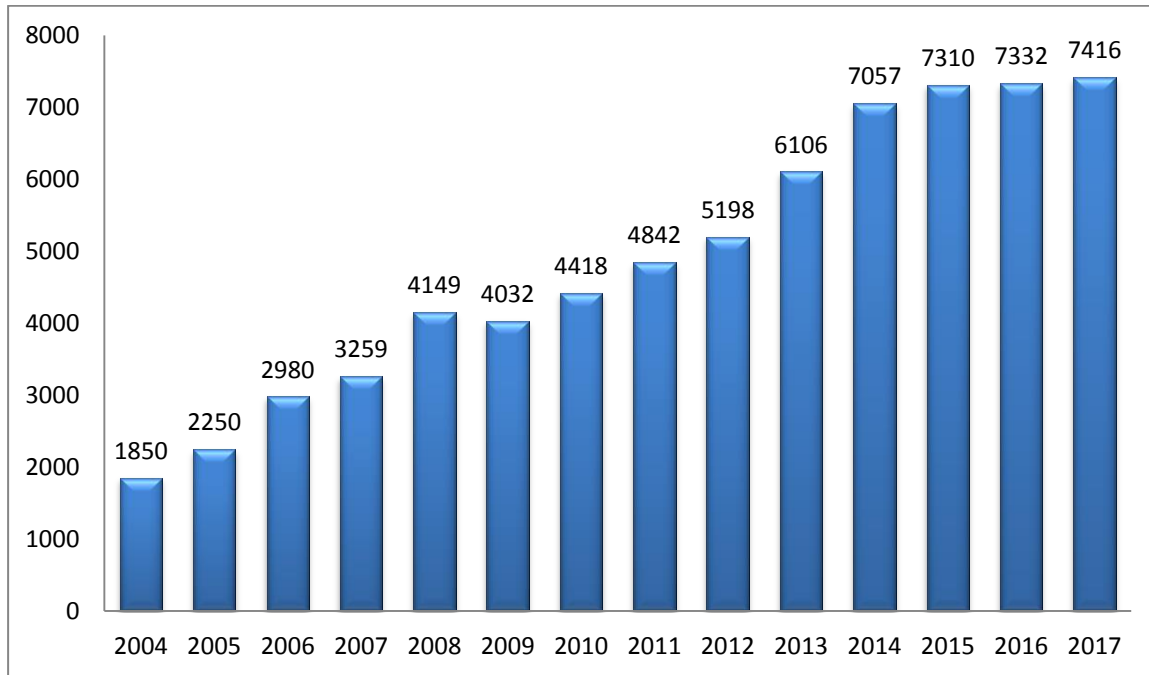
والشكل رقم (3-5) يوضح تطور قيمة أصول صناديق الثروة السيادية للفترة (2004-2017):

¹ سفين برينت، حيث يتكلم المال، صناديق الثروة السيادية العربية في خطاب العولمة، مركز كارينغي للشرق الأوسط، بيروت، أكتوبر 2008.

² Véron Nicolas, Les fonds souverains réhabilités par la crise, La tribune, 7 Janvier 2008.

³ Bernardo Bortolotti, , Annual Report 2016, Sovereign Wealth Fund Investment Lab, Università Bocconi, , Milan , Italy, 2017, p 31.

الشكل رقم (3-5): تطور قيمة أصول الصناديق السيادية للفترة (2004-2017) (مليار دولار)



المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على: - معهد صناديق الثروة السيادية، مرجع سابق.

- أحمد نصير، سليمان زواري فرحات، مرجع سابق، ص 4.

يبين الشكل أعلاه تطور قيمة صناديق الثروة السيادية خلال الأربعة عشر سنة الأخيرة، فمن 1850 مليار دولار عام 2004 إلى 7416 مليار دولار سنة 2017، أي تضاعفت قيمتها ما يقارب الأربع مرات فهي تشهد نمو سريع من سنة لأخرى، خاصة في الفترة الممتدة بين (2005-2014) بسبب ارتفاع أسعار البترول، وتنافسية سلع دول جنوب شرق آسيا في الأسواق العالمية، ما أدى باقتصاديات هذه الدول إلى تحقيق فوائض مالية كبيرة، وكذا رواج فكرة استغلال هذه الفوائض في شكل صناديق للثروة السيادية. وهذا الاتجاه التصاعدي في أصول الصناديق زاد من اهتمام الرأي العام والخاص، الداخلي وخاصة الخارجي، إذ يكمن الاهتمام الداخلي من خلال المحافظة عليها والسعي إلى تعظيم عوائدها، ومراقبة إدارة أصولها من قبل القائمين عليها، باعتبارها مكلفة بإدارة المال العام والمحافظة عليه. أما الاهتمام الدولي فيتمثل في مخاوف ومتطلبات الدول المتلقية لاستثمارات هذه الصناديق، وكذا الهيئات المالية الدولية وعلى رأسها صندوق النقد الدولي ومنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية.

2.3. مواقف الدول الغربية من الصناديق السيادية

لعل أبرز المواقف الغربية من الصناديق السيادية نجد:

1.2.3. الموقف السويسري: اتخذ المجلس الفدرالي السويسري في 30 جانفي 2008 قرارا بالمراقبة الدقيقة لنمو الصناديق السيادية وقدر بأنه ليس من المتعجل وضع تدابير تشريعية خاصة بها، ونصح المصالح الفدرالية بالمساهمة في المناقشات الجارية على المستوى الدولي والمتعلقة بوضع معايير الشفافية والممارسات التجارية لهذه الصناديق¹.

2.2.3. الموقف الفرنسي: قامت الجمعية الوطنية الفرنسية بدراسة واعية للصناديق السيادية وأصدرت بشأنها نصا تم إقراره في 30 جويلية 2008 تضمن:

- دعوة الدول الأعضاء في اللجنة الأوروبية إلى تقديم مساهمات مشتركة في أعمال التفكير الجارية في إطار صندوق النقد الدولي حول إعداد قواعد بالممارسات السلبية للصناديق.
- يعد من الإيجابي تخصيص الدول المالكة للصناديق جزءا هاما من عوائدها ومواردها للتنمية المحلية، مع ضرورة إبقاء هذه الاستثمارات مفتوحة على الشركاء الدوليين.
- يعتبر 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 الإستراتيجية بهدف استكمال التشريعات الوطنية التي لا تتوافق مع القواعد الأوروبية للمنافسة.

3.2.3. الموقف الأوروبي:

- قامت هيئات الاتحاد الأوروبي ببلورة موقف مشترك من الصناديق السيادية، يقوم على:
- السعي المشترك لتحديد القطاعات الحساسة والإستراتيجية المحمية واعتماد مفهوم موحد للأمن الاقتصادي.
- دعم دور صناديق رأسمال المخاطرة الداعمة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الإستراتيجية، وتوفير الظروف الملائمة لتعبئة متزايدة للادخار الوطني لتمويل المؤسسات.
- اعتماد مبدأ المعاملة بالمثل بالضغط على الدول المالكة للصناديق السيادية للانفتاح أكبر أمام استثمارات الدول الأخرى.
- إجبار الصناديق السيادية على التزام مجموعة من قواعد السلوك (شفافية، حوكمة ... إلخ).

¹ Economies nisse, Dossier politique: Les fonds souverains, N°8, 7 Mai 2008, P1.

4.2.3. موقف الولايات المتحدة الأمريكية: تتطلب مساهمات الصناديق السيادية موافقة لجنة الاستثمارات الخارجية، ولقد عملت الولايات المتحدة الأمريكية على الاجتماع بممثلي الصناديق السيادية لسنغافورة وأبي ظبي بهدف إقرار إعلان مبادئ مشتركة حيث تضمن الاجتماع¹:

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

5.2.3. الموقف الألماني: تعد ألمانيا أول دولة كان لها رد فعل ضد هذه الصناديق خاصة عند محاولة تملك صندوق الثروة السيادي الصيني (CIC) دوتش بنك تيليكوم (Deutsche telecom)، فقد أعلنت حكومة (Angel Merkel) على قانون لمراقبة الاستثمار الأجنبي لصناديق الثروة السيادية، والذي يمنع الأجانب تملك الشركات المحلية إذا كانت الصفقة تمثل خطراً على مصلحة الدولة أو لحمايتها وتجاوزت 25% من أسهم الشركة.

وحسب تقرير صندوق النقد العربي الصادر في مارس 2008 شهدت مصارف غربية كبيرة خسائر هائلة تقدر بمئات المليارات من الدولارات جراء أزمة الرهن العقاري، منها مجموعة "سي تي بنك و"ميريل لينش" و"كريدي سويس"، وقد تحركت صناديق الثروة السيادية بشكل سريع لإنقاذ هذه المصارف الغربية بشكل أكثر سرعة حتى من تحرك صندوق النقد الدولي، لذا ترى الدول الغربية أن تحرك هذه الصناديق كان يهدف إلى تحقيق عوائد كبيرة نتيجة لتدهور أسهمها، لكن ما حصل في الواقع هو أن الصناديق السيادية قد تكبدت خسائر من وراء إنقاذ هذه المصارف، ومنه يبدو أن مخاوف الدول الغربية من صناديق الثروة السيادية لا تستند إلى مبررات عقلانية بل في أغلب الأحيان تبدو متأثرة بنزعات سياسية حمائية تعمل بشكل قد يكون غير مقصود من مصالح هذه الدول نفسها، خاصة أن هذه الصناديق تسيير مجتمعة حسب الإحصاءات المذكورة في مجلة بنك "Revue banque" خلال سنة 2007 حوالي 4% من مجموع الأصول الموجودة في العالم. وتمثل 1,6% من مجموع عمليات الاندماج والاستحواذ "Acquisition et fusion" خلال نفس السنة أي أنه حتى وإن افترضنا بأن هذه الصناديق أرادت أن تحرك استثماراتها بشكل مفاجئ فإن ذلك لن يكون له

¹ Démarolle, 2008, Ibid, P18.

تأثير يذكر، ومن ثمة فإن المخاوف من مثل هذا التحرك مبالغ فيها إلى حد كبير، خاصة عندما نتعرف على المزايا المتعددة المرتبطة باستثمارات صناديق الثروة السيادية، كتحقيق التوازن المالي بين دول الفائض ودول العجز، بالإضافة إلى أنها تمثل مستثمرا طويل الأجل مستعدا لتحمل تقلبات السوق قصيرة الأجل الأمر الذي يمثل عامل استقرار للأسواق المالية¹.

3.3. موقف المنظمات الإقليمية والدولية

تدعم الهيئات والمنظمات الدولية على غرار صندوق النقد الدولي والبنك الدولي كل سياسة أو آلية تؤدي إلى زيادة حجم التدفقات العالمية لرؤوس الأموال وفقا لقواعد معينة يتعين على جميع الأطراف احترامها سواء كانت بنوك، صناديق تأمين، صناديق معاشات، صناديق مضاربة وحتى صناديق الثروة السيادية، إلا أن أبرز انشغال تديبه هذه المنظمات تجاه صناديق الثروة السيادية يتمثل في عدم التزامها بقواعد المساواة والإفصاح والتخوف من استغلال هذه الصناديق لأغراض سياسية، لذلك حاولت هذه المنظمات بالإضافة إلى منظمات أخرى على غرار منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية وبالتنسيق مع الدول المالكة للصناديق وضع قواعد وتنظيمات متفق عليها لتحسين حوكمة هذه الصناديق وبالتالي التقليل من مخاوف وشكوك البلدان المستقبلية لاستثمارات الصناديق والمنظمات الإقليمية والدولية².

4.3. موقف المؤسسات المالية الأخرى

تعتبر المؤسسات المالية المنافسة على غرار صناديق المضاربة، والتقاعد، والبنوك، ومؤسسات التأمين صناديق الثروة السيادية شريك استثماري وزبون 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 انشغالات تديبها هذه المؤسسات تتمثل أساسا في التخوف من حصول الصناديق على امتيازات استثنائية في البلدان أو الأسواق المستقبلية لاستثمارات الصناديق تؤدي إلى الإخلال بقواعد المنافسة بالإضافة إلى إمكانية تأثير الصناديق على حيوية ونشاط الأسواق المالية من خلال الاحتكار والتحكم في تسعير الأصول المالية³.

¹ عبد الله بلوناس، حاج موسى نسيم، واقع صناديق الثروة السيادية العربية في ظل أزمة الرهن العقاري، المؤتمر العلمي السادس حول "التحديات التي تواجه منظمات الأعمال المعاصرة الأزمة المالية العالمية والآفاق المستقبلية"، جامعة فلادلفيا 13-14 ماي 2009 ص19.

² بوفليخ نبيل، دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية الواقع والآفاق مع الإشارة إلى حالة الجزائر، مرجع سابق ص112.

³ نفس المرجع.

المبحث الثالث: استثمارات الصناديق السيادية في الأسواق العالمية وعرض بعض التجارب الدولية

في عصر التغيرات التكنولوجية السريعة، تتخذ صناديق الثروة السيادية مسارات استثمارية جديدة لتواكب التبعات الاقتصادية والمالية لهذه التغيرات. وتكمن أهمية هذه الصناديق في أنها تهدف إلى تمكين الحكومات من تنويع الاستثمارات خارج الاقتصاديات الوطنية، والبحث عن آفاق عائدات مثيرة للاهتمام في مختلف دول العالم وبطرق متنوعة تضمن المحافظة على ثروة الأجيال القادمة وتنميتها. حيث تلعب الصناديق السيادية دوراً مهماً في الأسواق المحلية والأسواق العالمية، فهي تؤثر على الاقتصاد والتنمية سواء بالنسبة للدول المالكة لها، أو الدول المستقبلة لاستثماراتها، كما تقوم بدور رئيسي في استقرار النظام المالي العالمي.

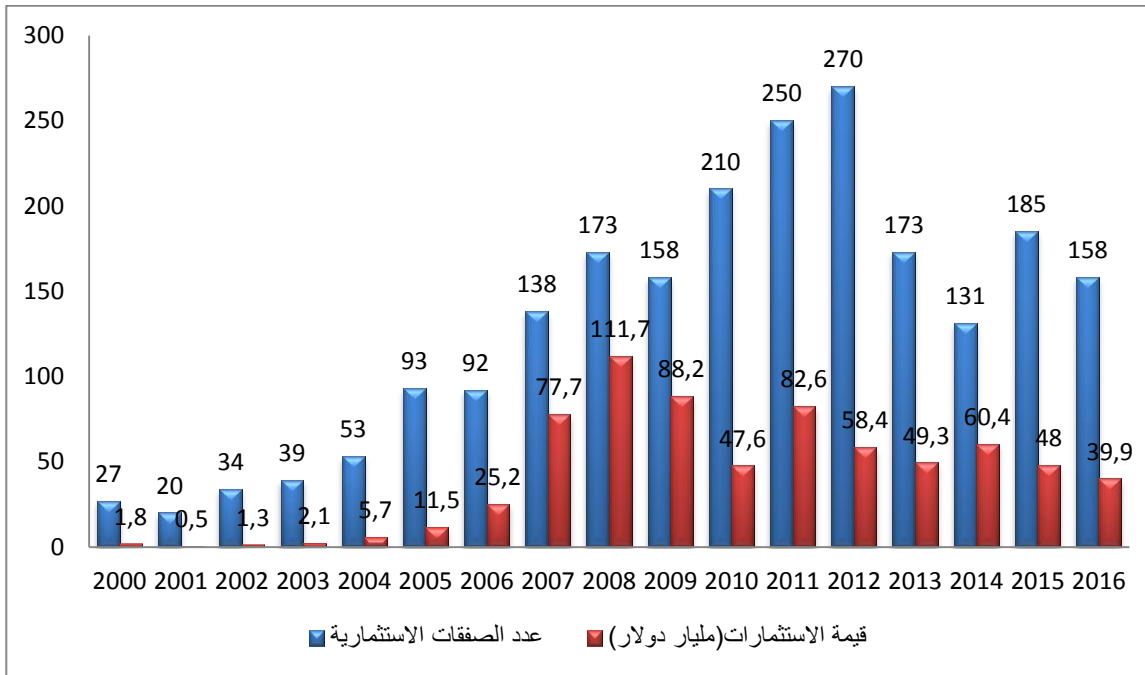
1. استثمارات الصناديق السيادية في الأسواق العالمية

شكل تأسيس منظمة التجارة العالمية في التسعينات من القرن الماضي، والتي ألغت القيود المفروضة على حركة رؤوس الأموال والتجارة الدولية بين مختلف دول العالم، دافعا قويا للصناديق السيادية في أن تتجه نحو الاستثمار الخارجي، من خلال تملك حصص في الشركات الكبرى والمؤسسات المالية العالمية ذات العوائد المرتفعة، إذ استطاعت أن تستثمر في مختلف المجالات مثل أسواق الأسهم والسندات، وفي قطاع العقارات، وفي مجال الطاقة والمؤسسات الصناعية الكبرى، كما توزعت استثمارات هذه الصناديق في مختلف دول العالم في آسيا وأوروبا والولايات المتحدة الأمريكية.

1.1. تطور استثمارات الصناديق السيادية

اختلفت قيمة استثمارات الصناديق السيادية حسب تغير حجم الصفقات الاستثمارية من سنة لأخرى وذلك حسب الظروف التي تمر بها هذه الأخيرة، ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل رقم (3-6):

الشكل رقم (3-6): تطور الاستثمارات المباشرة للصناديق السيادية خلال الفترة (2000-2016)



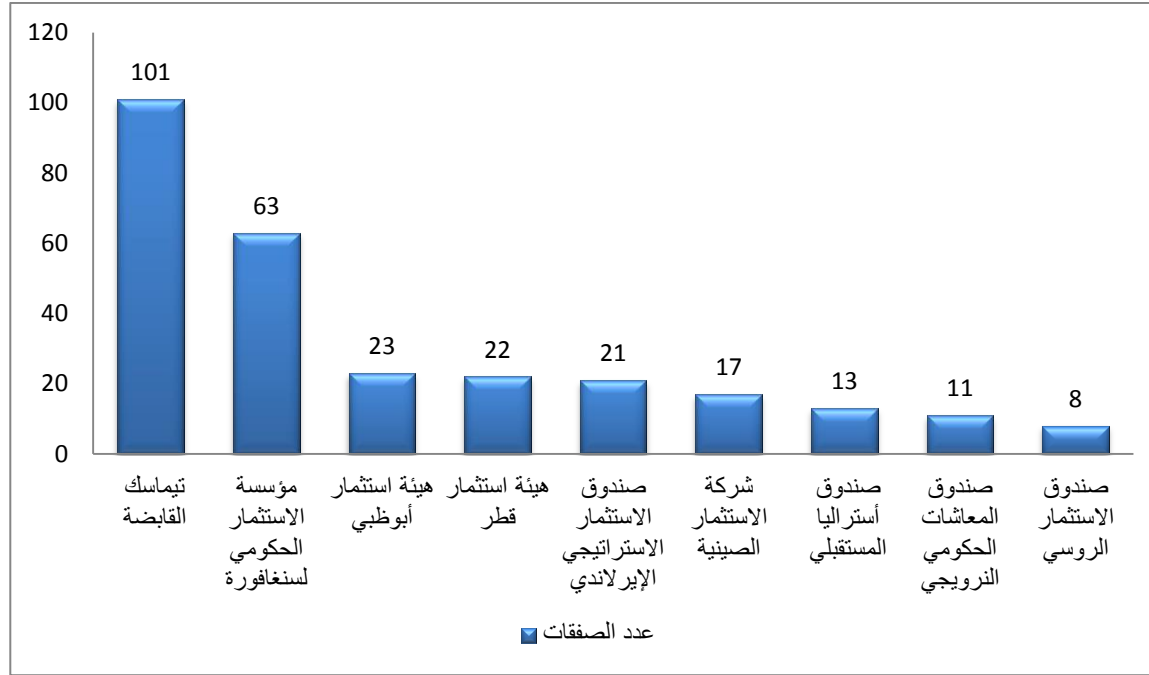
Source : Bernardo Bortolotti, Annual Report 2016, ibid, p 16.

من خلال الشكل السابق نلاحظ ارتفاع قيمة استثمارات الصناديق السيادية* خلال الفترة (2000-2016) حيث بلغت ذروتها سنة 2008 بقيمة 111.7 مليار دولار مسجلة بذلك 173 صفقة استثمارية، ثم انخفضت بعد ذلك بسبب تداعيات الأزمة المالية العالمية، وكذلك في الفترة الممتدة من 2014 إلى 2016 فنلاحظ انخفاض في قيمة الاستثمارات حيث قدرت سنة 2016 بـ 39.9 مليار دولار وذلك راجع إلى اضطراب الأسواق المالية العالمية بسبب انخفاض أسعار البترول والذي يعتبر المحدد الحاسم لاستثمارات معظم صناديق الثروة السيادية وبالتالي تراجع النمو في تراكم الأموال، إلى جانب الاضطرابات السياسية. ولكن بشكل عام يمكن أن نلاحظ تزايد النشاط الاستثماري لصناديق الثروة السيادية من حيث الارتفاع الإجمالي في عدد المعاملات الاستثمارية المسجلة خلال الفترة (2000-2016) والتي بلغ عددها 2204 صفقة بمبلغ إجمالي قدره 711.9 مليار دولار.

* شملت عينة الدراسة التي أجرتها جامعة (Bocconi) تحت إشراف (Bernardo Bortolotti) سنة 2016 على 21 صندوقاً سيادياً حول العالم.

وحسب التقرير* الصادر عن "Javier Santiso, Javier Capapé" من مخبر الصناديق السيادية بجامعة (IE Business School) بإسبانيا فقد تم تصنيف الصناديق السيادية الأكثر نشاط واستثمارا خلال سنتي 2016 و 2017 من حيث عدد الصفقات المنجزة في الشكل رقم (3-7):

الشكل رقم (3-7): أكثر الصناديق السيادية استثمارا خلال سنتي 2016 و 2017 من حيث عدد الصفقات



Source : Javier Santiso, Javier Capapé , Sovereign Wealth Funds 2017, Sovereign Wealth Lab , IE Business School, investin Spain, p18, Over web site 12 /8/2018 : <http://www.investinspain.org>.

من خلال الشكل السابق نلاحظ أن الصناديق السيادية بسنغافورة استحوذت على أكبر عدد من الصفقات* خلال سنتي 2016 و 2017، حيث بلغت عدد صفقات صندوق تيماسك 101 صفقة موزعة على قطاعات النمو الرئيسية مثل التكنولوجيا والخدمات المالية غير المصرفية والتجارة الالكترونية، وتعتبر الولايات المتحدة الأمريكية الوجهة الرئيسية لمعظم هذه الصفقات¹، يليه صندوق الاستثمار الحكومي لسنغافورة ب 63 صفقة، حيث استثمر ما نسبته 34% من محفظته الاستثمارية في الولايات المتحدة الأمريكية، و 12% في أوروبا². كما صنفت هيئة استثمار أبوظبي وهيئة استثمار قطر وشركة الاستثمار

* أجريت الدراسة على عينة تتكون من 26 صندوقا سياديا حول العالم.

* حسب تقرير "Javier Santiso, Javier Capapé" فقد تم تسجيل 290 صفقة سنة 2016 موزعة على عينة الدراسة.

¹ Javier Santiso, Javier Capapé , Sovereign Wealth Funds 2017, ibid, p15.

² Ibid.

الصينية ضمن الصناديق الأكثر استثماراً سنتي 2016 و 2017 بمجموع صفقات 23،22 و 17 صفقة على التوالي، إذ أعلن صندوق الاستثمار الصيني في سنة 2016 أنه استثمر في 16 مشروعاً استثمارياً بمبلغ إجمالي قدره 5 مليار دولار، وكانت هذه الاستثمارات في قطاع البنية التحتية في الموانئ والسكك الحديدية والاتصالات في أوروبا وأمريكا اللاتينية¹.

كما يمكن توضيح استثمارات هذه الصناديق السيادية ومختلف الشركات المستثمر فيها خلال سنة 2016 في الجدول التالي:

الجدول رقم (3-12): استثمارات بعض الصناديق السيادية خلال سنة 2016

اسم الصندوق السيادي	اسم الشركة المستثمر فيها	قيمة الاستثمار (مليون دولار)
هيئة استثمار قطر	Rosneft	11.000
شركة الاستثمار الصينية مؤسسة الاستثمار الحكومي لسنغافورة هيئة استثمار قطر	Asciano	9.405
مؤسسة الاستثمار الحكومي لسنغافورة	MultiPlan Inc	7.500
صندوق أستراليا المستقبلي شركة الاستثمار الصينية	Port of Melbourne	7.400
شركة الاستثمار الصينية مؤسسة الاستثمار الحكومي لسنغافورة	Nova Transportador do Sudeste SA (Petrobras)	5.190
شركة الاستثمار الصينية هيئة استثمار قطر	Cadent Gas (National Grid)	4.523
شركة الاستثمار الصينية	Zhejiang Ant Small & Micro Financial Services	4.500
هيئة استثمار أبوظبي	LeasePlan Corporation	4.117
صندوق الاستثمار العام	Uber	3.500
تيماسك القابضة	Meituan-Dianping	3.300

Source : Javier Santiso, Javier Capapé , Sovereign Wealth Funds 2017, ibid, p21.

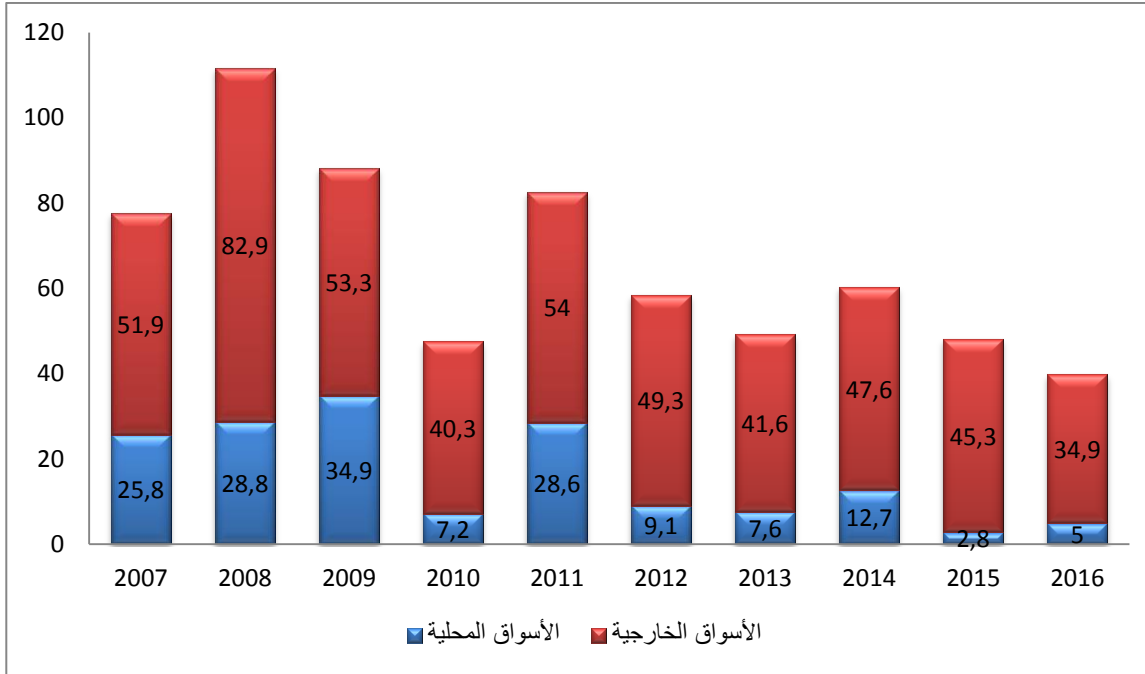
2.1. تطور استثمارات الصناديق السيادية في الأسواق المحلية والأسواق الخارجية

تقوم الدول المالكة للصناديق السيادية بالاستثمار إما من خلال أسواقها المحلية، أو توجيه استثماراتها للأسواق الخارجية، والشكل رقم (3-8) يوضح توزيع استثمارات الصناديق السيادية بين الأسواق المحلية والأسواق الخارجية خلال الفترة (2007-2016):

¹ Ibid, p 18.

الشكل رقم (3-8): تطور استثمارات الصناديق السيادية في الأسواق المحلية والأسواق الخارجية خلال الفترة (2007-2016)

(الوحدة: مليار دولار)



Source : Bernardo Bortolotti, Annual Report 2016, ibid, p 31.

من خلال الشكل السابق نلاحظ أن صناديق الثروة السيادية تحبذ الاستثمار في الأسواق الخارجية أكثر من أسواقها المحلية، إذ بلغت قيمة الاستثمار فيها سنة 2016 حوالي 34.9 مليار دولار أي ما نسبته 87.5% من إجمالي الاستثمارات بعدما كانت النسبة 66.8% سنة 2007، أما الأسواق المحلية فبلغت قيمة الاستثمار فيها 5 مليار دولار أي ما نسبته 12.5% بعدما كانت 33.2% سنة 2007، وذلك راجع إلى ارتفاع قيمة العوائد والفرص الاستثمارية في الأسواق الخارجية. وهذه النتيجة لا تنطبق على كل الصناديق السيادية فهناك البعض منها يميل للاستثمار في الداخل على حساب الاستثمار في الخارج مثل صندوق ضبط الموارد في الجزائر، وصندوق مبادلة لإمارة أبوظبي.

3.1. التوزيع القطاعي لاستثمارات الصناديق السيادية في الأسواق المحلية والأسواق الأجنبية

تهتم صناديق الثروة السيادية بالاستثمار في مختلف القطاعات سواء في الأسواق المحلية أو الأسواق الأجنبية ولكن بنسب مختلفة، والجدول رقم (3-13) يوضح التوزيع القطاعي لاستثمارات الصناديق السيادية خلال سنة 2016:

الجدول رقم (3-13): التوزيع القطاعي لاستثمارات الصناديق السيادية في الأسواق المحلية والأسواق الأجنبية خلال سنة 2016

(الوحدة: مليار دولار)

القطاع	الاستثمار في الأسواق المحلية		الاستثمار في الأسواق الخارجية	
	النسبة	القيمة	النسبة	القيمة
الخدمات	0.335	6.7%	15.6	44.7%
العقارات	0.02	0.4%	8.725	25%
النقل	2.055	41.1%	4.083	11.7%
البنية التحتية والمرافق	–	–	2.617	7.5%
البنوك والتأمينات	1.145	22.9%	0.942	2.7%
الاتصال	1.115	22.3%	0.698	2%
قطاعات أخرى	0.33	6.6%	2.268	6.5%
مجموع قيمة الاستثمارات	5 مليار دولار	100%	34.9 مليار دولار	100%

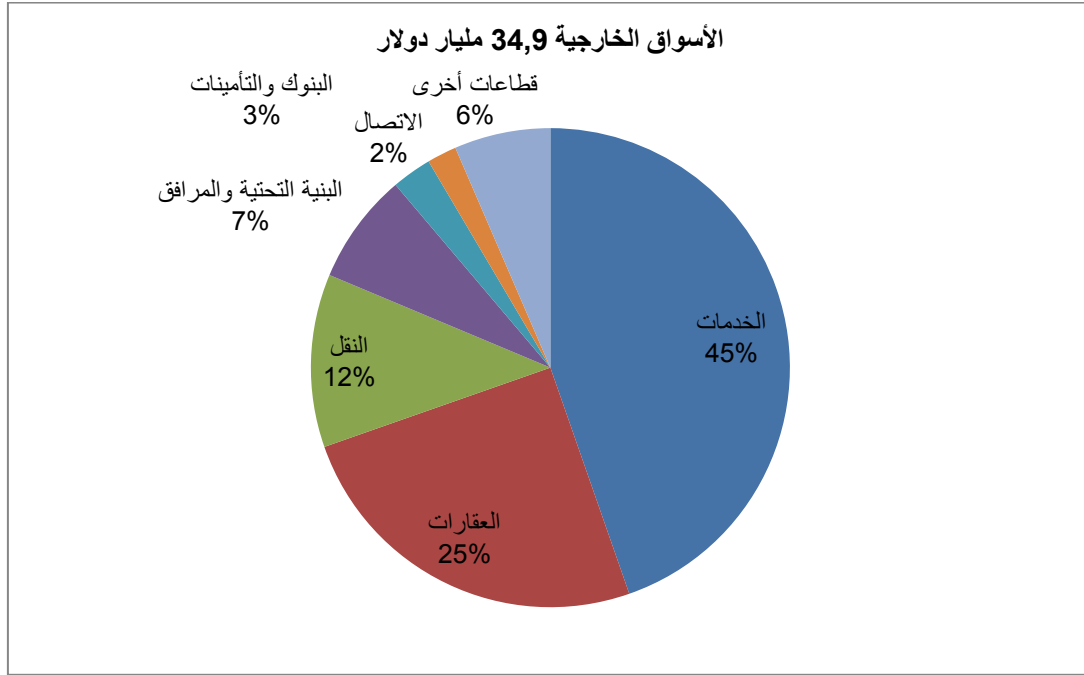
المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على:

– Bernardo Bortolotti, Annual Report 2016, ibid, p 28.

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن صناديق الثروة السيادية تستثمر في مختلف القطاعات، غير أن نسبة الاستثمار في هذه القطاعات تختلف في الأسواق الخارجية والأسواق المحلية، حيث نجد أن الصناديق سنة 2016 ركزت على الاستثمار في الأسواق الأجنبية على قطاع الخدمات الذي تحصل على أكبر نسبة (44.7%) أي ما قيمته 15.6 مليار دولار من إجمالي الاستثمارات الخارجية، يليه قطاع العقارات* بنسبة (25%)، من جهة أخرى تركز الصناديق السيادية استثماراتها في أسواقها المحلية على قطاع النقل بنسبة 41.1% أي ما قيمته 335 مليون دولار من إجمالي الاستثمارات المحلية، يليه قطاع البنوك والتأمينات بنسبة 22.9%، ثم قطاع الاتصال بنسبة 22.3%.

* كان قطاع العقارات يستحوذ على النسبة الأكبر من الاستثمار في السنوات السابقة إلا أن الإستراتيجية الاستثمارية للصناديق السيادية تتغير من سنة لأخرى حسب الظروف السائدة في الأسواق العالمية.

الشكل رقم (3-9): التوزيع القطاعي لاستثمارات الصناديق السيادية في الأسواق المحلية والأسواق الأجنبية خلال سنة 2016



Source : Bernardo Bortolotti, Annual Report 2016, ibid, p 28.

4.1. توزيع أصول صناديق الثروة السيادية في الأسواق المالية

تقوم معظم صناديق الثروة السيادية بالاستثمار في الأسواق المالية من خلال مجموعة من الأصول مثل الأسهم والسندات والاستثمار في الأسواق الخاصة، والجدول رقم (3-14) يوضح توزيع أصول الصناديق السيادية خلال الفترة (2002-2015):

جدول رقم (3-14): توزيع أصول الصناديق السيادية في الأسواق المالية خلال الفترة

(الوحدة:مليار دولار)

(2015-2002)

السنوات الأصول	2002		2007		2012		2014		2015	
	النسبة	القيمة	النسبة	القيمة	النسبة	القيمة	النسبة	القيمة	النسبة	القيمة
السندات	48%	311	40.46%	963	29.7%	1267	29.02%	1633	28.4%	1598
الأسهم	42.6%	276	47.43%	1129	46.43%	1981	44.63%	2511	42.9%	2414
الأسواق الخاصة	9.4%	61	12.11%	288	23.87%	1018	26.35%	1483	28.7%	1615
المجموع	100%	648	100%	2380	100%	4266	100%	5627	100%	5627

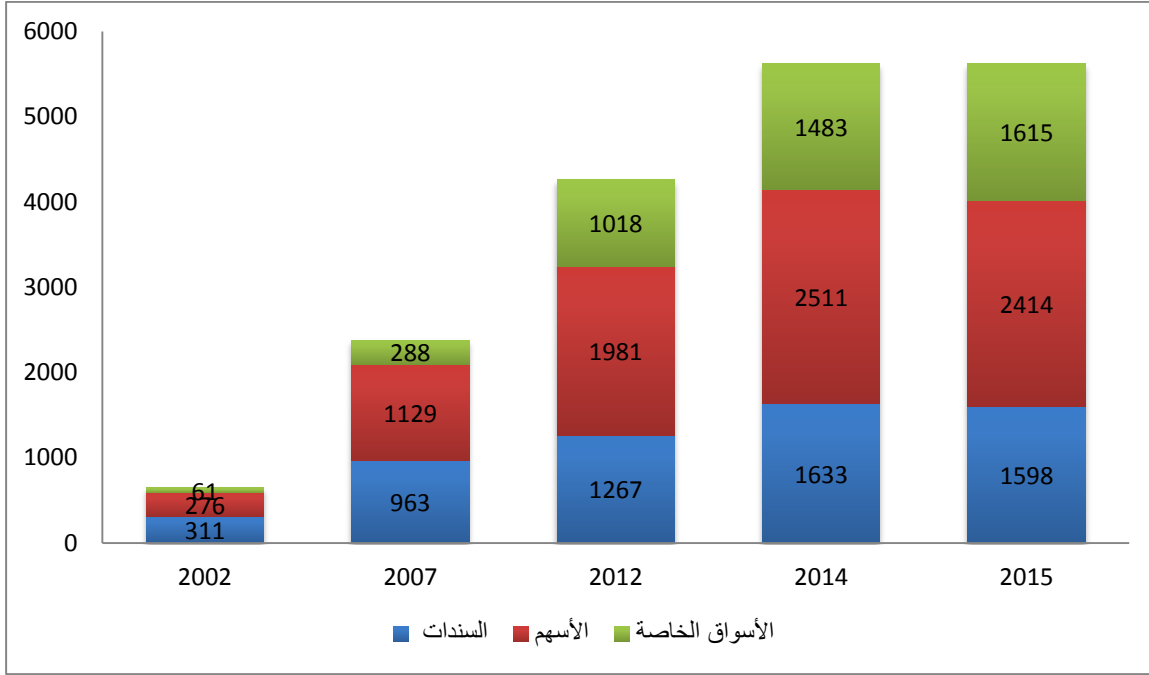
المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على:

- Elliot Hentov, How do Sovereign Wealth Funds1 Invest? A Glance at SWF Asset Allocation, Official Institutions Group, December 2015, p1.

- Javier Santiso, Javier Capapé , Sovereign Wealth Funds 2016, Sovereign Wealth Lab , IE Business School, investin Spain, p24. Over web site 12 /8/2018 : <http://www.investinspain.org>

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن النمو السريع في إجمالي أصول الصناديق السيادية أدى إلى نمو وتنوع مخصصات أصولها في الأسواق المالية في جميع المجالات، بسبب اختلاف وجهات النظر حول فرص السوق وإدارة المخاطر، حيث تتوزع هذه الأصول بين الأسهم والسندات والاستثمار في الأسواق الخاصة، إلا أن نسبة الاستثمار تختلف من أصل لآخر ومن سنة لأخرى بسبب اختلاف الظروف السائدة في الأسواق المالية، إذ نلاحظ أنه في الفترة الممتدة من (2002-2007) كانت معظم الصناديق تركز استثماراتها في الأسهم والسندات بنسب تتراوح بين (40%-48%) أما الاستثمار في الأسواق الخاصة فكان يستحوذ على النسبة الأقل تراوحت بين (9.4%-12.11%)، غير أنه خلال الأزمة العالمية التي هزت الأسواق المالية (2008) وزيادة درجة المخاطرة أدت إلى زيادة تخصيص أصول صناديق الثروة السيادية في الأسواق الخاصة، أما في الفترة الممتدة بين (2012-2015) انخفضت نسبة الاستثمار في السندات لتستقر عند 28% أي ما قيمته 1598 مليار دولار سنة 2015 وذلك بسبب انخفاض معدلات الفائدة في الأسواق المالية، في حين بقيت الأسهم تستحوذ على نسبة الاستثمار الأكبر تراوحت بين (43%-46%) بقيمة متوسطة قدرها 2302 مليار دولار، في حين ارتفعت نسبة الاستثمار في الأسواق الخاصة سنة 2015 إلى 28.7% من إجمالي أصول صناديق الثروة السيادية.

الشكل رقم (3-10): توزيع أصول الصناديق السيادية في الأسواق المالية خلال الفترة (2002-2015)



المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على الجدول رقم (3-14)

2. عرض بعض التجارب الدولية للاستثمار في الصناديق السيادية

إن القيام بدراسة أداء واستثمارات صناديق الثروة السيادية في الأسواق العالمية يتطلب دراسة تجارب بعض دول العالم، وفي نفس السياق سنقوم بدراسة تجارب كل من هيئة استثمار أبوظبي، وصندوق مبادلة وفي الفصل الموالي سيتم التطرق لتجربتي صندوق المعاشات الحكومي النرويجي وصندوق ضبط الموارد في الجزائر بالتفصيل.

ومبررات اختيار هذه الصناديق تكمن في كونها تملك خبرة كبيرة في مجال تسيير وإدارة صناديق الثروة السيادية، إذ تعتبر هيئة استثمار أبوظبي ثاني أكبر صندوق في العالم ويعد ذلك دافعا للإطلاع على تجربتها وتحديد مدى نجاحها في إدارة ثروتها المالية، إلى جانب اعتبار صندوق مبادلة يصنف ضمن الصناديق الأكثر شفافية حسب مؤشرات الحوكمة العالمية الخاصة بالصناديق السيادية.

1.2. عرض تجربة هيئة استثمار أبوظبي

تسيطر إمارة أبوظبي على مجموعة من الصناديق السيادية أهمها: هيئة أبوظبي للاستثمار وهو ثاني أكبر صندوق في العالم، وشركة مبادلة للتنمية (Moubadala) وهو أصغر حجماً وأكثر مغامرة وشفافية وشركة أبوظبي العالمية للاستثمارات البترولية (IPIC). على مدى عدة عقود تم تأسيس الصناديق الثلاثة لإدارة عائدات الإمارة من النفط والغاز، وتعزيز موقعها في أسواق النفط الإقليمية والعالمية والإسهام في تنويع اقتصاد أبوظبي بعيداً عن المخاطر التي تمثلها أسواق النفط المتقلبة.

تأسست هيئة استثمار أبوظبي (ADIA*) سنة 1976 بهدف الاستثمار في أصول إمارة أبوظبي من خلال إستراتيجية الاستثمار التي تركز على تحقيق العوائد على المدى الطويل وهي مؤسسة استثمارية عالمية متنوعة، مهمتها استثمار الأموال نيابة عن حكومة إمارة أبوظبي، وتوفير الموارد المالية اللازمة للتأمين والحفاظ على الرفاه المستقبلي للإمارة، ومنذ نشأتها قامت الهيئة ببناء سمعة قوية في الأسواق العالمية كمستثمر موثوق ومسؤول¹، حيث تستثمر الهيئة 75% من أصولها في الخارج².

1.1.2. حوكمة هيئة استثمار أبوظبي

تعتمد مبادئ حوكمة هيئة الاستثمار لأبوظبي على توضيح مهام وصلاحيات مختلف الأقسام والمصالح المكونة للهيئة، وعلاقتها بحكومة أبوظبي، حيث تنفذ الهيئة برنامجها الاستثماري بشكل مستقل عن حكومة إمارة أبوظبي أو الكيانات الأخرى التي تستثمر أيضاً نيابة عن الحكومة. وتسد للعضو المنتدب بموجب القانون مسؤولية تنفيذ سياسة هيئة استثمار أبوظبي وإدارة شؤونها، بما في ذلك القرارات المتعلقة بالاستثمارات، ويقوم بدور الممثل القانوني لها في التعاملات. للهيئة استقلالية تامة عن متطلبات الإنفاق الحكومي (الموازنة العامة)، وأصولها لا تصنف ضمن الاحتياطات الأجنبية.

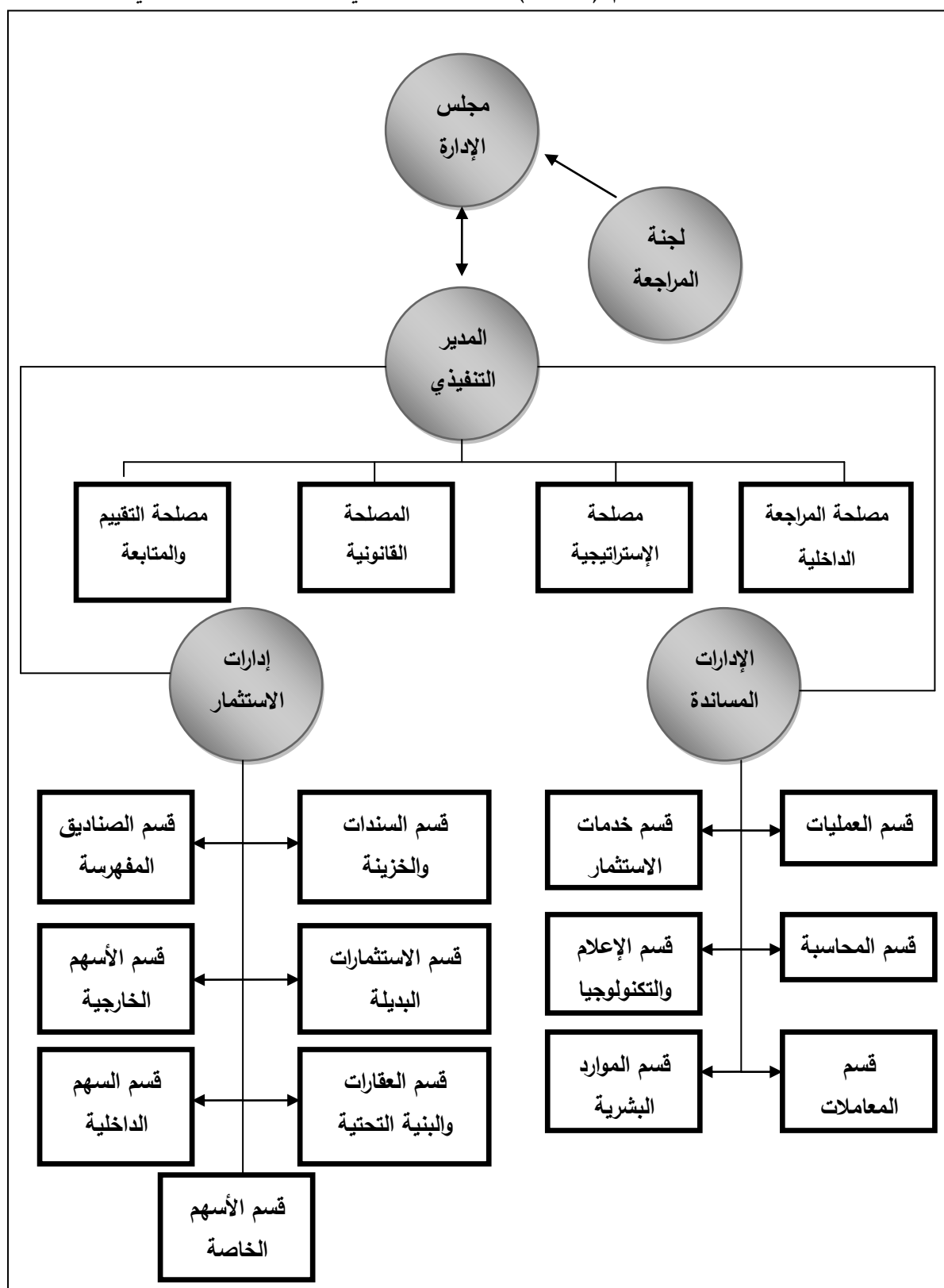
والشكل الموالي يوضح الهيكل التنظيمي للهيئة ومختلف الأقسام والمصالح المكونة لها:

* ADIA : Abu Dhabi Investment Authority.

¹ Abu Dhabi Investment Authority, Annual Review 2012, Abu Dhabi, United Arab Emirates, 2013, P5.

² Khalid A. Alsweilem and others, A comparative study of sovereign investor models: Sovereign fund profiles, The Center for International Development and The Belfer Center for Science and International Affairs, Harvard Kennedy School, 2014, p 5.

الشكل رقم (3-11): الهيكل التنظيمي لهيئة استثمار أبوظبي



Source : Abu Dhabi Investment Authority, Annual Review 2016, Abu Dhabi, United Arab Emirates, p 43.

يتكون الهيكل التنظيمي لهيئة استثمار أبوظبي من الأقسام والمصالح التالية:

- **مجلس الإدارة:** يعتبر أعلى سلطة في الهيئة ويترأسه حاكم إمارة أبوظبي الذي يقوم بتعيين الأعضاء بموجب مرسوم أميري، وتتمثل مهام مجلس الإدارة في إعداد استراتيجيات وسياسات الاستثمار الخاصة بالهيئة، و تقييم أدائها ومراقبة نشاطاتها دون التدخل مباشرة في الجانب العملي والتنفيذي.
- **لجنة المراجعة:** ترتبط مباشرة بمجلس الإدارة، مكلفة بمراقبة ومراجعة مختلف العمليات التي تقوم بها الهيئة، وتقييم أداء المدير التنفيذي وفريقه، علماً أنها تقدم تقارير دورية لمجلس الإدارة.
- **المدير التنفيذي:** يعتبر المسؤول المباشر عن إدارة الهيئة وهو مطالب بتنفيذ إستراتيجيات الاستثمار ومختلف التوجيهات الصادرة عن مجلس الإدارة مع اعتباره عضواً في المجلس، وفي نفس الوقت مسؤولاً أمامه.
- **مصلحة الشؤون القانونية:** مكلفة بالمراقبة القانونية لأعمال الهيئة وتوفير الحماية القانونية لاستثماراتها.
- **مصلحة المراجعة الداخلية:** مكلفة بمراجعة أداء مختلف أقسام الهيئة وتقديم تقارير دورية للمدير التنفيذي.
- **مصلحة الإستراتيجية:** يتمثل دورها في تقييم استراتيجيات الاستثمار المتبعة وتقديم اقتراحات التعديل للمدير التنفيذي.
- **مصلحة التقييم والمتابعة:** تعمل على تقييم ومتابعة تطور أداء مختلف أقسام الهيئة بالتنسيق مع قسم المراجعة الداخلية.
- **الإدارات المساندة:** تتكون من مجموعة مصالح مكلفة بتوفير الدعم المادي والمالي للهيئة، بالإضافة إلى الإشراف على التسجيل المحاسبي لمختلف الأعمال، وتسيير نظام معلومات الهيئة باستخدام التكنولوجيات الحديثة في هذا المجال.
- **إدارة الاستثمارات:** يعتبر أهم قسم بالهيئة يضم مصالح متنوعة تشرف على إدارة مختلف الاستثمارات سواء محافظ الأسهم والسندات التابعة للهيئة في الأسواق المالية العالمية والمحلية، أو المحفظة العقارية، أو إدارة الاستثمارات في صناديق الاستثمار الأخرى.

2.1.2. الإستراتيجية الاستثمارية لهيئة استثمار أبوظبي

تمنع اللوائح المنظمة لعمل الهيئة من الاستثمار داخل البلد، لذلك فإن إستراتيجية الاستثمار في الهيئة تركز على الاستثمار الخارجي في أصول متنوعة بغرض تخفيض المخاطر، علماً أن أهم مبدأ ترتكز عليه الإستراتيجية يتمثل في المحفظة المرجعية وهي المحفظة التي تستند عليها الهيئة في تكوين محفظة الاستثمار الفعلية، كما تتميز إستراتيجية الاستثمار المطبقة في الهيئة بالمرونة وإمكانية التعديل وفقاً للظروف الاقتصادية السائدة¹، كما تتطلب الإستراتيجية الاستثمارية توازناً دقيقاً بين الانضباط والمرونة، فالانضباط يضمن تحقيق عوائد طويلة الأجل من جهة، والمرونة للتكيف مع التغيرات الكبرى على المدى البعيد من جهة أخرى.

ويكون تنفيذ إستراتيجية الاستثمار في الهيئة بالاستعانة بمدراء أجنبية بالنظر للخبرات والمعارف التي يكتسبها هؤلاء والتي لا يمكن للهيئة اكتسابها بسهولة، كما يساعد تقاسم إدارة وتسيير الاستثمارات بين الهيئة والمدراء الأجانب على التقليل من المخاطر الناتجة عن تركيز إدارة الاستثمارات في الهيئة، وفي الواقع فإن 60% من استثمارات الهيئة هي بعهدة مدراء خارجيين في مختلف مناطق العالم، علماً أن الهيئة تطبق رقابة مستمرة تعتمد على المتابعة اليومية للأداء².

كما يتم إعداد إستراتيجية الاستثمار من خلال تكوين محفظة مرجعية متناسبة مع أهداف الهيئة، علماً أن مراجعة وتعديل هذه المحفظة تتم من قبل قسم الإستراتيجيات. إذ تتضمن المحفظة المرجعية الاستثمار في أصول متنوعة وفي أماكن متعددة وضمن مجالات محددة يتعين على الهيئة أن لا تتجاوزها، والجدول رقم (3-15) يوضح أصول المحفظة المرجعية لهيئة استثمار أبوظبي:

¹ بوفليخ نبيل، دور صناديق الثروة السيادية في تمويل إقتصاديات الدول النفطية الواقع والأفاق مع الإشارة إلى حالة الجزائر، مرجع سابق، ص 179.

² Abu Dhabi Investment Authority, ibid, p 30.

الجدول رقم (3-15): أصول المحفظة المرجعية لهيئة استثمار أبوظبي لسنة 2016

الأصول	الحد الأعلى	الحد الأدنى
أسهم الأسواق المتقدمة	42%	32%
أسهم الأسواق الناشئة	20%	10%
أسهم الأسواق الصغيرة	5%	1%
سندات حكومية	20%	10%
قروض	10%	5%
استثمارات بديلة	10%	5%
أصول عقارية	10%	5%
أسهم خاصة	8%	2%
البنية التحتية	5%	1%
سيولة نقدية	10%	0%

Source : Abu Dhabi Investment Authority, Annual Review 2016,ibid, p3.

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن هيئة استثمار أبوظبي تركز على الاستثمار في مجموعة متنوعة من الأصول ولكن بنسب متفاوتة، حيث تحبذ الاستثمار في أسهم الأسواق المتقدمة بنسبة تتراوح بين (32%-42%) لما يحقق لها من عوائد مرتفعة، تليها أسهم الأسواق الناشئة بنسبة تتراوح بين (10%-20%)، أما باقي الأصول فنسبة استثمار الهيئة فيها منخفضة تتراوح بين (0%-10%).

وتتوزع استثمارات هيئة أبوظبي للاستثمار في عدة مناطق حول العالم، والجدول التالي يوضح ذلك:

الجدول رقم (3-16): التوزيع الجغرافي لأصول المحفظة المرجعية لهيئة استثمار أبوظبي سنة

2016

المنطقة	الحد الأدنى	الحد الأعلى
أمريكا الشمالية	35%	50%
أوروبا	20%	35%
دول آسيا المتقدمة	10%	20%
الأسواق الناشئة	15%	25%

Source : Abu Dhabi Investment Authority, Annual Review 2016,ibid, p3.

تسعى هيئة استثمار أبوظبي إلى الاستثمار في مختلف مناطق العالم وكغيرها من الصناديق السيادية التي تحبذ الاستثمار في الأسواق الخارجية خاصة المتقدمة منها، حيث تم توزيع المحفظة المرجعية للهيئة

سنة 2016 في أمريكا الشمالية التي تحتل المركز الأول بحصة من 35% إلى 50% من الاستثمارات وفي المقابل وصلت حصة أوروبا إلى ما بين 20% إلى 35% في 2016، وتراوحت حصة أسواق دول آسيا المتقدمة والأسواق الناشئة بين 10% و20%.

3.1.2. استثمارات هيئة استثمار أبوظبي

تعتبر هيئة استثمار أبوظبي ثاني أكبر صندوق سيادي في العالم بعد صندوق التقاعد الحكومي النرويجي، بقيمة أصول قدرت خلال الفترة (2016-2017) بـ 828 مليار دولار، حيث تشير البيانات المتوفرة على أن الهيئة صنفت من بين أنشط الصناديق السيادية وأكثرها استثماراً خلال السنوات الأخيرة (2015-2017)، حيث قامت بالاستثمار في 16 صفقة سنة 2015¹، و 23 صفقة خلال الفترة 2016-2017، إذ توزعت هذه الصفقات في مختلف القطاعات مثل العقارات والبنية التحتية، والجدول رقم (3-17) يوضح مساهمة هيئة استثمار أبوظبي في بعض الشركات العالمية خلال الفترة (2015-2017):

الجدول رقم (3-17): مساهمة هيئة استثمار أبوظبي في الشركات العالمية خلال الفترة (2015-2016) (الوحدة: مليون دولار)

السنة	الشركة المستهدفة	البلد المستثمر فيه	قيمة الاستثمار	القطاع
2015	Hong Kong Hotels-	هونغ كونغ	2.390	العقارات
	Marriott Hotels-	نيويورك وميامي	750	العقارات
	TransGrid-	أستراليا	1.4	البنية التحتية
2016	Alrosa PJSC-	روسيا	813	الموارد الطبيعية
	Pharmaceutical Product - Development (PPD)	و.م.أ.	550	الصناعة
	3 Milan real estate assets-	إيطاليا	380	العقارات
	Greenko Energy -	-	230	الخدمات
	LeasePlan Corporation -	لوكسمبورغ	4.117	-

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على:

- Javier Santiso, Javier Capapé , Sovereign Wealth Funds 2016,, ibid, p17.
- Javier Santiso, Javier Capapé , Sovereign Wealth Funds 2017, ibid, p20.

من خلال الجدول رقم (3-17) نلاحظ أن هيئة استثمار أبوظبي قامت بالاستثمار في أكبر الشركات العالمية في مناطق مختلفة من العالم، مركزة بذلك على الاستثمار في قطاع العقارات، وذلك راجع إلى ارتفاع

¹ Javier Santiso, Javier Capapé, Sovereign Wealth Funds 2016, ibid, p14.

² Javier Santiso, Javier Capapé , Sovereign Wealth Funds 2017,, ibid, p18.

عوائد هذا القطاع ومستوى أداء الشركات المستثمر فيها، ومن الملاحظ أيضا أن استثمارات الهيئة كانت بالاشتراك مع صناديق سيادية أخرى، فمثلا سنة 2016 قامت الهيئة بالاستثمار في شركة (AlrosaPJSC) مع صندوق مبادلة وصندوق الاستثمار المباشر الروسي بقيمة استثمار قدرت بـ 813 مليون دولار، أما الاستثمار في شركة (Pharmaceutical Product Development (PPD)) فكان إلى جانب صندوق الاستثمار الصيني بمبلغ قدره 550 مليون دولار، في حين الاستثمار في شركة (3 Milan real estate assets) فكان مع هيئة استثمار قطر وصندوق النفط في أذربيجان بمبلغ قدره 380 مليون دولار، وأخيرا استثمار 230 مليون دولار في شركة (Greenko Energy) إلى جانب صندوق الاستثمار الصيني¹.

4.1.2. تقييم أداء هيئة استثمار أبوظبي

من خلال دراسة تجربة هيئة استثمار أبوظبي نلاحظ أن حجم الصندوق يساهم في زيادة وزن الإمارات في النظام المالي والاقتصادي العالمي، ويحمي الاقتصاد من خطر الصدمات الخارجية الناتجة عن تقلبات أسعار البترول كون الصندوق يعتبر من الصناديق النفطية. كما أن قيام الصندوق على هيكل تنظيمي متطور واستعانتة بالخبرة الأجنبية في استثمار موارده، يساعده على رفع العوائد وتقليل المخاطر في الأسواق العالمية. من جهة أخرى تتميز الهيئة بعدم نشر التقارير الفصلية والسنوية عن الأداء والنتائج المحققة مما يؤدي إلى التقليل من مستوى الشفافية والإفصاح، ورغم تحسن أداء الصندوق في مؤشرات الحوكمة الخاصة بالصناديق السيادية، إذ أحرزت هيئة استثمار أبوظبي تقدما بارزا في مؤشر ترومان وانتقلت من نسبة أداء 9% سنة 2007 إلى نسبة 58% في سنة 2015، وكذلك مؤشر لينبرغ مادويل الذي انتقلت فيه من مجموع 4 نقاط سنة 2010 إلى 6 نقاط أواخر سنة 2016، إلا أن الهيئة بحاجة إلى بذل المزيد من الجهود للارتقاء بمستوى الحوكمة والشفافية المطلوبة.

2.2. عرض تجربة الصندوق السيادي "مبادلة" لإمارة أبوظبي

يعد صندوق "مبادلة" شريكا فاعلا لمجموعة مختارة من الشركات العالمية، التي تقوم معه باستثمارات مهمة على الصعيد البشري والمالي، لتعزيز القدرات والإمكانيات في قطاعات رئيسية ذات أهمية كبيرة لعملية النمو والتنويع الاقتصادي في إمارة أبوظبي.

1.2.2. تعريف الصندوق السيادي "مبادلة"

تأسس الصندوق السيادي "مبادلة" في عام 2002 من قبل حكومة أبوظبي، بهدف المساهمة في الجهود الرامية لتحقيق التنويع الاقتصادي في إمارة أبوظبي، كما يتولى الصندوق مهمة تعزيز إمكانيات النمو

¹ Ibid.

في الإمارة، والمساهمة في جهود الحكومة نحو تحقيق أهدافها الاجتماعية والاقتصادية، في حين تم تصميم استثمارات الصندوق لتحقيق أرباح مستدامة على المدى البعيد، فإن هذه الاستثمارات إلى جانب توظيفها مع التطبيق الكامل لمعايير النزاهة والحوكمة، فإنها توفر أيضا عوائد اجتماعية ملموسة لإمارة أبوظبي ودولة الإمارات العربية المتحدة، وتبلغ قيمة محفظة صندوق "مبادلة" التي تركز على الاستثمار والتنمية في العديد من القطاعات على أكثر من 465.5 مليار درهم إماراتي سنة 2017 أي حوالي 126.7 مليار دولار أمريكي، وتنشط الشركة في 13 قطاع أعمال، وتنتشر أعمالها في أكثر من 30 دولة حول العالم، بهدف تحقيق القيمة على الأمد البعيد للجهة المساهمة وهي حكومة أبوظبي¹.

2.2.2. حوكمة صندوق "مبادلة"

يصنف صندوق "مبادلة" من الصناديق الأكثر شفافية في العالم حسب مؤشر الشفافية "لينبرغ مادويل" حيث تحصل على أعلى درجة "10+" من 2010 إلى غاية 2017 (أنظر الجدول رقم (3-19)). وهو أمر يؤكد على أن مستوى أداء وشفافية صندوق الثروة السيادي يرتبط بدرجة كبيرة بمستوى الأداء الاقتصادي للبلد المالك له، حيث تحرص "مبادلة" على تطبيق قيم الشفافية والنزاهة في كل صفقة تقوم بها، هذا ما زاد في عدد الشراكات التي يعقدها الصندوق بالتعاون مع شركات عالمية المستوى في مختلف أرجاء العالم، مما أثر على استقراره وأسلوب إدارته الفعالة لمحفظة الاستثمارية.

ويمكن تقييم مستوى حوكمة صندوق مبادلة من خلال دراسة الهيكل التنظيمي ومهام وصلاحيات الأقسام والمصالح المكونة للصندوق كالتالي²:

أ- **مجلس الإدارة:** يتولى مجلس إدارة "مبادلة" مسؤولية التوجيه والإشراف على الشركة، نيابة عن الجهة المساهمة وهي حكومة أبوظبي، وهو مسؤول عن جميع جوانب الأعمال التي تقوم بها الشركة بما في ذلك حوكمة الشركات، حيث يقوم المجلس بشكل سنوي بمراجعة التوجه الاستراتيجي للشركة وخططها وإقرارها ويترأسه ولي عهد أبوظبي الشيخ "محمد بن زايد آل نهيان".

ب- **لجنة الاستثمار:** إن لجنة الاستثمار في "مبادلة" مكلفة من قبل مجلس الإدارة بمراجعة وتحليل وإقرار الإجراءات المتعلقة بإستراتيجية وقرارات الاستثمار، إضافة إلى المتابعة المتواصلة للأداء المالي والتشغيلي للشركة. ويرأس لجنة الاستثمار الرئيس التنفيذي للمجموعة والعضو المنتدب، وتضم في عضويتها الرئيس المالي للمجموعة، والمستشار القانوني العام، ورئيس الموارد البشرية، بالإضافة إلى الرؤساء التنفيذيين

¹ الموقع الرسمي لشركة مبادلة "2017/9/28": www.mubadala.com

² نفس المرجع.

لقطاعات الأعمال، وتتمثل مهمة اللجنة بضمان تحقيق التوافق والتآزر على امتداد القطاعات التي تعمل بها الشركة.

ت- قطاعات الأعمال: يتمحور هيكل أعمال "مبادلة للاستثمار" حول أربعة قطاعات أعمال عالمية تغطي جميع مصالح الشركة. وتتيح هذه القطاعات للشركة توسيع نطاق محفظتها الاستثمارية وإدارتها لتحقيق النمو مع المحافظة على أعلى المعايير العالمية في مجال حوكمة الشركات وإدارة المخاطر، وتتمثل هذه القطاعات في:

- الاستثمارات البديلة والبنية التحتية: تضم محفظة "مبادلة للاستثمار" في هذا القطاع شركات تعمل في ثلاثة مجالات، وهي الاستثمارات المالية، الرعاية الصحية، العقارات والبنية التحتية.

- قطاع البترول والبتروكيماويات: يعد هذا القطاع أحد الركائز الأساسية التي تقوم عليها أعمال "مبادلة" حيث يستند إلى خبرة كبيرة تحظى بها أبوظبي في قطاع النفط والغاز، ويقوم هذا القطاع بأعمال النقل والتخزين التكرير والبتروكيماويات، الاستكشاف والإنتاج.

- قطاع التكنولوجيا والصناعة والتعدين: ويضم هذا القطاع المعادن والتعدين، وأشباه الموصلات.

- قطاع صناعة الطيران وتكنولوجيا المعلومات والاتصالات والطاقة النظيفة: يساهم هذا القطاع في تسريع جهود التنوع الاقتصادي لإمارة أبوظبي، من خلال حزمة من الاستثمارات الإستراتيجية غير خمسة قطاعات اقتصادية تشمل، صناعة الطيران، الطاقة المتجددة، تكنولوجيا المعلومات والاتصالات، الخدمات الدفاعية، والمرافق.

3.2.2. دور صندوق "مبادلة" في تمويل اقتصاد إمارة أبوظبي

للقوف على أهمية الدور الذي يمكن أن يلعبه صندوق "مبادلة" حاضرا ومستقبلا في تمويل اقتصاد إمارة أبوظبي، وبالتالي تنويع مصادر الدخل الوطني والتغلب على معضلة اختلال الهيكل التمويلي للإمارة يمكن إجراء مقارنة بين أصول الصندوق وبعض المؤشرات الاقتصادية لأبوظبي. والجدول رقم (3-21) يبين نسبة أصول صندوق "مبادلة" من الناتج المحلي الإجمالي، والإنفاق الحكومي، والواردات:

الجدول رقم (3-18): مقارنة أصول صندوق "مبادلة" وبعض المؤشرات الاقتصادية لسنة 2016 (الوحدة: مليار درهم إماراتي)

إجمالي الأصول		البيان
465		صندوق مبادلة
النسبة	القيمة	
63.38%	728.5	الناتج المحلي الإجمالي
958.7%	48.5	الإنفاق الحكومي
394.7%	117.8	الواردات

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على:

- معطيات الموقع الرسمي لصندوق مبادلة "2017/9/28": www.mubadala.com

- مركز الإحصاء لإمارة أبوظبي "2017/11/9": <https://www.scad.ae/ar/pages/statistics.aspx?topicid=37>

من خلال الجدول رقم (3-21) يمكن استنتاج ما يلي:

- أن نسبة أصول صندوق مبادلة إلى الناتج المحلي الإجمالي لإمارة أبوظبي هي 63.38%، وهذا يدل على أن حجم الأصول يفوق نصف حجم النشاط الاقتصادي الكلي للإمارة، وهي نسبة مهمة تعكس مدى أهمية الصندوق السيادي للمحافظة على استقرار الاقتصاد عن طريق توفير مصادر التمويل الضرورية التي ساهمت في تقليل تأثير انخفاض أسعار النفط إلى أدنى مستوى، رغم حالة عدم الاستقرار السائدة في المنطقة العربية والتقلبات المالية طويلة المدى التي تشهدها الأسواق العالمية.
- أن نسبة أصول صندوق مبادلة إلى الإنفاق الحكومي لإمارة أبوظبي هي 958.7%، حيث يمكن للأصول تغطية الإنفاق الحكومي المسجل في 2016 لمدة حوالي 10 سنوات من دون استخدام إيرادات الجباية البترولية والعادية، وهذه النتيجة تشير إلى أن الصندوق يوفر للإمارة هامش أمان يسمح بالحفاظ على استقرار الموازنة العامة وتحقيق استقلالية نسبية في سياستها المالية.
- أن نسبة أصول الصندوق إلى الواردات هي 394.7%، وهي تعني أن أصول الصندوق قادرة على تغطية واردات الإمارة لمدة 4 سنوات وهذا ما يبين القدرة التمويلية الهائلة التي يتوفر عليها الصندوق، والتي تمكن الدولة من تغطية جميع وارداتها لعدة سنوات دون الاعتماد على مداخل أخرى.

4.2.2. تقييم الأداء المالي للصندوق السيادي "مبادلة"

يعد صندوق "مبادلة" شركة استثمار وتطوير استراتيجي، تساهم في دعم نمو اقتصاد دينا ميكي ومتنوع لدولة الإمارات العربية المتحدة، وتحقق الشركة هذا الهدف من خلال الاستثمار في قطاعات اقتصادية

متعددة في مناطق مختلفة حول العالم، ومن أبرز النتائج المالية المسجلة في نهاية 2016 بالمقارنة مع سنة 2010 سيتم توضيحها في الجدول التالي:

الجدول رقم (3-19): النتائج المالية للصندوق السيادي مبادلة (2010-2016)

(الوحدة : مليار درهم إماراتي)

البيان/السنة	2010	2016
إجمالي الدخل	16	31.5
إجمالي الأصول	101.5	248.3
إجمالي حقوق الملكية	62.1	185

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على التقارير السنوية لصندوق مبادلة (2010، 2016).

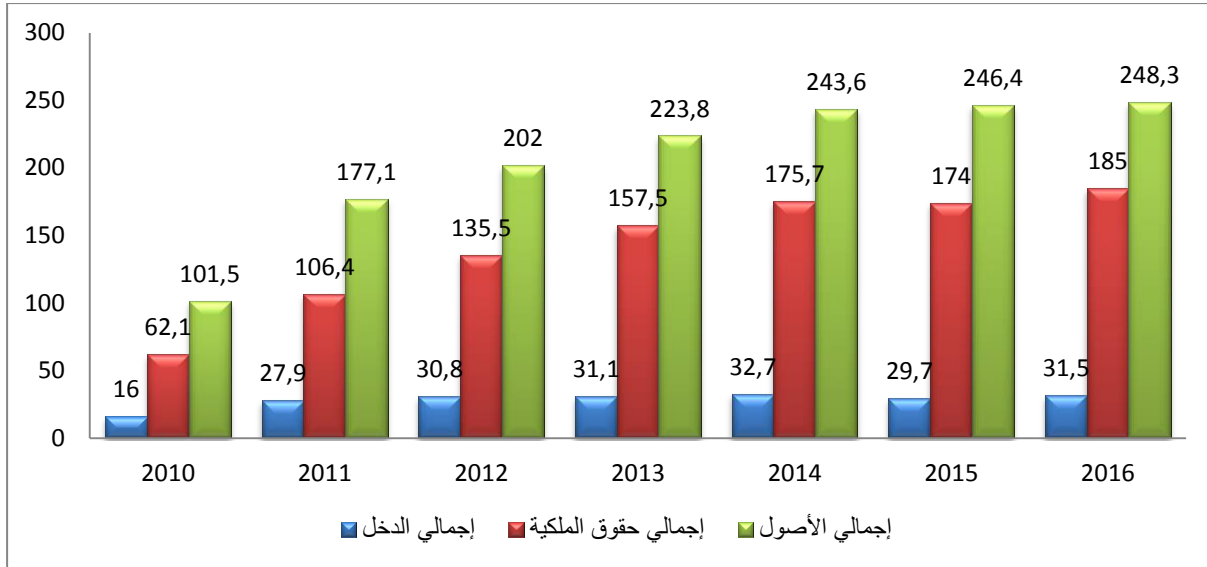
من خلال الجدول رقم (3-22) نلاحظ ما يلي:

- بلغ حجم الإيرادات 31.5 مليار درهم إماراتي في العام 2016 مقارنة مع 16 مليار درهم إماراتي في عام 2010، ويرجع ذلك إلى ارتفاع الإيرادات المتأتية من قطاعات أشباه الموصلات والتي تمثل نسبة مساهمتها في الدخل 64.1%، والنفط والغاز بنسبة 11.9%، والطيران الذي ساهم بنسبة 5.9% بالإضافة إلى تكنولوجيا المعلومات والاتصالات، والرعاية الصحية، والعقارات والبنية التحتية.
- زاد مجموع الأصول لشركة مبادلة ليصل إلى مبلغ 248.3 مليار درهم إماراتي في عام 2016 مقارنة مع 101.5 مليار درهم إماراتي في نهاية عام 2010، وهذا راجع بصورة رئيسية إلى الزيادة في الممتلكات والآلات والمعدات.
- وبلغ إجمالي حقوق الملكية 185 مليار درهم إماراتي في نهاية عام 2016 مقارنة مع 62.1 مليار درهم إماراتي في نهاية عام 2010، وجاءت الزيادة في حقوق الملكية بصورة رئيسية على شكل مساهمات نقدية إضافية، مما يعكس الدعم المتواصل الذي يقدمه المساهم الرئيسي وهو حكومة أبوظبي.
- كما أعلن صندوق مبادلة على إجمالي أرباح بقيمة 3.3 مليار درهم إماراتي مقارنة بمبلغ 1.2 مليار درهم إماراتي في سنة 2015، أي ما يمثل زيادة بنسبة 175%، وهذا رجع إلى زيادة عائدات الاستثمارات المالية¹.

¹ Mubadala Development Company PJSC، Consolidated financial statements، 31 December 2016.

الشكل رقم (3-12): تطور إجمالي الدخل و حقوق الملكية وإجمالي أصول مبادلة خلال الفترة (2010-2016)

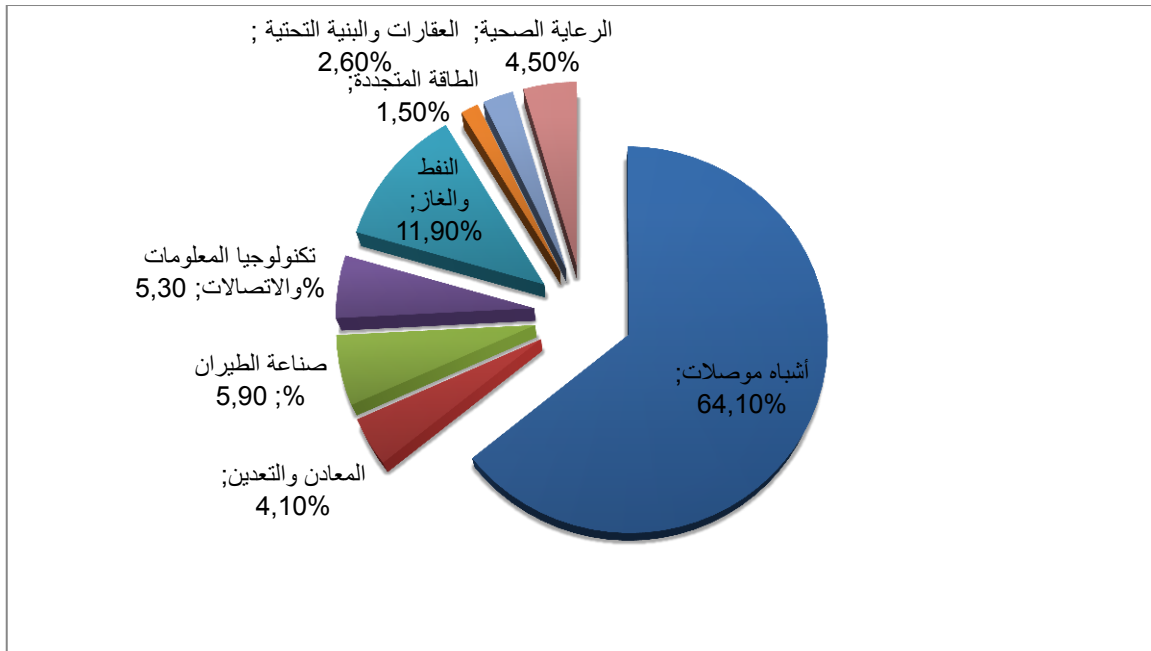
الوحدة : (مليار درهم إماراتي)



المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على التقارير السنوية لصندوق مبادلة على الموقع:

www.mubadala.com/annual-review

الشكل رقم (3-13): النسب المئوية لمساهمة قطاعات الأعمال لصندوق مبادلة لسنة 2016



المصدر : التقرير السنوي لصندوق مبادلة لسنة 2016، على الموقع الإلكتروني "2017/9/28":

<https://www.mubadala.com/annual-review-2016>

توضح الأرقام السابقة مدى صلاح الصندوق السيادي "مبادلة" في الوفاء بالالتزامات المترتبة عليه خلال فترة الدراسة، وذلك عن طريق مساهمته في دفع عجلة التكامل مع الاقتصاد العالمي في العديد من القطاعات الحيوية التي تساهم في عملية التنويع الاقتصادي على المدى البعيد في الدولة، كما عمل على ضمان وتعزيز مكانته لمواصلة عمله كجهة تساهم في تحفيز مسيرة التنمية المستدامة في ظل تقلبات الاقتصاد الكلي العالمي، وذلك من خلال دوره المحوري في تطوير شبكة متكاملة للرعاية الصحية في دولة الإمارات العربية المتحدة، فضلا عن مرافق البنية التحتية، وكذا قطاعات أشباه الموصلات... الخ، وبالتالي المساهمة في بناء اقتصاد متنوع ومستدام قائم على المعرفة، من خلال الاستثمار في قطاعات اقتصادية إستراتيجية وتطويرها وتحقيق عوائد مالية مستدامة، والمساهمة في التنمية الاجتماعية.

خلاصة الفصل

تعد صناديق الثروة السيادية أداة تستخدمها الدول من أجل إدارة فوائض الأموال التي تحققها في عدة مجالات كالاستثمار أو الادخار بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني والمجتمع ككل. من خلال ضمان دخل مستقر وحماية حقوق الأجيال اللاحقة بسبب توقع نزوب مصادر الطاقة التي كانت تحقق صادرات مرتفعة لهذه الدول حالياً.

وتشير بيانات سنة 2017 إلى تواجد 79 صندوقاً للثروة السيادية في العالم بقيمة أصول تتجاوز 7.41 تريليون دولار أمريكي، علماً أن الصناديق السيادية النفطية تعد أبرز أنواع هذه الصناديق.

تتباين مواقف أعوان ومؤسسات النظام المالي العالمي حول صناديق الثروة السيادية ما بين مساند لها على غرار الدول المالكة للصناديق، ومتحفظ عليها على غرار الدول المستقبلة لاستثمارات الصناديق بسبب تخوفها من فقدان نفوذها الاقتصادي والسياسي، الأمر الذي أثار الكثير من الجدل الواسع إلى الحد الذي طلب فيه المجتمع الدولي من صندوق النقد الدولي ومنظمات دولية أخرى الاطلاع بتحليل القضايا الرئيسية المحيطة بصناديق الثروة السيادية، وكانت النتيجة الرئيسية لهذا الجهد إقدام هذه الصناديق على وضع المبادئ والممارسات المتعارف عليها (مبادئ سنياغو) بدعم من صندوق النقد الدولي.

تتوفر صناديق الثروة السيادية على قدرات تمويل واستثمار عالية تمكنها من تمويل اقتصاديات الدول المالكة لها، عن طريق رفع مستوى ملاءتها المالية وتوفير مصدر تمويل بديل 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 الاستثمار في الأسواق العالمية وتكوين محفظة متنوعة من الأصول في مختلف القطاعات ومختلف دول العالم.

إن توفر الإمارات العربية المتحدة على ثاني أكبر صندوق ثروة سيادي في العالم يساهم في تعزيز نفوذ ومكانة البلد في النظام المالي والاقتصادي العالمي، إلا أن تدني مستوى حوكمة الصندوق بسبب عدم استقلاليته وخضوعه لسيطرة الحكومة وانخفاض مستوى شفافيته يحد من أدائه رغم امتلاكه لفرص نمو هائلة بسبب الوفرة المالية التي يحوزها.

كما يعد صندوق الثروة السيادية "مبادلة" لإمارة أبوظبي من الصناديق العربية التي تصنف ضمن المراتب الأولى عالمياً فيما يتعلق بالأداء والبنية والشفافية والحوكمة، وقد سمحت تجربة هذا الصندوق بإبراز الأثر الإيجابي لتطبيق مبادئ الحوكمة على الأداء، فقد تولت "مبادلة" منذ تأسيسها مهمة تحفيز التنمية في قطاعات متعددة ومتكاملة مع الاقتصاد العالمي، تماشياً مع أولويات نهج التنمية الاقتصادية للإمارة.

ولتعزيز الدراسة ارتأينا أن نسلط الضوء أكثر ونعمق التحليل في الفصل الموالي، بالتطرق لدراسة مقارنة بين صندوق المعاشات النرويجي الذي يعتبر ضمن التجارب الرائدة من حيث الأداء، والتطبيق الأمثل لمعايير الحوكمة بشهادة المنظمات الاقتصادية العالمية، وصندوق ضبط الموارد في الجزائر الذي يصنف ضمن الصناديق الأقل شفافية.

خطة الفصل الرابع: دراسة مقارنة بين صندوق المعاشات الحكومي النرويجي وصندوق ضبط الموارد في الجزائر

تمهيد

المبحث الأول: عرض وتقييم تجربة صندوق المعاشات الحكومي النرويجي

1. ماهية صندوق الثروة السيادية النرويجي
2. حوكمة صندوق الثروة السيادية النرويجي
3. الإستراتيجية الاستثمارية لصندوق الثروة السيادية النرويجي في الأسواق العالمية
4. تقييم أداء صندوق الثروة السيادية النرويجي في الأسواق المالية ومؤشرات نجاح النرويج

المبحث الثاني: عرض وتقييم تجربة صندوق ضبط الموارد الجزائري

1. تقييم إدارة العوائد البترولية في الجزائر
2. ماهية صندوق ضبط الموارد
3. تقييم أداء صندوق ضبط الموارد

المبحث الثالث: تقييم حوكمة صندوق ضبط الموارد ومقارنته بصندوق المعاشات الحكومي

1. تقييم وضعية حوكمة صندوق ضبط الموارد وصندوق المعاشات الحكومي النرويجي حسب مؤشرات الأداء الدولية
2. تقييم فعالية صندوق ضبط الموارد في الجزائر بمقارنته بصندوق المعاشات الحكومي النرويجي
3. الدروس المستفادة من تجربة النرويج وإمكانية تطبيقها في الجزائر

خاتمة الفصل

تمهيد

تعتبر النرويج إحدى أكثر الدول الأوروبية استقراراً على الصعيدين السياسي والاقتصادي، كما تتمتع بأعلى مستويات المعيشة في العالم، حيث أصبح النفط لا يشكل إلا نسبة ضعيفة من إيرادات الدولة، إذ قامت باستغلال العوائد النفطية بشكل مستقل عن الاستهلاك المحلي لتفادي الصدمات الاقتصادية الناجمة عن تذبذب أسعار النفط ما جنبها نفقته، وذلك من خلال إنشاء صندوق المعاشات الحكومي الإجمالي الذي توجه إليه الإيرادات النفطية، ثم تستثمر موجودات الصندوق في الأسواق المالية العالمية، كما أن إيرادات إنتاج النفط لا تتفق مباشرة، وما يتم إنفاقه هو جزء فقط لإعادة استثمارها لخدمة الأجيال القادمة، إلى جانب تصدر صندوقها السيادي التصنيفات الدولية في مجال الحوكمة وإرساء مبادئ الشفافية والإفصاح، كل هذه العوامل كانت من أهم ملامح نجاح التجربة النرويجية لاسيما في مجال صناديق الثروة السيادية التي اعتمدتها كمفاتيح رئيسية للتنمية الاقتصادية والاجتماعية. وقد شهد العقد الأخير تزايد ذلك الاهتمام من قبل العديد من الدول النامية كالجزائر للاستفادة من الآثار الإيجابية لتلك التجربة، والتي ترافقت مع تراجع أسعار النفط في السنوات الأخيرة وما خلفه من انعكاسات على الصعيد الدولي.

فقد ساهم الارتفاع القياسي لأسعار النفط في الجزائر في الفترة "2000-2008" في تسجيل فوائض مالية معتبرة لم تشهدها البلاد منذ عدة عقود، فقامت الجزائر كغيرها من دول العالم، بإنشاء صندوق ضبط الموارد في سنة 2000 لاستغلال الفوائض المالية المحققة على مستوى الموازنة العامة واستعمالها في تحقيق أهداف متنوعة مرتبطة بالسياسة المالية المتبعة في البلاد.

وتقييم تجربة الجزائر في هذا المجال يكون من خلال تقييم إدارة العوائد البترولية باعتبار النفط المورد الرئيسي لصندوق ضبط الموارد، ثم تقييم الصندوق وتحديد مدى نجاحه في تحقيق الأهداف المحددة له، وبما أن موضوعنا يتركز على تقييم حوكمة صناديق الثروة السيادية فينطبق الأمر كذلك على الجزائر من خلال تقييم حوكمة صندوق ضبط الموارد حسب مؤشرات الأداء الدولية، وتقييم فعاليته وكفاءته بمقارنته بالتجربة النرويجية باعتبارها إحدى التجارب العالمية الرائدة.

وقد قسم هذا الفصل إلى المباحث التالية: أولاً عرض وتقييم تجربة صندوق المعاشات الحكومي النرويجي، في حين تعرض المبحث الثاني لعرض وتقييم تجربة صندوق ضبط الموارد الجزائري، وأخيراً تقييم حوكمة صندوق ضبط الموارد ومقارنته بصندوق المعاشات الحكومي النرويجي.

المبحث الأول: عرض وتقييم تجربة صندوق المعاشات الحكومي النرويجي

يتصف أداء معظم اقتصاديات الدول المعتمدة على صادراتها من الموارد الطبيعية الناضبة بتدن واضح، كما تعاني من مشكلات اقتصادية يفترض أن ما يتوافر لها من موارد يجعلها أقدر على إيجاد حلول لها، الأمر الذي ظهر معه وصف ينعت هذه الظاهرة بـ"نقمة الموارد"، أي أن الموارد الطبيعية الناضبة يمكن أن تكون نقمة لا نعمة على البلدان الغنية بها. ومن بين بلدان العالم القليلة التي نجحت في تفادي كل ذلك النرويج، حيث يتصف اقتصادها اليوم بأداء قوي وبعدم معاناتها من المشكلات العديدة التي تعاني منها البلدان المصدرة للموارد الطبيعية الأخرى، مثل ارتفاع معدلات البطالة، وعدم عدالة توزيع الدخل، وتقشي الفقر، والاعتماد المبالغ فيه على قطاع الموارد.

إذ تمثل التجربة النرويجية أحد المحاور الهامة التي يجب الوقوف عندها لاستخلاص العبر، خاصة من قبل الدول النفطية التي تواجه تدهورا في ميزان مدفوعاتها وارتفاع عجزها المالي كلما سجل برميل النفط تراجعاً ملموساً، كما هو حال أسواق الطاقة العالمية حالياً. فالنرويج أصبحت واحدة من أغنى الدول في العالم، وذلك من خلال بنائها نموذجاً فكرته تتلخص في توفير المال الذي تمتلكه من عائدات النفط، في وقت تتفق دول عديدة أخرى ويسخاء شديد المال المتأتي من الإيرادات النفطية الضخمة المحققة سنوياً مثل الجزائر من جهة، وإتباع طرق التسيير والإدارة القائمة على مبادئ الشفافية والحوكمة الجيدة لهذه الأموال من جهة أخرى.

1. ماهية صندوق الثروة السيادية النرويجي

إن اعتماد النرويج على إيرادات القطاع النفطي منذ اكتشافه في جميع استثماراتها، هذا ما جعل البلد رهن العوائد النفطية، وخوفاً من التغيرات الكبيرة التي يعيشها هذا المورد في السوق العالمية بين الارتفاع تارة والانخفاض تارة أخرى، فكان للنرويج تجربة في توظيف العوائد النفطية عن طريق إنشاء صندوق سيادي.

إذ تعتبر تجربة النرويج في مجال صناديق الثروة السيادية من التجارب الرائدة في العالم، وذلك بشهادة المنظمات العالمية على غرار صندوق النقد الدولي وبالاعتماد على مؤشرات قياس الأداء التي تصنف الصندوق ضمن المراتب الأولى، وقبل استعراض مضمون هذه التجربة يتعين علينا إبراز بعض الخصائص والمميزات الاقتصادية للنرويج التي تصنف ضمن مجموعة الدول الأكثر تقدماً في العالم، والتي تتبنى نموذج اقتصادي مختلط مبني على احترام مبادئ السوق مع وجود دور قوي للدولة في المجال الاقتصادي.

1.1. خصوصيات النموذج النرويجي في إدارة الثروة النفطية

بعد اكتشاف النفط في النرويج في الستينيات من القرن الماضي وإنشاء أول حقول للتكرير بحلول عام 1971، لم تكن النرويج مؤهلة ومستعدة للتعامل مع هذه الثروة الجديدة بسبب غياب التشريعات والسياسات المتعلقة بها من جهة، ومن جهة أخرى افتقادها للقدرات والمهارات المحلية اللازمة والكافية في مجال صناعة النفط والغاز، غير أن هذا الواقع لم يمنعها من المضي قدماً في استغلال هذه الثروة، إذ استطاعت بعد عقود من الزمن أن تصبح نموذجاً رائداً يقتد به في كيفية الإدارة الناجحة للثروة النفطية، والتي يمكن إبراز أهم خصوصياتها في النقاط التالية¹:

1.1.1. تكريس التوافق الوطني المبكر على المبادئ الأساسية لسياسة النفط

لقد شهد البرلمان النرويجي عام 1971 الوصول إلى اتفاق جماعي بين مختلف الكتل السياسية حول سياسة النفط، حيث ارتأت لجنة الطاقة في البرلمان النرويجي أن تدون المبادئ الأساسية لهذا التوافق في وثيقة مركزية سميت "الوصايا العشر" التي يمكن تلخيص أهم ما جاء فيها فيما يلي²:

- يجب ضمان السيطرة الوطنية على اتجاه وزخم كل عمليات النفط في النرويج.
- يجب توفير احتياجات البلد للنفط من الإنتاج المحلي.
- يجب خلق فرص جديدة للاستثمار في النرويج على أساس النفط النرويجي.
- يجب حماية البيئة والصناعات المعاصرة من أي تأثير سلبي قد ينتج عن عمليات النفط.
- يجب منع حرق الغاز الطبيعي.
- كقاعدة مبدئية يجب توصيل الزيت الخام والغاز الطبيعي إلى أرض النرويج قبل تصديرهما إلى الخارج.
- على الدولة أن تقوم بتنسيق كل العمليات المتعلقة بالنفط. ومن ضمن ذلك يجب أن تسعى الحكومة لخلق جهاز منسق للنفط يجمع بين الأهداف الوطنية والدولية.
- يجب خلق شركة وطنية حكومية تقوم بمصالح الدولة التجارية في قطاع النفط وتمارس الأعمال التشغيلية في هذا القطاع بالتعاون البناء مع الشركات الوطنية والدولية.
- يجب وضع سياسة ملائمة بالنسبة للمناطق غير المفتوحة شمال خط 62 شمالاً.
- لا بد من تعزيز علاقات النرويج الخارجية لشرح النهج النرويجي على المستوى الدولي.

¹ عبد الحميد مرغيت، تجربة النرويج في إدارة الثروة النفطية والدروس المستفادة للبلدان الإسلامية المصدرة للنفط، مقال متوفر على الموقع الإلكتروني "2017/11/12": <http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads>

² فاروق القاسم، النرويج كسبت نعمة النفط وتجنببت نقمتها، مقال منشور على شبكة الاقتصاديين العراقيين على الموقع الإلكتروني: "2017/11/12"، <http://iraqieconomists.net/ar/2012/12/04>.

2.1.1. إنشاء وتطوير شركة النفط الوطنية "statoil"

تبعاً للتوافق الوطني على سياسة النفط، تأسست شركة النفط النرويجية "Statoil" عام 1972، والتي يمكن تعريفها بأن مقرها يقع في مدينة "ستافانغر" بالنرويج، وتعد أكبر شركة في البلاد حيث توظف ما يزيد عن 29 ألف عامل. وقد أدرجت هذه الشركة في بورصتي "أوسلو" و"نيويورك"، وتمتلك الدولة النرويجية الحصة الأكبر في هذه الشركة بـ 70.26% من الأسهم. وخلال عام 2006 قامت هذه الشركة بتوقيع اتفاق لشراء الأنشطة البترولية لمواطنتها "Norsk Hydro"، وبعد هذا الاندماج تمت تسمية المجمع الجديد بداية من 01 أكتوبر 2007 باسم جديد "Statoil Hydro". وبحلول عام 2009 تمت العودة لاستخدام التسمية السابقة للشركة وهي "Statoil" كما حملت شعاراً جديداً على شكل نجمة. وتعتبر "Statoil" أحد أكبر منتجي النفط الخام في العالم، وأحد كبار موردي الغاز الطبيعي للقارة الأوروبية. كما تتواجد في معظم قارات العالم، وتحتل المرتبة 13 بقائمة أكبر شركات النفط في العالم. وقد ساهمت الشركة في خلق صناعة دولية وتنافسية لخدمات النفط، حيث تمتلك شبكة مكونة من 2000 محطة خدمات متواجدة في تسعة بلدان¹.

وبغرض تطوير صناعة خدمات النفط وتحويل المزيد من المهارات والخبرات إليها من نظائرها الأجانب، فقد عملت الحكومة النرويجية على استقطاب كبار متعاملي المحروقات في العالم مثل "Exon, BP, Total" من خلال توقيع عقود شراكة معها².

3.1.1. توافر إدارة حكومية تتميز بجودة المؤسسات

يعزى نجاح التجربة النرويجية في إدارة ثروتها النفطية إلى توفر إدارة حكومية تتميز بجودة المؤسسات، مما ساهم في تعزيز سلامة مناخ الأعمال وتشجيع ديناميكية الصناعة، وسمح بقيام بناء مؤسسي مالي يقوم على مبدأ الحوكمة الرشيدة والمؤسسات القوية ليس فقط في قطاع النفط وإنما في جميع الوحدات الحكومية في الدولة. وفي هذا السياق تقوم وزارة المالية بدور التخطيط الاقتصادي الشامل والمتكامل للبلد. يضاف إلى ذلك تمتع الحكومة النرويجية بميزة الأسبقية في التشريع والإشراف وتفاذي اللجوء إلى الحلول دون المستوى الأمثل، وأن تكون التدخلات الحكومية عند الحاجة لذلك فقط، مع ارتكازها على مبادئ اقتصادية سليمة تأخذ في الحسبان منافع النرويج في الأجل الطويل.

¹ الموقع الرسمي لشركة "Statoil"، <https://www.statoil.com>.

² نفس المرجع.

4.1.1. إنشاء صندوق للثروة السيادية لاستثمار عوائد النفط وبناء ثروة مالية للأجيال المستقبلية

بغرض استثمار عوائد تصدير النفط قامت النرويج في عام 1990 بإنشاء صندوق ثروة سيادية أطلق عليه تسمية "صندوق النفط"، مبرر إنشائه هو أنه يوما ما سينضب النفط، ولكن العوائد على استثمارات الصندوق ستبقى وستستمر في خدمة الشعب النرويجي.

2.1. نشأة صندوق الثروة السيادية النرويجي

تكمن نشأة صندوق الثروة السيادية النرويجي في تعريف الصندوق، وأهدافه كما يلي:

1.2.1. تعريف صندوق الثروة السيادية النرويجي

قامت الحكومة النرويجية سنة 1990 بتأسيس أداة من أدوات السياسة المالية التي تحسن من إدارة عائدات الموارد النفطية على المدى الطويل، فأنشأت ما يعرف بـ "صندوق النفط" هذا الأخير كان نتيجة لمباحثات طويلة على مستوى البرلمان النرويجي، انطلقت سنة 1974 من خلال تقديم وزارة المالية لتقرير توضح فيه مختلف الأساليب التي يمكن من خلالها استغلال الثروة النفطية للبلد، وانتهت سنة 1983 بتقرير لجنة "تامبو" (Tempo committee) التي اقترحت إنشاء صندوق يمكن الحكومة من الحفاظ وادخار الأرباح الناشئة عن استغلال الموارد النفطية. عقب قرار عملية الإنشاء، تلقى الصندوق عملية تحويل الأموال الأولى من وزارة المالية سنة 1996، وحتى سنة 1997 ظلت الإستراتيجية الاستثمارية للصندوق هي نفسها الإستراتيجية المتبعة من قبل البنك المركزي النرويجي فيما يخص احتياطاته من العملة الأجنبية، وقد استثمر الصندوق ذلك الوقت حوالي 20 بليون دولار كانت تحت إدارته، كلها في الدخل الثابت. وفي نفس السنة 1997 أعادت وزارة المالية دراسة الإستراتيجية الاستثمارية الخاصة بالصندوق وقررت أن تستثمر 40% من أصولها في الأسهم، مع العلم أن نشاط الصندوق اقتصر في بداية الأمر على الاستثمار في السندات الحكومية ليتوسع فيما بعد إلى الاستثمار في الأسهم والعقارات. ونتيجة لذلك تم إنشاء "بنك إدارة الاستثمارات النرويجي" في 01 جانفي 1998، وأكلت له مهمة إدارة وتسيير الصندوق تحت إشراف ورقابة وزارة المالية¹.

في الفترة ما بين 2000-2008 شهدت أسعار النفط ارتفاعا قياسيّا، مما أدى إلى نمو كبير وغير متوقع في إيرادات الصندوق من 44 مليار دولار إلى 322 مليار دولار. كما عرفت هذه الفترة أيضا تغييرا في اسم الصندوق فانتقل من تسمية "صندوق النفط" إلى "صندوق المعاشات الحكومي الإجمالي" (Government Pension Fund Global GPF) ، وقررت وزارة المالية رفع وزن الأسهم في المحفظة

¹ بن طيب علي، مهلول زكرياء، التجربة النرويجية في مجال إدارة العوائد النفطية وإمكانية الاستفادة منها في الجزائر، مداخلة مقدمة لفعاليات الملتقى الدولي الثاني حول "متطلبات تحقيق الإقلاع الاقتصادي في الدول النفطية في ظل انهيار أسعار المحروقات"، جامعة آكلي محند أولحاج البويرة، الجزائر، 29-30 نوفمبر 2016، ص 14.

الاستثمارية إلى 60%¹، كما توسعت مهام وأهداف الصندوق لتشمل دعم نظام التقاعد الحكومي، والحفاظ على استقراره مستقبلا عن طريق توفير تغطية مستدامة لنفقات التقاعد بسبب توقع ارتفاع نسبة الشيخوخة في المجتمع النرويجي، وبالتالي ارتفاع نفقات التقاعد إلى مستويات قياسية مستقبلا². ويمكن توضيح مراحل تطور صندوق الثروة السيادية النرويجي في الجدول التالي:

الجدول رقم (4-1): تطور صندوق الثروة السيادي للنرويج في الفترة "1990-2010"

الحدث	الفترة
البرلمان النرويجي "Stortinget" يصادق على قانون تأسيس صندوق النفط الحكومي الذي يمول عن طريق مداخيل الثروة النفطية المحولة من قبل الحكومة، والذي يهدف إلى تدعيم سياسة الحكومة الخاصة بالتسيير لأجل المداخيل البترولية.	1990
تلقى الصندوق لأول تحويل حكومي وبالتالي بداية النشاط الفعلي للصندوق عن طريق استثمار أصوله خارجيا في السندات الحكومية.	1996
تأسيس بنك النرويج لإدارة الاستثمارات "NBIM" وهو مؤسسة تابعة لبنك النرويج المركزي مكلفة بإدارة أصول صندوق النفط الحكومي نيابة عن وزارة المالية. مع توسيع النشاط الاستثماري للصندوق ليشمل الأسهم (40 % أسهم ، 60 % سندات) .	1998
تم إضافة خمس أسواق ناشئة للمؤشر المرجعي لأسهم الصندوق، « Funds Benchmark Equity Index » .	2000
سجل الصندوق نموا أسرع من المتوقع بسبب التحويلات الحكومية القياسية نحو الصندوق نتيجة ارتفاع أسعار النفط في نفس الفترة .	2000-2008
تم إضافة سندات الشركات والسندات المؤمنة للمؤشر المرجعي لسندات الصندوق، « Funds Benchmark Fixed-Income Index » .	2002
تم إقرار مبادئ أخلاقية إلزامية على استثمارات الصندوق .	2004
تم تغيير اسم الصندوق إلى صندوق المعاشات الحكومي الإجمالي .	2006
رفع نسبة الأسهم في المحفظة الاستثمارية للصندوق إلى 60 % .	2007
تحقيق استثمارات الصندوق لعائد قياسي يقدر ب 25.6 % من القيمة السوقية للمحفظة الاستثمارية للصندوق .	2009
وزارة المالية تقرر منح التفويض للصندوق من أجل استثمار 5 % من أصوله في شكل عقارات مع تخفيض نسبة استثمارات الصندوق في السندات .	2010

المصدر: بوفليخ نبيل، دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية الواقع والأفاق مع الإشارة إلى حالة الجزائر، مرجع سابق، ص 142.

¹ نفس المرجع.

² بوفليخ نبيل، دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية الواقع والأفاق مع الإشارة إلى حالة الجزائر مرجع سابق، ص 140.

من خلال الجدول السابق نستنتج أن الصندوق ينمو بشكل أسرع مما كان متوقعا، بسبب التحويلات الرأسمالية الكبيرة من وزارة المالية، وذلك نتيجة لارتفاع أسعار النفط خاصة في الفترة الممتدة من 2000 وإلى غاية 2008، والتي حطمت فيها أسعار النفط الرقم القياسي في تاريخها.

2.2.1. أهداف صندوق الثروة السيادية النرويجي

وتتمثل أهداف الصندوق في¹:

- يعتبر كأداة للسياسة المالية التي تدعم إدارة عائدات النفط على المدى الطويل.
- تحقيق مبدأ التوزيع العادل للثروات بين الأجيال.
- تعزيز قدرة الحكومة على التسيير طويل الأجل لمداخل الثروة النفطية وحثها على عدم الاعتماد على إيرادات النفط.
- العمل على إيجاد مصادر بديلة لتمويل الموازنة السنوية كالضرائب، والرسوم، وإيرادات المشروعات العامة والدومين العام.
- 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 المداخل النفطية، وتجنب ظهور أعراض المرض الهولندي* في البلاد.
- خلق التوازن بين الزيادة المتوقعة بالإنفاق العام بالخصوص لأغراض المعاشات التقاعدية والرعاية الصحية وما يتعلق بشيخوخة السكان من جهة، وبين الانخفاض المتوقع في الإيرادات المتولدة من النفط نتيجة النضوب عبر الزمن من جهة أخرى.

¹ محمد حسين الجبوري وآخرون، التجربة النفطية في النرويج وإمكانية تطبيقاتها في العراق، مجلة الإدارة والاقتصاد، المجلد الثالث العدد 10، جامعة كربلاء، العراق، 2015، ص 140.

* المرض الهولندي: نسبة إلى هولندا التي شهدت في ستينيات القرن العشرين زيادة كبيرة في ثروتها بعد اكتشاف احتياطات كبيرة من الغاز الطبيعي في بحر الشمال، وهو ما كانت له انعكاسات خطيرة على باقي القطاعات الاقتصادية للبلاد (الزراعة، والصناعة التحويلية) حيث نجم عنها تحسن سعر الصرف الحقيقي لعملة "الجيلدر" مما أثر سلبا على تنافسية صادراتها التقليدية (غير الغاز الطبيعي) في الأسواق الدولية. كما أن إنفاق إيرادات هذه الموارد الطبيعية على السلع والخدمات غير القابلة للتداول يعجل بتحويل الموارد من قطاعات السلع التنافسية القابلة للتداول مما يعيق الانفتاح والنمو.

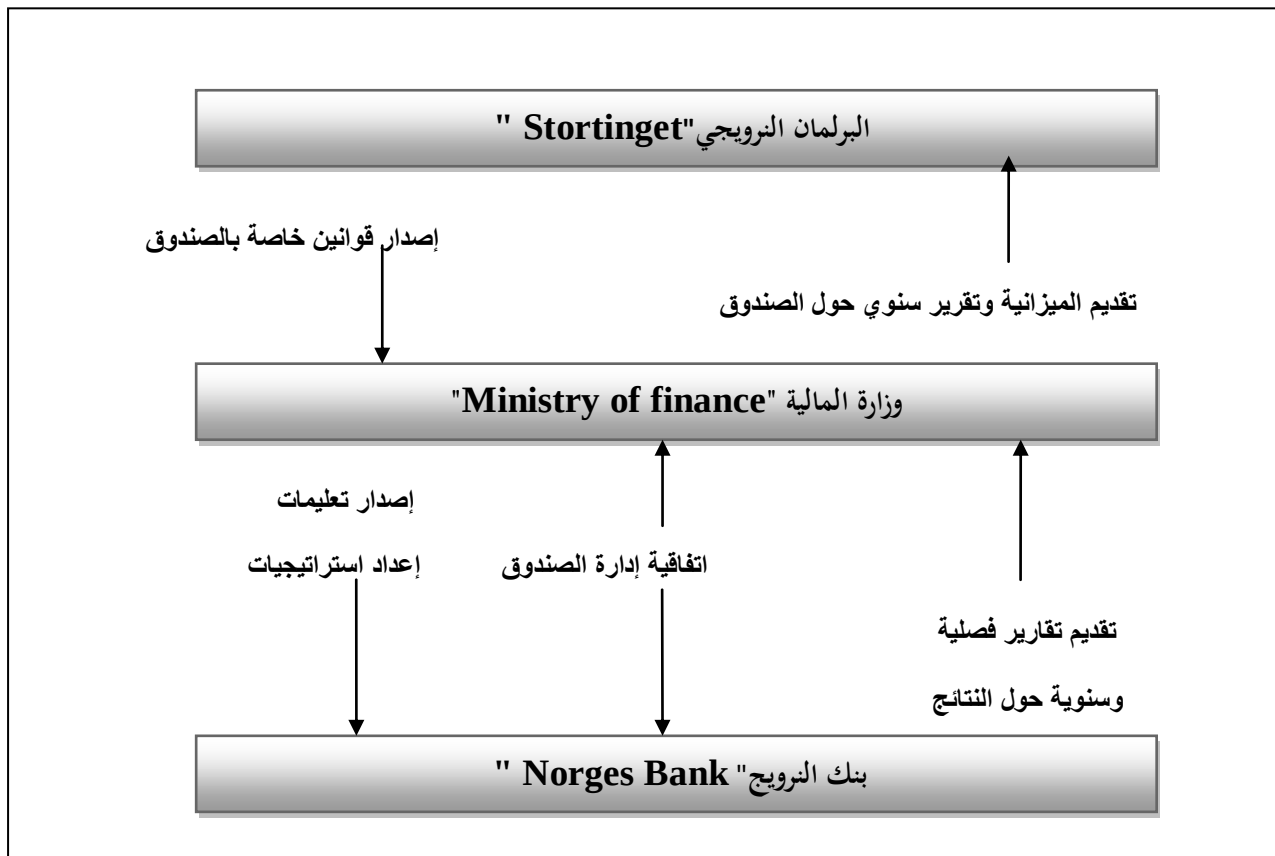
2. حوكمة صندوق الثروة السيادية النرويجي

يتميز نموذج حوكمة صندوق الثروة السيادية في النرويج بتقسيم واضح للمهام والمسؤوليات بين مختلف الهيئات المكلفة بإدارة ومراقبة نشاط الصندوق، حيث يعتمد هذا النموذج على مجموعة من القوانين والتوجيهات الصادرة في هذا المجال، وفي نفس السياق يعتبر القانون رقم 123 المصادق عليه من قبل البرلمان النرويجي "Stortinget" والصادر بتاريخ 2005-12-21 المتعلق بكيفية إدارة صندوق المعاشات الحكومي الإجمالي، المصدر الرئيسي لكل التعليمات والتوجيهات الصادرة من قبل وزارة المالية، والمحددة لطرق تسيير وصلاحيات كل جهة مشرفة على الصندوق¹.

1.2. الهيئات المشرفة على صندوق الثروة السيادية النرويجي

يمكن توضيح الهيئات المشرفة على صندوق المعاشات الحكومي النرويجي في الشكل التالي:

الشكل رقم (4-1): الهيئات المشرفة على صندوق الثروة السيادية النرويجي



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

* التسمية الرسمية للبرلمان النرويجي.

¹ بوفليخ نبيل، دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية الواقع والأفاق مع الإشارة إلى حالة الجزائر مرجع سابق، ص 143.

من خلال الشكل رقم (4-1) يتضح أن نظام الرقابة والإشراف والتسيير لصندوق الثروة السيادية في النرويج يعتمد على تدخل ثلاثة هيئات هي¹:

1.1.2. البرلمان النرويجي (Stortinget) : تتمثل مهامه في :

- إصدار قوانين وتشريعات محددة لأهداف ومهام وكيفية إدارة صندوق المعاشات الحكومي الإجمالي.
- مراقبة ومساءلة وزارة المالية باعتبارها الجهة المالكة للصندوق، وإجبارها على تقديم تقرير سنوي حول كيفية وأداء الصندوق.

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

- إصدار تعليمات وتوجيهات خاصة بكيفية إدارة الصندوق.
- إعداد استراتيجيه استثمار لأصول الصندوق عن طريق تكوين محفظة استثمار مرجعية تتضمن أنواع الأصول المالية المستثمر فيها ، وأماكن استثمار هذه المحفظة، و إلزام الهيئة المسيرة على الالتزام بها.
- إعداد مبادئ أخلاقية لاستثمارات الصندوق، والعمل على إقصاء الشركات المخالفة لهذه المبادئ من استثمارات الصندوق.
- تقديم تقرير سنوي للبرلمان يتضمن تقييم سياسات إدارة وأداء الصندوق.
- إلزام الجهة المسيرة "البنك المركزي" بتقديم تقارير فصلية وسنوية حول أداء استثمارات الصندوق مع إعلانها للرأي العام ووسائل الإعلام.
- القيام بعملية المراجعة والتدقيق وتقييم فعالية تسيير البنك المركزي للصندوق عن طريق الاستعانة بمنظمات استشارية مستقلة.

3.1.2. البنك المركزي: بنك النرويج "Norges Bank" يعتبر الجهة المسيرة للصندوق وهو مسؤول أمام وزارة المالية ومكلف بالوظائف التالية:

- العمل على تحقيق أكبر عائد ممكن لاستثمارات الصندوق مع الأخذ بعين الاعتبار المخاطر المصاحبة لهذه الاستثمارات.
- الالتزام بإستراتيجية الاستثمار المعتمدة من طرف وزارة المالية، والعمل على تقليص هامش الخطأ والانحرافات المعيارية بين محفظة الاستثمار الفعلية للصندوق والمحفظة المرجعية المعتمدة من قبل وزارة المالية.

¹ بوفليخ نبيل، دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية الواقع والأفاق مع الإشارة إلى حالة الجزائر مرجع سابق، ص 144.

- إعداد نظام لقياس مختلف أنواع المخاطر المصاحبة لاستثمارات الصندوق.
- تقديم تقارير فصلية وسنوية لوزارة المالية تتضمن النتائج المحققة واستراتيجيات إدارة الصندوق مع الالتزام بنشر التقارير وإعلانها للرأي العام.

2.2. الرقابة على الصندوق

يخضع صندوق المعاشات الحكومي الإجمالي لمستويات مختلفة من الرقابة تؤدي إلى التقليل قدر الإمكان من الممارسات المشبوهة وغير القانونية، حيث تخضع الهيئة المكلفة بإدارة استثمارات الصندوق "بنك إدارة الاستثمار النرويجي" * "NBIM" إلى رقابة داخلية من قبل البنك المركزي والذي تقوم به وحدة المراجعة والتدقيق التابعة للبنك، كما يخضع البنك المركزي لرقابة وزارة المالية التي تستعين بمكاتب مراجعة وتدقيق مستقلة لتقييم أداء البنك بالإضافة إلى التقارير الفصلية والسنوية التي يسلمها البنك لوزارة المالية.

وتخضع وزارة المالية لرقابة صارمة من قبل البرلمان الذي يعتبر الجهة الوحيدة المخول لها صلاحية إصدار وتعديل القواعد والقوانين المنظمة لنشاط الصندوق، كما أن استعمال وزارة المالية لأصول الصندوق مرهون بموافقة مسبقة من البرلمان، بالإضافة إلى إلزامية تقديم تقرير سنوي حول وضعية الصندوق إلى البرلمان، ولإضفاء مزيد من الشفافية على إدارته فإن جميع الهيئات السالفة الذكر مطالبة بنشر وإعلان مختلف القوانين والأنظمة والتوجيهات والتقارير الخاصة بالصندوق للرأي العام عبر مواقعها الإلكترونية وفي وسائل الإعلام المختلفة.

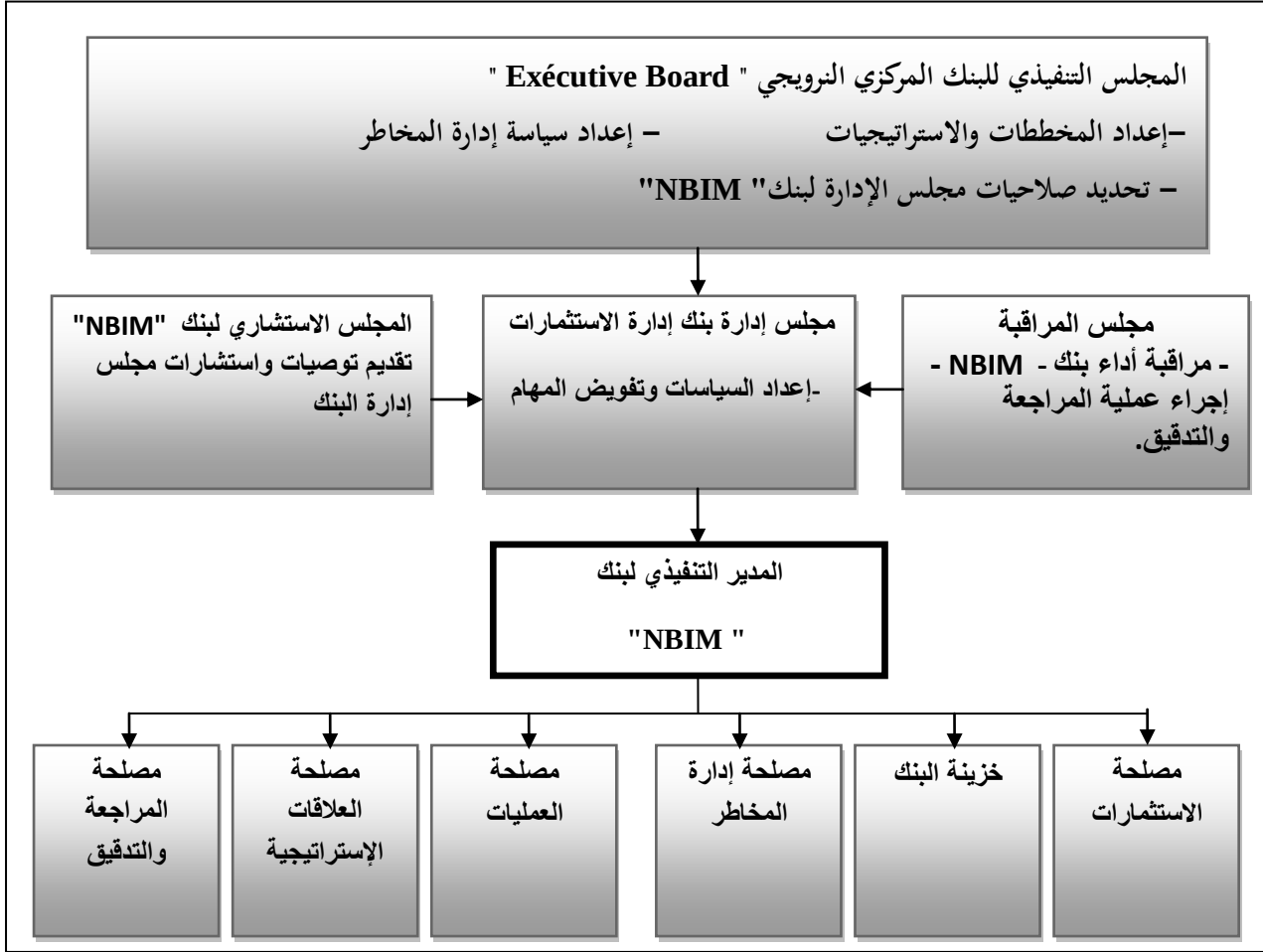
3.2. الهيكل التنظيمي لبنك إدارة الاستثمارات "NBIM"

يقوم البنك بتسيير وإدارة أهم وأكبر صندوق سيادي في العالم، وبالتالي يمكن توضيح الأطراف المسؤولة عن ذلك من خلال الهيكل التنظيمي للبنك.

* البنك المركزي النرويجي يعتبر الهيئة المكلفة بإدارة صندوق الثروة السيادية، ولهذا الغرض قام البنك بتأسيس وحدة فرعية تابعة له تحت مسمى "بنك إدارة الاستثمارات النرويجي" في جانفي 1998 مكلف بالإدارة المباشرة لاستثمارات الصندوق.

* NBIM : Norges Bank Investment Management.

الشكل رقم (4-2): الهيكل التنظيمي لبنك إدارة الاستثمارات النرويجي



المصدر: بوفليخ نبيل، دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية الواقع والأفاق مع الإشارة إلى حالة الجزائر، مرجع سابق، ص 147.

من خلال الشكل السابق يمكن توضيح الأطراف المسؤولة عن تسيير الصندوق السيادي النرويجي فيما يلي:

- **المجلس التنفيذي " Exécutive Board "**: يعتبر المجلس التنفيذي الهيئة المسؤولة عن مختلف عمليات بنك النرويج المركزي، يتكون من سبعة أعضاء برئاسة محافظ البنك المركزي، كما يقوم المجلس بإعداد المخططات والإستراتيجيات الخاصة بأنشطة بنك إدارة الاستثمارات "NBIM"، بالإضافة إلى إعداد المبادئ المحددة لكيفية إدارة المخاطر على مستوى بنك إدارة الاستثمارات ويحدد مهام وصلاحيات مجلس إدارة البنك.

- **المجلس الاستشاري "Advisory Council"**: تم تأسيسه من قبل المجلس التنفيذي في سنة 2006 يتكون من أربعة خبراء دوليين، يقوم بتقديم استشارات لمجلس إدارة البنك لتحسين مستوى إدارة استثمارات البنك.

- مجلس المراقبة "Supervisory Council": يتكون من خمسة عشر عضوا يتم تعيينهم من قبل البرلمان، تتمثل مهمته في مراقبة العمليات والأنشطة التي يقوم بها بنك "NBIM" ومدى مطابقتها للقوانين والأنظمة المراجعة، والتدقيق والمصادقة على القوائم المالية السنوية للبنك، بالإضافة إلى المصادقة على ميزانية البنك.

- المجموعة القيادية للبنك "Leader Group": تتكون من مختلف الإطارات المكلفة بتنفيذ سياسات واستراتيجيات البنك وتضم هذه المجموعة المدير التنفيذي للبنك بالإضافة إلى رؤساء مصالح استثمارات الخزينة، إدارة المخاطر، العمليات، العلاقات الإستراتيجية، المراجعة. ويتوفر بنك إدارة الاستثمارات على خمسة مكاتب فرعية في كل من أوسلو، نيويورك الأمريكية، لندن، شنغهاي بالصين، وفي سنغافورا، كما يوظف البنك 550 موظفا من 35 دولة¹.

3. الإستراتيجية الاستثمارية لصندوق الثروة السيادية النرويجي في الأسواق العالمية

إن أهم ما يميز الإستراتيجية الاستثمارية للصندوق السيادي النرويجي هو توجهه نحو الاستثمار خارج البلد وليس داخله، وذلك من أجل تجنبه تداعيات ظاهرة المرض الهولندي. فالاستثمار بالخارج يساعد في موازنة الضغوط والعواقب الضارة التي تسببها التدفقات الكبيرة من النقد الأجنبي لاسيما تحسن قيمة عملتها المحلية ومن ثم تدهور تنافسية صادراتها غير النفطية.

وترتكز إستراتيجية الصندوق الاستثمارية على مبدأ تحويل الإيرادات النفطية إلى أصول مالية وعقارية ذات عوائد دائمة، حيث يعتبر هذا الصندوق بمثابة شركة متعددة الجنسيات تعمل على الاستثمار في مختلف أنحاء العالم في ثلاث مجالات وهي: الاستثمار في الأسهم، الاستثمار في السندات، والاستثمار في العقارات (منذ 2011). وبحسب آخر الإحصائيات المقدمة من البنك المركزي النرويجي، تستحوذ الأسهم على الحصة الكبيرة من استثمارات الصندوق فعلى سبيل المثال كان توزيع استثماراته في نهاية سنة 2016 كما يلي²: الأسهم 62.5%، السندات 34.3%، العقارات 3.2%.

يضاف إلى ما سبق أن الإستراتيجية الاستثمارية للصندوق تستهدف تملك حصص (مساهمات) صغيرة في شركات متعددة، وليس العكس (أي مساهمات كبيرة في شركات محدودة). وفي هذا السياق تتولى الهيئة المشرفة على تنفيذ استثماراتها "NBIM" بمتابعة كل التطورات الحاصلة على مستوى الاقتصاد العالمي³.

¹ الموقع الرسمي لبنك إدارة الاستثمارات "NBIM" على الموقع الإلكتروني: "2017/11/23"

<https://www.nbim.no/en/organisation>

² Norges Bank Investment Management, GPF annual Report, 2016, p 7.

³ عبد الحميد مرغيت، مرجع سابق، ص 13.

الجدول رقم (4-2): التوزيع الجغرافي لاستثمارات الصندوق النرويجي في نهاية 2016

المنطقة	النسبة	عدد الشركات
دول أمريكا الشمالية	42.3%	2268
دول أوروبا	36%	1881
دول آسيا والمحيط الهادي	17.9%	4226
باقي الدول*	3.8%	610
المجموع	100%	8985

Source :Government Pension Fund, global annual report 2016, p27.

من خلال الجدول نلاحظ أن الصندوق يركز استثماراته في الخارج، وذلك لتفادي آثار تقلبات أسعار النفط حيث يستثمر في 8985 شركة موزعة على 77 دولة حول العالم، إلا أن استثماراته تتركز في أمريكا الشمالية بنسبة 42.3% موزعة على 2268 شركة، تليها أوروبا بنسبة 36% موزعة على 1881 شركة و18% في آسيا والمحيط الهادي وحوالي 4% في باقي دول العالم.

1.3. أهم المبادئ التي تحكم استثمارات الصندوق

خلافًا للكثير من صناديق الثروة السيادية العالمية، يعتبر صندوق التقاعد الحكومي العالمي النرويجي نموذجًا رائعا في الشفافية والالتزام بالمعايير الأخلاقية الصارمة، ومن هذه المبادئ¹:

1.1.3. الشفافية: تتجلى ملامح شفافية الصندوق في أمرين رئيسيين هما:

- إخضاع حسابات الصندوق سنويا للتدقيق والمراجعة الخارجية من طرف مكتب التدقيق العمومي "Office of the Auditor General" في النرويج وذلك وفق المعايير المحاسبية الدولية.

- انتظام تدفق المعلومات للجمهور حول كافة أنشطة الصندوق من خلال نشر تقارير دورية (كل ثلاثة أشهر) حول إدارة أنشطته وحساباته. كما يقوم البنك المركزي النرويجي بإعلام الجمهور تباعا بكل العمليات والأنشطة الاستثمارية الجديدة للصندوق.

2.1.3. الالتزام بالمعايير الأخلاقية الصارمة

تتمتع النرويج بسمعة طيبة في مجال حماية البيئة والتنمية المستدامة، بالإضافة إلى قلقها الكبير من تنامي ظاهرة "التغير المناخي" قد دفعها إلى جعل عمل صندوقها السيادي يلتزم بالمعايير الأخلاقية. ففي

* باقي الدول: تضم دول أمريكا اللاتينية، إفريقيا والشرق الأوسط، والمنظمات الدولية.

¹ عبد الحميد مرغيت، مرجع سابق، ص ص 14-15 .

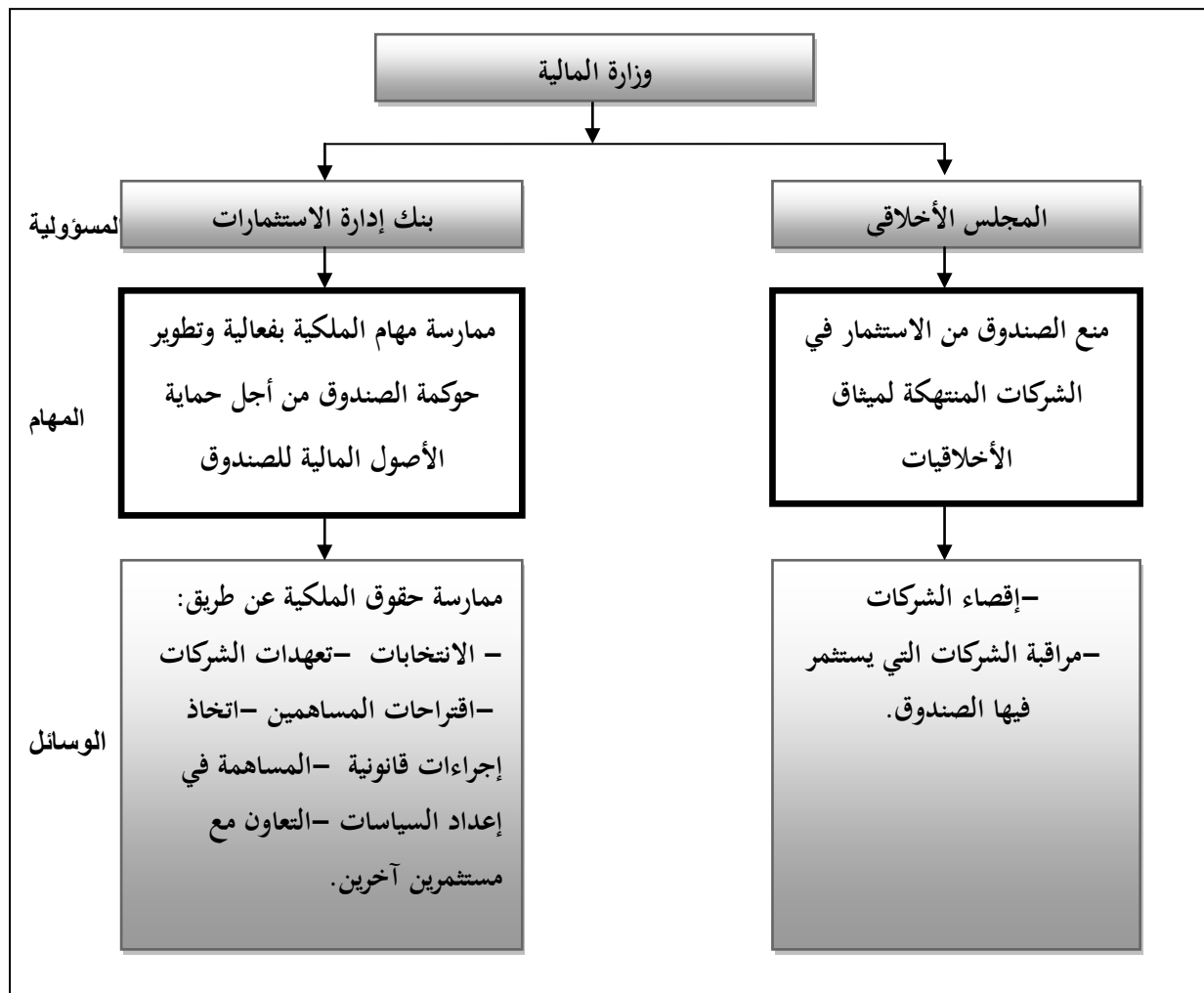
شهر نوفمبر من عام 2003 شرعت الحكومة النرويجية في صياغة الإطار العام للقيم الأخلاقية لاستثمارات الصندوق وذلك بناء على تقرير مقدم من طرف لجنة شكلت لهذا الغرض عرفت باسم "لجنة غرافر" "Graver Commitee"، وبتاريخ 19 نوفمبر 2004 قامت وزارة المالية النرويجية بتتصيب المجلس الاستشاري للصندوق النفطي حول القيم الأخلاقية " Petroleum Funds Advisory Council On " Ethics"، وهو مجلس مكون من خمسة أعضاء معينين من الوزارة، حيث أوكلت لهم مهمة مراقبة مدى أخلاقية المؤسسات التي تستثمر فيها موجودات الصندوق النفطي، ويقدم المجلس تبعا لذلك توصياته للحكومة بعدم الاستثمار في الشركات التي يثبت عدم احترامها للمعايير الأخلاقية (كعدم الحفاظ على البيئة) ومن ثم تطلب الحكومة من البنك المركزي باعتباره الوصي على هذا الصندوق باستبعاد هذه الشركات من المحفظة الاستثمارية للصندوق.

وترتكز الإدارة الأخلاقية للصندوق التي أصبحت سارية المفعول منذ الفاتح من ديسمبر 2004، على مبدأ عدم الاستثمار في شركات تتسبب في أضرار بيئية أو في شركات متورطة في تجارة السلاح أو عمالة الأطفال إلى غير ذلك من الشبهات القانونية التي تتنافى و قواعد التنمية المستدامة. وبشكل خاص تشمل معايير الإقصاء الاستثمار في المجالات التالية¹:

- انتهاكات حقوق الإنسان مثل: القتل، التعذيب، الحد من الحرية، الأشكال السيئة لتوظيف واستغلال الأطفال.
- المساس الخطير بالحقوق الفردية في حالات الحروب والأزمات.
- التدهور الخطير للبيئة.
- المؤسسات التي تنشط في صناعة السلاح النووي و التبغ.

¹ Guidelines for observation and exclusion of companies from the Government Pension Fund Global Adopted 18 December 2014 by the Ministry of Finance pursuant to the Royal Decree of 19 November 2004. Latest amendment 10 February 2017 : <http://etikkradet.no/en/council-on-ethics/>

الشكل رقم (4-3): دور المجلس الأخلاقي في حوكمة الصندوق السيادي النرويجي



المصدر: بوفليخ نبيل، دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية الواقع والأفاق مع الإشارة إلى حالة الجزائر، مرجع سابق، ص 152.

2.3. آليات عمل صندوق الثروة السيادية النرويجي

يمكن تلخيص المبادئ الأساسية لصندوق الثروة السيادية النرويجي في النقاط التالية¹:

- تتولى وزارة المالية المسؤولية العليا لإدارة الصندوق، وتقوم الوزارة سنوياً بتحضير بيان مفصل عن عائدات النفط تقدمه عن طريق الحكومة إلى البرلمان كجزء من ميزانية الدولة. وقد أوكلت وزارة المالية مهام الصندوق التشغيلية للبنك المركزي النرويجي.

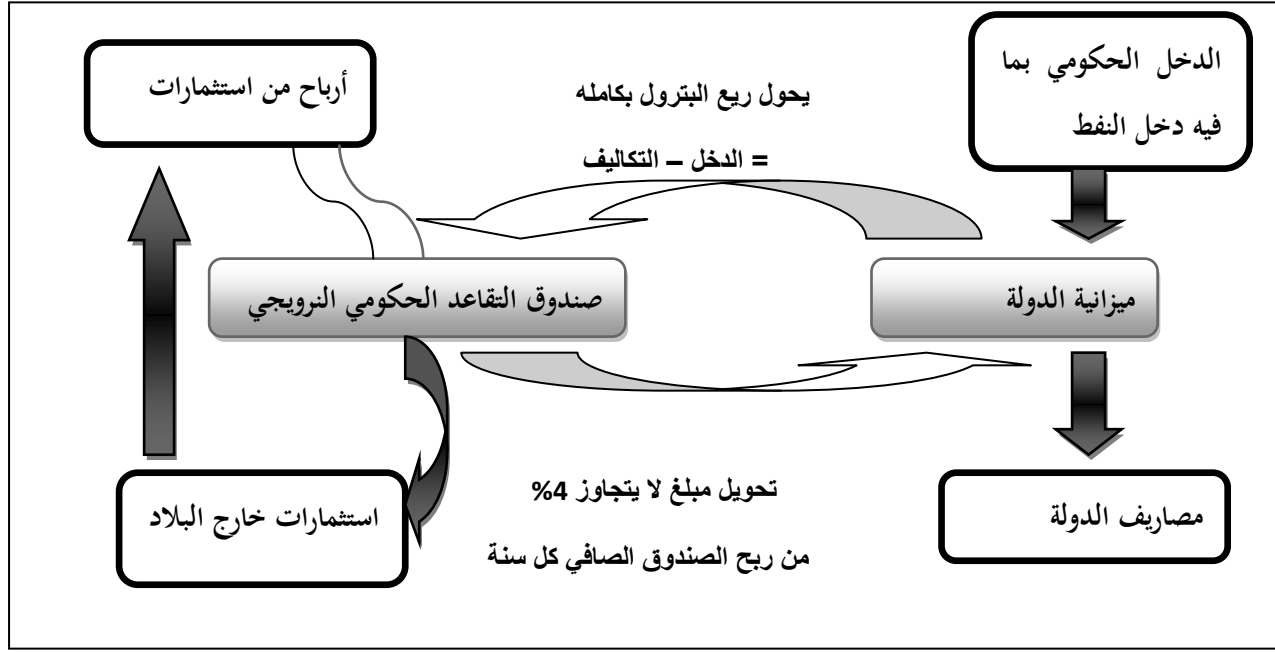
- كقاعدة عامة، اتفقت عليها الأكثرية من السياسيين في البلد، يجب أن لا يتجاوز النقص في الميزانية تحت الظروف الاعتيادية نسبة تزيد على (4%) من الربح السنوي من الاستثمارات التي يتولاها الصندوق.

¹ فاروق القاسم، النموذج النرويجي "إدارة المصادر البترولية"، عالم المعرفة، الكويت، 2010، ص 404.

- في أي سنة لا يسمح للحكومة سحب أية أموال من الصندوق تزيد على النقص في ميزانية الدولة غير النفطية (أي الميزانية باستثناء كل ما يتعلق بصناعة النفط).

- يشمل دخل الصندوق كل عائدات النفط، وكذلك ربح الاستثمارات التي يقوم بها الصندوق.

الشكل رقم (4-4): آلية عمل صندوق الثروة السيادية النرويجي

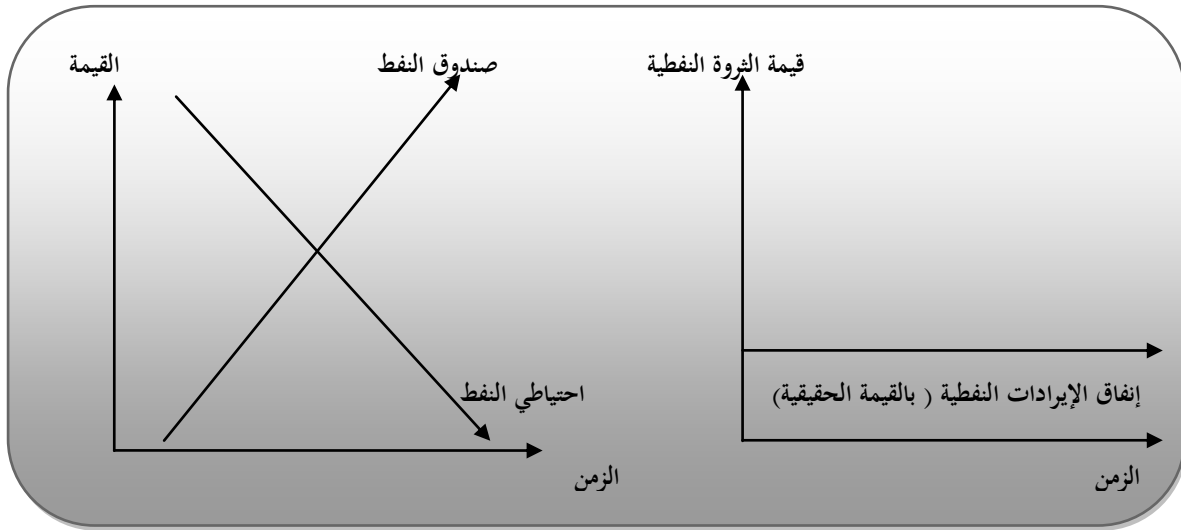


المصدر: فاروق القاسم، النموذج النرويجي "إدارة المصادر البترولية"، عالم المعرفة، الكويت، 2010 ص405.

يوضح الشكل السابق كيفية عمل الصندوق مع أدوات السياسة المالية من إيرادات ونفقات وموازنة عامة، حيث أن الصندوق يكون على صلة مع الإيرادات العامة من ناحيتين، الأولى كونه مستلم صاف وبصورة دورية للإيرادات العامة، وبالتحديد إيرادات القطاع النفطي الحكومي والتي تشكل جزءا مهما من الإيرادات العامة، ومن الناحية الثانية كونه مكونا للإيرادات العامة، حيث تتولد هذه الأخيرة نتيجة قيامه بعمليات استثمار غير مباشرة لأصول الصندوق في الأسواق النقدية والمالية العالمية .

كذلك الحال بالنسبة للنفقات العامة، فإن الصندوق على صلة بها من ناحيتين أيضا، ولكن هنا من حيث البعد الزمني (القصور الأجل والطويل الأجل)، ففي الأجل القصير يعمل الصندوق كعمول للعجز المخطط في الموازنة العامة. أما في الأجل الطويل، فمن خلال الدور الادخاري الذي يقوم به الصندوق، فإنه سوف يعمل على تغطية وتمويل النفقات العامة في المستقبل، أثناء وبعد النضوب التدريجي للاحتياطيات المؤكدة من النفط كما هو موضح في الشكل الموالي:

الشكل رقم (4-5): آلية عمل صندوق الثروة السيادية النرويجي في الأجل الطويل



المصدر: محمد حسين الجبوري وآخرون، التجربة النفطية في النرويج وإمكانية تطبيقاتها في العراق، مجلة الإدارة والاقتصاد المجلد الثالث، العدد 10، جامعة كربلاء، العراق، 2015، ص 154.

يتضح مما ورد أعلاه، أن الصندوق هو في الواقع جزء لا يتجزأ من الميزانية، وما يحول إليه في النهاية مجموع الفائض من الميزانية العامة، بما في ذلك عوائد النفط. ومن أهم التعليمات التي وضعتها وزارة المالية للعمل في الصندوق هي كالاتي¹:

- الصندوق مخول في استثمار أمواله خارج النرويج فقط. ولا يجوز الاستثمار داخل النرويج، وأقصى حد ممكن أن يمتلكه الصندوق في أي شركة لا يتجاوز 10% من رأسمالها.
- يجب أن يسعى الصندوق إلى تحقيق أعلى ربح ممكن مع أقل مجازفة.
- على الصندوق تحاشي المشاريع التي تسيء إلى حقوق الإنسان، والابتعاد عن الرشوة، أو الإساءة إلى البيئة وذلك للمحافظة على سمعة البلد.
- تحديد مكونات المحفظة الاستثمارية والأماكن الجغرافية لاستثمارات الصندوق.
- إعداد محفظة استثمار مرجعية للصندوق وإلزام البنك المركزي بضرورة التقيد بها من أجل التقليل من المخاطر المصاحبة لاستثمارات الصندوق.

وحسب المادة 04 من تعليمات وزارة المالية المتعلقة بتنظيم وإدارة صندوق المعاشات الحكومي الإجمالي نجد أن وزارة المالية قد حددت مكونات المحفظة الاستثمارية وأماكن الاستثمار كما يلي:

¹ فاروق القاسم، النموذج النرويجي "إدارة المصادر البترولية"، مرجع سابق، ص 405.

- **مكونات المحفظة الاستثمارية:** تتكون المحفظة الاستثمارية للصندوق السيادي النرويجي من الأسهم بنسبة 50%-70%، ومن السندات بنسبة تتراوح بين 30%-50%، وتتوزع هذه المحفظة الاستثمارية حسب المناطق الجغرافية وفق الجدول التالي:

الجدول رقم (4-3): التوزيع الجغرافي للمحفظة الاستثمارية للصندوق السيادي النرويجي في

الأسواق العالمية

المحفظة / المنطقة الجغرافية	أوروبا	أمريكا وإفريقيا	آسيا والمحيط الهادي
الأسهم	40-60%	25-45%	5-25%
السندات	50-70%	25-45%	5-25%

المصدر: مهديد فاطمة الزهراء، حواس مولود، التجربة النرويجية كأحد التجارب الناجحة في إدارة صندوق الثروة السيادي الفرص التحديات، والدروس المستفادة للجزائر، مداخلة مقدمة لفعاليات الملتقى الدولي الثاني حول " متطلبات تحقيق الإقلاع الاقتصادي في الدول النفطية في ظل انهيار أسعار المحروقات"، جامعة آكلي محند أولحاج البويرة، الجزائر، 29-30 نوفمبر 2016، ص 11.

- **مكونات المحفظة الاستثمارية المرجعية (Benchmark Portfolio):** محفظة الاستثمار المرجعية هي محفظة معيارية أو نموذجية يتم إعدادها مسبقا من طرف وزارة المالية بهدف تحقيق محفظة استثمار مثلى وهي المحفظة التي تحقق أكبر عائد بأقل خطر ممكن، علما أن بنك النرويج ملزم بتكوين محفظة استثمار فعلية للصندوق مطابقة للمحفظة المرجعية المعتمدة من قبل وزارة المالية مع السماح بهامش خطأ أو بانحراف معياري في حدود $(\pm 5,1\%)$ إذ يجب أن لا يتجاوز الفرق بين مكونات محفظة الاستثمار الفعلية والمحفظة المرجعية المجال المحدد سلفا، وتتكون محفظة الاستثمار المرجعية من: محفظة مرجعية للسندات بنسبة 40% ومحفظة مرجعية للأسهم بنسبة 60%¹.

4. تقييم أداء صندوق الثروة السيادية النرويجي في الأسواق المالية ومؤشرات نجاح النرويج

لقد كشف تقرير معهد صناديق الثروة السيادية "SWFI" 2016، أن الصندوق السيادي للنرويج بأصول قيمتها² 885 مليار دولار يتصدر الصناديق السيادية في العالم، وحسب التقرير السنوي لصندوق المعاشات الحكومي النرويجي لسنة 2016 فقد بلغت القيمة السوقية لأصول الصندوق 7510 مليار كرونة نرويجية، وتشكل توظيفات الصندوق في الأسهم ما نسبته 1.3% من الرسملة البورصية العالمية التي يشملها

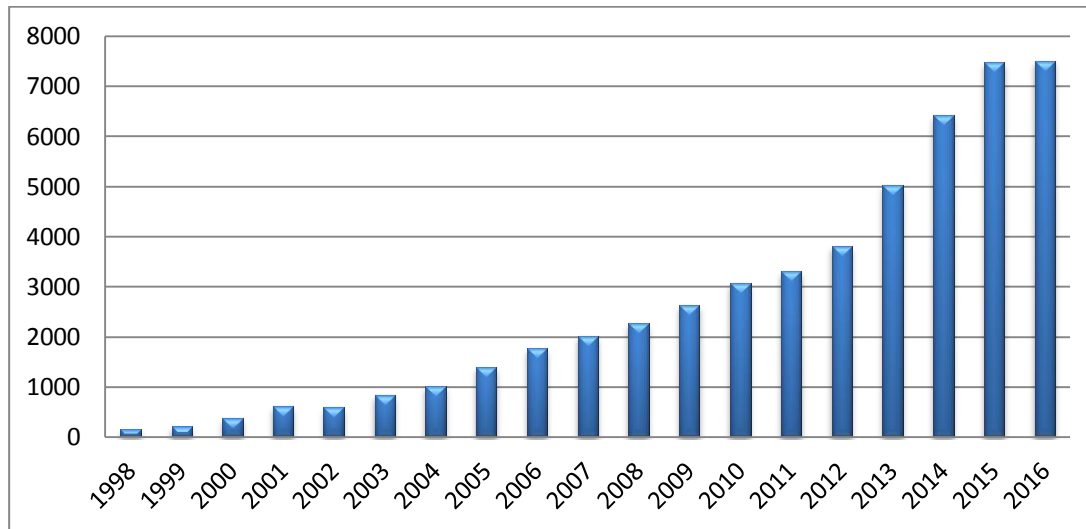
¹ بوفليخ نبيل، دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية الواقع والأفاق مع الإشارة إلى حالة الجزائر مرجع سابق، ص 150.

² Sovereign wealth fund Institute, "15/3/2017": <http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings>.

مؤشر "FTSE Global Equity"، و2.3% في أوروبا، ويتواجد الصندوق في 77 بلد، ويعمل على إدارة استثمارات مقومة بحوالي 34 عملة مختلفة¹. كما تصدر هذا الصندوق حسب مؤشر "لينابورغ-مادويل للشفافية" المرتبة الأولى، حيث حصل على كامل النقاط العشر على سلم المؤشر.

الشكل رقم (4-6): تطور القيمة السوقية لأصول الصندوق السيادي النرويجي في الفترة "1998-2016"

"الوحدة: مليار كرونة"



المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على التقارير السنوية لصندوق المعاشات الحكومي النرويجي لعدة سنوات.

يوضح الشكل السابق التطور الكبير الذي عرفته القيمة السوقية لأصول الصندوق السيادي النرويجي حيث ارتفع حجم الأصول من 172 مليار كرونة سنة 1998 إلى 7510 مليار كرونة سنة 2016 أي تضاعف بحوالي 44 مرة، وذلك رغم أثر الأزمة المالية والاقتصادية على الأسواق المالية العالمية، ويعود ذلك إلى إستراتيجية التنويع في استثمارات الصندوق التي تهدف إلى التقليل من المخاطر، والتي مكنت الصندوق من تعويض الخسائر في وقت قصير ليعرف ارتفاعاً في حجم الأصول حتى في ظل الأزمة. وهذا دليل على الإستراتيجية الجيدة التي تتميز بدرجة عالية من الكفاءة في إدارة العوائد النفطية من خلال التسيير الفعال والكفء لموارد الصندوق، الذي يهدف إلى تحقيق نمو مستدام في أصوله من أجل حماية حقوق الأجيال القادمة في هذه الثروة الناضبة.

* مؤشر "FTSE" العالمي يعتبر أحد أنواع المؤشرات المختصة بقياس القيمة السوقية للأسهم المتداولة في معظم الأسواق المالية العالمية، علماً أن المؤشر العالمي يقيس القيمة السوقية لـ95% من الأسهم المتداولة في أرجاء العالم، تم إعداد هذا المؤشر من طرف المؤسسة البريطانية "Financial Times Stock Exchange".

¹ Government Pension Fund, global annual report 2016, p 26.

1.4. تقييم أداء صندوق الثروة السيادية النرويجي في الأسواق المالية

إن تحديد مدى تحقيق صندوق الثروة السيادية النرويجي لأهدافه التي أنشئ من أجلها، يستلزم علينا معرفة وتحليل النتائج المحققة خلال فترات معينة من خلال إبراز تطورات كل من العائد الحقيقي للصندوق وكذا عوائد مكونات المحفظة الاستثمارية له.

والجدول رقم (4-4) يوضح تطور العائد الحقيقي لمحفظة الاستثمار الخاصة بالصندوق:

جدول رقم (4-4): تطور العائد على استثمارات صندوق الثروة السيادية النرويجي للفترة (2008-2016)

2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	
6.92	2.74	7.58	15.95	13.42	2.54-	9.62	25.62	-23.30	معدل العائد الإجمالي للصندوق %
447	334	544	692	447	86-	264	613	633-	العائد الإجمالي (مليار كرونة)
8.72	3.83	7.90	26.28	18.06	8.84-	13.34	34.27	40.71-	معدل العائد على الأسهم %
4.32	0.33	6.88	0.10	6.68	7.03	4.11	12.49	0.54-	معدل العائد على السندات %
0.78	9.99	10.42	11.79	5.77	4.37-	-	-	-	معدل العائد على العقارات %

Source : Government Pension Fund, global annual report 2016, p 19.

يشير الجدول رقم (4-4) إلى أن العائد الحقيقي لمحفظة الصندوق، قد سجل تطورات متباينة خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 إلى غاية سنة 2016، وهذا راجع إلى الأحداث المهمة التي شهدتها السوق النفطية العالمية، وكذا الاقتصاد العالمي في هذه الفترة محل الدراسة، بحيث نلاحظ أنه خلال سنة 2008 التي شهدت اندلاع الأزمة المالية العالمية، تكبد صندوق التقاعد الحكومي العالمي خسائر كبيرة حيث تراجعت قيمته السوقية بمعدل سالب 23.30% أو ما يعادل 633- مليار كرونة، وهي أقل نسبة سجلها الصندوق منذ نشأته حتى سنة 2016. ولكن مع انتعاش الأسواق المالية مجددا عام 2009 ولاسيما خلال الربع الثاني، بالإضافة إلى نجاح الإستراتيجية الاستثمارية المعتمدة من قبل إدارة الصندوق، والتي تفضل الاستثمار في الأسهم على حساب الاستثمار في السندات، نتيجة انخفاض معدلات الفائدة في الأسواق المالية العالمية، حقق الصندوق معدل عائد على الاستثمار بلغ 25.62%، أي ربح مقداره 613 مليار كرونة، وهو أعلى عائد يحققه الصندوق منذ بداية نشاطه الاستثماري. وفي عام 2011 عادت خسائر الصندوق من جديد بفعل تداعيات أزمة الديون السيادية في أوروبا والتراجع الحاد في أسواق الأسهم

الأوروبية، ثم لينتعث نشاط الصندوق مجددا خلال عامي 2012 و 2013 حيث حقق ربحا مقداره 447 و 692 مليار كرونة على التوالي، إلا أنه خلال السنوات الثلاث الأخيرة (2014، 2015، 2016) انخفضت معدلات العائد على الاستثمار، إلا أن الصندوق بقي يحقق أرباحا قدرت ب 544، 334، و 447 على التوالي وذلك رغم انخفاض أسعار النفط في الأسواق العالمية خلال هذه الفترة، أما خلال الفترة (1998 - 2016) فقد بلغ متوسط العائد السنوي للصندوق 5.7%.

وتعتبر محفظة الأسهم والسندات والعوائد الناجمة عنهما المحرك الرئيسي للنمو الذي يحققه الصندوق في حين أن مداخل الإيجارات لازالت ضعيفة، ويمكن رصد تطورات عوائد محفظة السندات والأسهم كالتالي:

- **محفظة السندات:** خلال الفترة (2008-2016) تخلت إدارة الصندوق عن إستراتيجية الاستثمار في السندات بحيث قامت بتخفيض نسبة الاستثمار في السندات إلى 40% بدلا من 60%، وهذا نتيجة الانخفاض الكبير الذي شهدته معدلات العائد الحقيقي للمحفظة خصوصا سنة 2008 إذ بلغ معدله -0.54%. وهذا ما يمكن تفسيره بالانهيار الكبير الذي عرفته أسعار ومعدلات فائدة السندات خلال سنة 2008 بسبب الأزمة المالية العالمية. أما سنة 2009 فقد حقق فيها العائد الحقيقي أعلى مستوى له فقد انتقل من -0.54% سنة 2008 إلى 12.49% مع نهاية سنة 2009، ليعود للانخفاض مرة أخرى ابتداء من سنة 2010، إذ بلغ معدل العائد الحقيقي خلال هذه السنة 4.11% ليصل سنة 2013 إلى 0.1% وهذا نتيجة تداعيات الأزمة المالية العالمية لسنة 2010 وآثارها. كما سجلت السنوات الثلاث الأخيرة (2014، 2015، 2016) تذبذبا في معدلات العائد (6.88%، 0.33%، 4.32%) على التوالي وذلك نتيجة عدم الاستقرار الذي تشهده السوق العالمية للنفط هذه الفترة.

- **محفظة الأسهم:** أهم ما ميز هذه الفترة الأزمة المالية العالمية التي أثرت سلبا على الأسواق المالية العالمية، وبالتالي تسجيل انخفاض قياسي في عائد الأسهم بلغ سنة 2008 معدل -40.71% وهو انخفاض كبير يبين مستوى الخسارة التي لحقت بصندوق الثروة النرويجي نتيجة الأزمة المالية العالمية. وفي سنة 2009 حققت فيها محفظة الأسهم أرباحا قياسية حيث قدر العائد ب 34.27% وهو مستوى لم يحقق من قبل، مما يبين نجاح إدارة الصندوق في التعويض النسبي للخسائر التي لحقت بالصندوق في سنة 2008 ويؤكد بداية تعافي الأسواق المالية العالمية من الأزمة وتراجع حدتها، لتعود للانخفاض مرة أخرى سنة 2010 إلى 13.34% ثم إلى -8.84% سنة 2011 بسبب الأزمة المالية العالمية لسنة 2010 وتأثيراتها التي امتدت إلى غاية 2011، ليرتفع سنة 2012 إلى 18.06% ثم إلى 26.28% سنة 2013، إلا أنه في السنوات الثلاث الأخيرة (2014، 2015، 2016) انخفض إلى (7.90%، 3.83%، 8.72%) على التوالي بسبب أزمة النفط في الأسواق العالمية.

2.4. مؤشرات نجاح النرويج على صعيد إدارة الاقتصاد الكلي

استطاعت النرويج بفضل الإدارة الحكيمة لثروتها النفطية لاسيما تبنيها للقاعدة الهيكلية للمالية العامة التي سبق ذكرها، تجنب تداعيات المرض الهولندي على اقتصادها. فبالرغم من أهمية احتياطات البلد من النفط والغاز، غير أن مساهمتها في الاقتصاد الكلي محدودة ولم تؤثر على باقي القطاعات المنتجة للثروة فقد باتت النرويج دولة نفطية ذات اقتصاد متنوع، وتتبوأ مكانة مرموقة من حيث حجم الصادرات وتنوعها كما أن مستويات الاستثمار والطلب العالية قد حفزت عمليات التوسع في مؤسسات الأبحاث وقطاعات التقنية وخدمات الأعمال، مما دفع بالكثير من هذه القطاعات القائمة على المعرفة لتصبح مصادر جديدة للصادرات، ولتكون منصة لتطوير قطاعات تصدير جديدة بعيدا عن النفط، الأمر الذي قلل اعتماد النرويج على مداخل النفط. وتشير إحصائيات 2016¹ إلى أن قطاع النفط والغاز في النرويج يشكل 13% من الناتج المحلي الإجمالي، و35% من الصادرات، و11% من إيرادات الدولة، و22% من إجمالي الاستثمارات. والجدول التالي يوضح أداء بعض المؤشرات الكلية للنرويج:

جدول رقم (4-5): بعض المؤشرات الاقتصادية للنرويج (2012-2016) (نسبة مئوية)

المؤشر/السنوات	2012	2013	2014	2015	2016
معدل النمو	2.8	1	1.9	1.6	1.1
معدل التضخم	0.7	2.1	2	2.2	3.6
معدل البطالة	3.2	3.5	3.5	4.4	4.8
معدل الصادرات	1.4	1.7-	3.1	3.7	0.5-
معدل الواردات	3.2	4.9	2.4	1.6	0.8
معدل الاستثمار	7.6	6.3	0.7-	3.8-	0.3

Source : Focus economics, Norway economic outlook : 2-12-2017 <https://www.focus-economics.com/countries/norway>

يتضح من الجدول (4-5) نجاح النرويج في إدارة اقتصادها الكلي، حيث تتميز باقتصاد يتمتع بنمو اقتصادي مستقر وقدرة على التصدير والتحكم في الواردات، ونمو في معدلات الاستثمار، وضعف معدلات التضخم والبطالة.

هذا الوضع الجيد الذي وصلت إليه النرويج جعلها تتربع على عرش التصنيفات الاقتصادية والاجتماعية العالمية، كما استطاعت أن تحقق أحد أدنى المعدلات العالمية في مجال التفاوت بين الدخل

¹ Norwegian Petroleum, the government's revenues : "13/04/2017" : <https://www.norskipetroleum.no/en/economy/governments-revenues/>

ويؤكد ذلك بشكل جلي احتلالها المرتبة الأولى عالميا في تقارير التنمية البشرية لبرنامج الأمم المتحدة لمدة ستة سنوات متتالية (2001-2006) ثم استعادت هذه المرتبة في 2009 و 2014 و 2015¹.

المبحث الثاني: عرض وتقييم تجربة صندوق ضبط الموارد الجزائري

يعتبر قطاع المحروقات بالجزائر المحرك الرئيسي للاقتصاد، حيث تعتبر الجزائر رابع مصدر للغاز عالميا، وتمثل المحروقات 97% من الإيرادات الجزائرية، و60% من إيرادات الميزانية، ويساهم بنسبة أكبر من الثلث من الناتج المحلي الإجمالي للبلد. وقد تميزت سنة 2000 بتحقيق الجزائر لفوائض مالية معتبرة شملت الموازنة العامة وميزان المدفوعات بسبب الارتفاع الهام لأسعار المحروقات في الأسواق العالمية خلال نفس السنة، الأمر الذي ساهم في الانتقال من حالة العجز في الميزانية قدر سنتي 1998 و 1999 بـ 101.3 مليار دج و 11.2 مليار دج على التوالي إلى فائض سنة 2000 قدر بـ 400 مليار دج نتيجة ارتفاع إيرادات الجباية البترولية إلى 1213.2 مليار دينار²، بذلك اتخذت الحكومة إجراءات ومعايير صارمة أثناء إعداد الميزانية العامة للدولة التي اعتمدت سعر مرجعي متوقع لأسعار المحروقات تحدد وفقه إيرادات الميزانية العامة، وحدد هذا السعر بـ 19 دولار للبرميل، وأمام فارق وصل إلى 9.5 دولار للبرميل بين السعر المرجعي والسعر السوقي³ توجهت الحكومة الجزائرية إلى فكرة امتصاص هذا الفائض من خلال إنشاء صندوق يتولى تلك المهمة يطلق عليه اسم "صندوق ضبط الموارد" "FRR". ومنذ إنشاء الصندوق سنة 2000 بدأت عائدات المحروقات تتوزع بين الجباية البترولية المدرجة في الميزانية العامة لتمويل النفقات العامة، وصندوق ضبط الموارد الذي تتكون موارده على العموم من فوائض الجباية البترولية.

1. تقييم إدارة العوائد البترولية في الجزائر

إن المتتبع للسياسات المالية في الجزائر، وأساليب إدارة العوائد البترولية ضمنها، يتساءل عن فلسفة السياسات المالية في إدارة الإيرادات النفطية ومدى اعتبارها ثروة تحاول السلطات العامة قدر المستطاع استدامة الانتفاع بها وتوجيه أكبر قدر من إيراداتها لاستثمارات تولد دخولا مستقبلياً. أو اعتبار الإيرادات النفطية دخلا يصرف على أوجه الإنفاق المختلفة بما فيها النفقات التشغيلية الجارية.

¹ تقرير التنمية البشرية، برنامج الأمم المتحدة الإنمائي، واشنطن، عدة أعداد، على الموقع "2017/12/2":

<http://hdr.undp.org>.

² le rapport de la banque d'Algérie, finances publiques, 2003.

³ مديرية التوقعات والسياسات، وزارة المالية، 2010.

* FRR : Le fond de régulation des recettes

1.1. الوضع المالي العام للميزانية العامة في الجزائر

حسب بيان صندوق النقد الدولي الصادر في 26 ماي 2016، والمتعلق باختتام مشاورات المادة الرابعة مع الجزائر لعام 2016، لا تزال الجزائر تواجه تحديات كبيرة يفرضها انخفاض أسعار النفط. وقد حافظ النشاط الاقتصادي على صلابته بوجه عام، ولكن تباطأ النمو في القطاع غير الهيدروكربوني إلى 2.9% في عام 2016 جزئياً تحت تأثير تخفيضات الإنفاق. وفي عام 2015، زاد إجمالي الناتج المحلي الحقيقي بنسبة 3.9%، وارتفع التضخم إلى 4.8%، وزاد عجز المالية العامة إلى الضعف ليصل إلى 16% من إجمالي الناتج المحلي بسبب الانخفاض في الإيرادات الجبائية للمحروقات، كما حدث اتساع حاد في عجز الحساب الجاري نتيجة لهبوط الصادرات الهيدروكربونية بنسبة تقارب النصف. ورغم أن الاحتياطات لا تزال كبيرة، فقد انخفضت بمقدار 35 مليار دولار لتبلغ 143 مليار دولار، مقارنة بمستوى الذروة الذي بلغ 192 مليار دولار في 2013. ولا يزال مستوى الدين الخارجي منخفضاً للغاية¹.

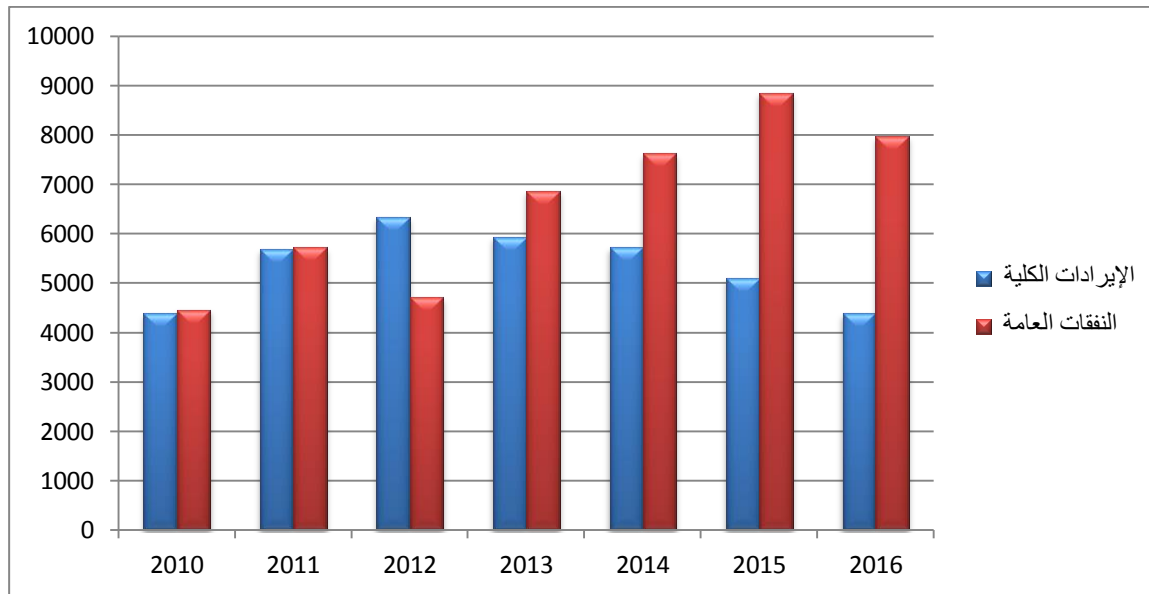
كذلك في سنة 2015، وللسنة السابعة على التوالي، سجلت المالية العامة عجزاً في الميزانية، بلغ 2553.2 مليار دينار أي ما يعادل 15.4% من إجمالي الناتج الداخلي، مقابل عجز قدره 1257.3 مليار دينار أي 7.3% من إجمالي الناتج الداخلي في سنة 2014. وبينما تم تمويل عجز السنوات من 2009 إلى 2012 دون اللجوء إلى أي اقتطاع من مخزون الادخار المالي، المودع لدى بنك الجزائر، فإن تمويل العجز في الميزانية لسنة 2014 وللسنة 2015 تم بواسطة اقتطاعات معتبرة من قائم صندوق ضبط الموارد. ونتج عن الارتفاع الكبير للعجز المقدر بـ 103% في سنة 2015 مقارنة بسنة 2014، على حد سواء، عن الانخفاض في إيرادات الميزانية -11.1%، المرتبطة بالانخفاض في الإيرادات الجبائية للمحروقات -30% إثر الانخفاض المفاجئ والواسع لأسعار البترول، وعن الارتفاع في نفقات الميزانية² 9.4%. والشكل التالي يوضح الوضعية المالية للميزانية العامة للجزائر:

¹ مشاورات المادة الرابعة لصندوق النقد الدولي مع الجزائر، 19 ماي 2016، على الموقع : "2017-12-10"

<https://www.imf.org/external/arabic/np/sec/pr/2016/pr16228a.pdf>

² التقرير السنوي لبنك الجزائر، 2015، ص 77.

الشكل رقم (4-7): الوضعية المالية للميزانية العامة للجزائر



المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على التقارير السنوية لبنك الجزائر لعدة سنوات (2010-2015) ومديرية التوقعات والسياسات لوزارة المالية لسنة 2016.

من خلال الشكل السابق نلاحظ أن الإيرادات الكلية في تراجع والنفقات العامة في تزايد مستمر، مما أدى إلى زيادة العجز في الميزانية، لاسيما في السنوات (2014، 2015، 2016)، ويرجع ذلك إلى الانخفاض في الضريبة البترولية بسبب انخفاض أسعار البترول العالمية من جهة، وكذلك ضعف الضريبة العادية من جهة أخرى، بالإضافة إلى الوزن الكبير للنفقات العمومية ضمن إجمالي النفقات الداخلية. ولضمان استدامة المالية العامة، وأمام ضعف مستوى أسعار البترول في السنوات المقبلة، يصبح من الضروري تحسين تحصيل الضريبة العادية، وترشيد مختلف الإعفاءات الجمركية والجبائية بغية توسيع الوعاء الضريبي وتحفيز الاستثمار المنتج، بالإضافة إلى ترشيد النفقات الجارية ونفقات التجهيز.

وعموما إن استعادة التوازن الاقتصادي الكلي في الجزائر يتطلب حتمية التنويع الاقتصادي، من خلال وضع أدوات تعديل تكميلية، وكذا إصلاحات هيكلية تهدف إلى تعزيز التنظيم الاقتصادي الذي يعد شرطا أساسيا لضمان توزيع أكثر توازنا للموارد، ويسمح بدفع أقوى للاستثمار المنتج للنمو خارج قطاع المحروقات.

2.1. مصادر إيرادات الميزانية العامة في الجزائر

بالرغم من أن جانب الإيرادات في الميزانية العامة يضم في مستوياته عدد من مصادر الإيرادات سواء كانت متعلقة بالموارد الطبيعية والمتمثلة في الجباية البترولية أو الإيرادات السيادية المتأتية من فرض الضرائب والرسوم، أو تلك التي يحققها القطاع العام كحاصل دخل عوائد الأملاك الوطنية، وهو ما يوجي للوهلة الأولى أن الميزانية العامة تركز على تشكيلة من مصادر الإيرادات، إلا أن الواقع يشير إلى هيمنة

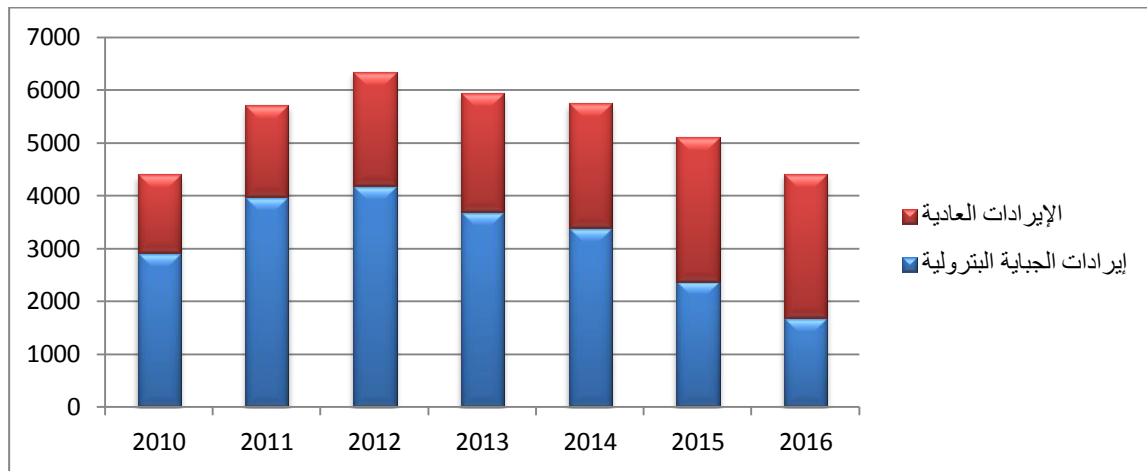
أحد المصادر على حساب تدني إسهام المصادر الأخرى، وهو ما يعني التباين في الإسهام بين مصادر الإيرادات الذي يعد من السمات الأساسية التي تميز تكوين محفظة الإيرادات العامة في الجزائر. وعلى هذا الأساس لا بد من الوقوف على طبيعة هذه المصادر وتحليل مدى مساهمتها في تكوين الميزانية العامة كما يوضحه الجدول التالي:

جدول رقم (4-6): تطور هيكل إيرادات الميزانية العامة في الفترة "2010 - 2016" (مليار دج)

2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	
4405.2	5103.1	5738.4	5940	6339.3	5703.4	4392.8	الإيرادات الكلية
1682.6	2373.5	3388.4	3678.1	4184.3	3979.7	2905	إيرادات الجباية البترولية
38.19	46.5	59	61.9	66	69.78	66.13	النسبة % من الإيرادات الكلية
2722.6	2729.6	2350	2261.9	2155	1723.7	1487.8	الإيرادات العادية
61.81	53.5	41	38.1	34	30.22	33.87	النسبة % من الإيرادات الكلية

المصدر: التقارير السنوية لبنك الجزائر لعدة سنوات (2010-2015)، ومديرية التوقعات والسياسات لوزارة المالية لسنة 2016.

الشكل رقم (4-8): تطور هيكل إيرادات الميزانية العامة في الفترة "2010 - 2016"



المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على الجدول رقم (4-6).

يتضح لنا من خلال الجدول رقم (4-6) أن إيرادات الميزانية العامة للجزائر تقوم على إيرادات الجباية البترولية والإيرادات العادية، وتعد إيرادات الجباية البترولية أهم مصدر تمويل للميزانية العامة للدولة، إذ تراوحت نسبة مساهمتها في حصيلة الإيرادات الكلية ما بين 38.19% و 69.78% في الفترة (2010-2016)، وبالمقابل فإن مساهمة الإيرادات العادية في حصيلة الإيرادات الكلية تعد ضعيفة مقارنة مع الجباية البترولية في السنوات الأولى من الدراسة (2010-2013)، حيث تراوحت نسبة مساهمتها ما بين 30.22% و 38%، إلا أنها شهدت تحسنا ملحوظا وارتفعت عن الإيرادات البترولية في السنوات الثلاث الأخيرة

(2014-2016) لتصل إلى نسبة مساهمة 61.81% بسبب انخفاض أسعار البترول في الأسواق العالمية. كل ذلك يبين أن إيرادات الجباية الكلية للدولة حساسة للتغيرات التي تشهدها أسعار المحروقات.

وقد عرفت الجباية البترولية في الجزائر العديد من التطورات، إذ ارتفعت في سنوات السبعينات وانخفضت في سنوات الثمانينات وعرفت تذبذبات خلال سنوات التسعينات وتطور سريع بعد سنة 2000 وانهايار خطير مع منتصف سنة 2014 أين انخفضت أسعار البترول من 109 دولار للبرميل، إلى دون 50 دولار للبرميل في جانفي 2015 وفي هذا الصدد نتساءل عن كيفية تسيير الدولة لعائداتها من الجباية البترولية في ضوء التغيرات والظروف الدولية الراهنة.

3.1. تحليل تمويل الجباية البترولية للإيرادات العامة لميزانية الدولة

إن المتتبع لتطور الميزانية العامة للدولة يلاحظ أن للجباية البترولية دور هام في تمويل الإيرادات العامة وفيما يلي تحليلًا لنسب مساهمتها خلال العقود الأربعة الماضية¹:

- عرفت الجباية البترولية نسبا منخفضة في بداية السبعينات وذلك لحدثة القطاع آنذاك بعدما تم تأميمه سنة 1971 حيث تراوحت نسبه بين 20% و 40%، ولكن بعد سنة 1974 بدأت النسبة ترتفع إلى أكثر من 50%، وكان متوسط نسبة تمويل الجباية البترولية للإيرادات العامة (1970-1974) 44.19%؛

- أما فترة الثمانينات فقد عرفت تذبذبات خاصة في السنوات 1985-1986-1987 وذلك بسبب انخفاض أسعار البترول، والأزمة الاجتماعية سنة 1988، وكان متوسط نسبة تمويل الجباية البترولية للفترة (1980-1989) هي 42.027%، حيث انخفضت النسبة بـ 2% مقارنة بالعقد الماضي؛

- وفي بداية التسعينات عرفت النسبة تطورا محسوسا أين تجاوزت 50% في جميع السنوات عدا 1990 أين بلغت النسبة 47%، ورغم إصلاح النظام الجبائي سنة 1991 وذلك لإحلال الجباية العادية للبترولية، إلا أن هذه الإصلاحات لم تغير كثيرا من نسبة مساهمة الجباية البترولية للإيرادات العامة للدولة، حيث سجلت الفترة (1990-1999) متوسط نسبة مساهمة 57.618%، وهي نسبة مرتفعة مقارنة بالفترة السابقة بزيادة قدرها 15.59%.

- أما السنوات (2000-2012) فقد عرفت الجباية البترولية نسبا مرتفعة بسبب زيادة صادرات الجزائر وارتفاع أسعار المحروقات، أين بلغ متوسط الفترة نسبة مساهمة قدرها 76.56% بزيادة قدرها 18.94%

¹ صرامة عبد الوحيد، قجاتي عبد الحميد، دراسة وتحليل أداء حوكمة العوائد الطاقوية في الجزائر حسب المؤشرات الدولية- الإشارة إلى الجباية البترولية وصندوق ضبط الموارد- مداخلة ضمن المؤتمر الأول "السياسات الاستخدامية للموارد الطاقوية بين متطلبات التنمية القطرية وتأمين احتياجات دولية"، كلية الاقتصاد، سطيف، 1، 2015، ص9.

مقارنة بالفترة السابقة، وتعد النسبة جيدة في تمويل الاستثمارات العمومية والمخططات التنموية التي عرفتها الجزائر (2001-2014).

إن ارتفاع نسبة مساهمة إيرادات الجباية البترولية يمثل خطرا جسيما على الاقتصاد الوطني، لأن هذه الإيرادات مرهونة بأوضاع وظروف خارجية بعيدة عن أيدي السلطات الجزائرية، وهذا ما تم إدراكه في الفترة الأخيرة أين انخفضت أسعار البترول إلى أقل من 50 دولار للبرميل منذ شهر جوان 2014، الأمر الذي زاد من مخاوف السلطات الجزائرية، وأدى إلى إتباع سياسة التقشف من خلال حجز العديد من المشاريع الإستراتيجية التنموية المعلن تجسيدها قبل 2019 والحرص على الوصول إلى معدل نمو قدره 7%، لكن سوء تسيير وإعادة توزيع وحوكمة العوائد الطاقوية خلال سنوات الرخاء المالي في الفترة السابقة حال دون الوصول إلى هذه الأهداف.

4.1. دور الجباية البترولية في تمويل النفقات العامة في الجزائر

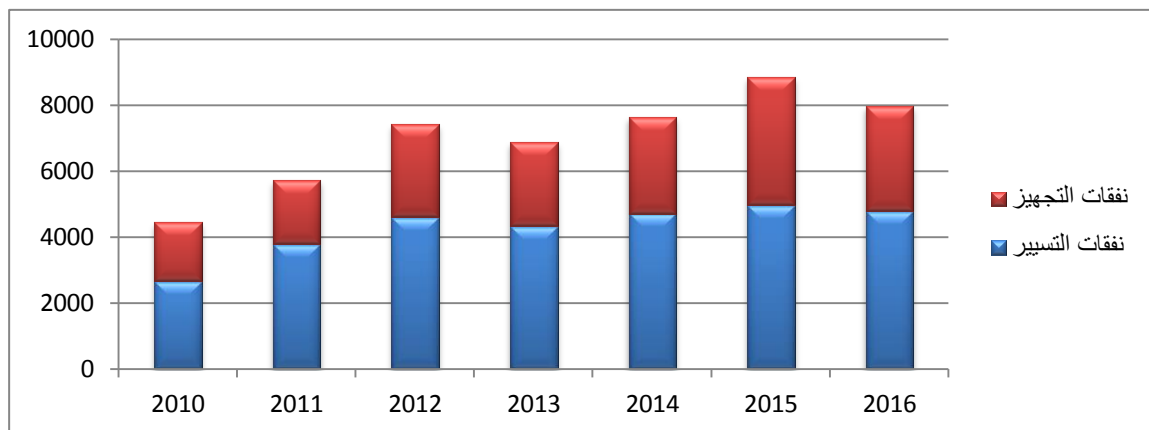
تميزت السياسة الإنفاقية في الجزائر خلال السنوات الأخيرة بتصاعد معدل الإنفاق العام، حيث يرتبط نمو هذا الأخير وتصاعد معدلاته ارتباطا وثيقا بالتطورات الاقتصادية التي تشهدها الجزائر، وتسطيرها لبرامج تنمية اقتصادية قصد النهوض بالاقتصاد الوطني، وكذلك التطورات الاجتماعية وما صاحبها من زيادة في الأجور وتحولات اجتماعية قصد امتصاص الغضب الشعبي ومحاولة البقاء بعيدا عن التحولات السياسية التي تشهدها المنطقة العربية، والجدول رقم (4-7) يبين حجم النفقات العمومية ونفقات كل من ميزانية التسيير والتجهيز ونسبة كل منهما إلى النفقات الكلية للميزانية:

جدول رقم (4-7): تطور هيكل النفقات العامة للدولة في الفترة (2010-2016) (مليار دج)

2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	
7984.1	8858.1	7629.1	6879.8	7428.7	5731.4	4466.9	النفقات العامة
4807.3	4972.3	4714.4	4335.6	4608.3	3797.2	2659.0	نفقات التسيير
60.21	56.13	61.79	63.02	62.03	66.25	59.53	النسبة من النفقات العامة %
3176.8	3885.8	2941.7	2544.2	2820.4	1934.2	1807.9	نفقات التجهيز
39.79	43.87	38.21	36.98	37.97	33.75	40.47	النسبة من النفقات العامة %

المصدر: قوانين المالية لعدة سنوات (2010-2016).

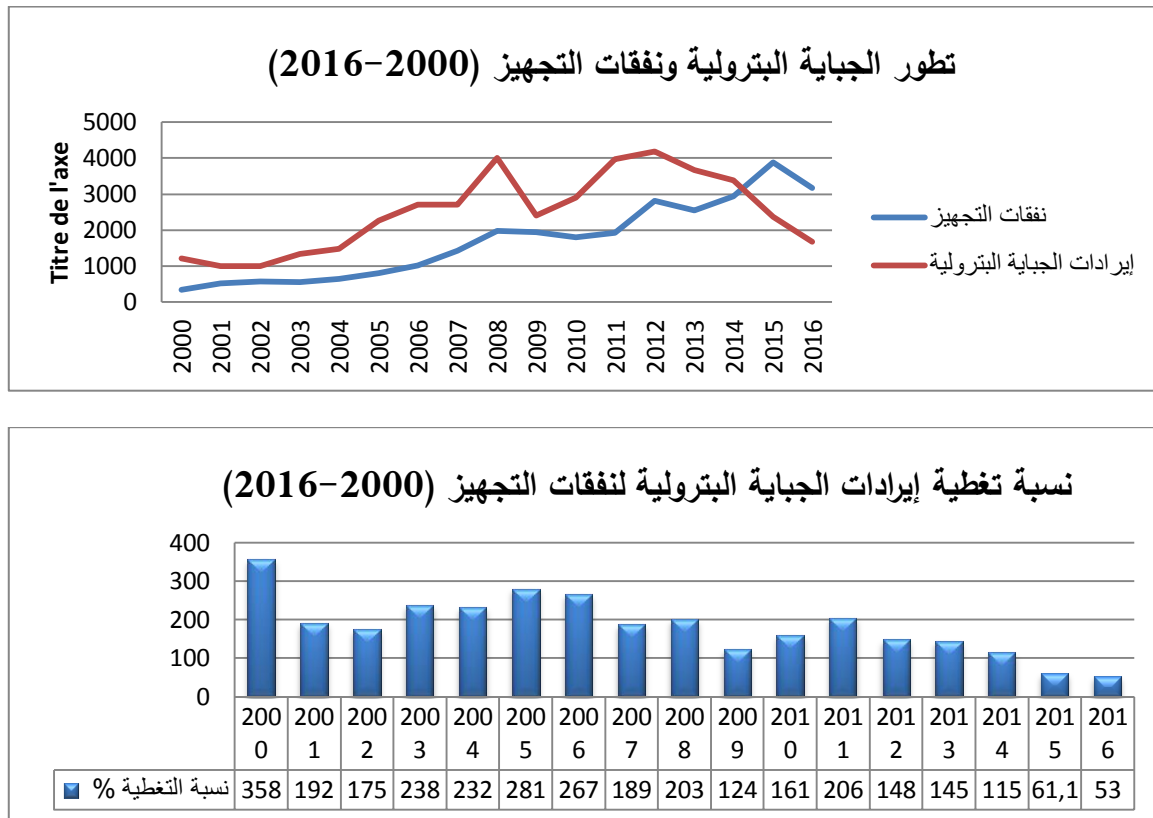
الشكل رقم (4-9): تطور هيكل النفقات العامة للدولة في الفترة (2010-2016)



المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على الجدول رقم (4-7).

يتضح لنا من الجدول (4-7) أن نفقات التشغيل تمثل النسبة الأكبر من الإنفاق الحكومي، حيث قدر متوسط نسبتها في الفترة "2010-2016" بـ 61.71%، إن هذا الارتفاع يعزى إلى مجموعة من العوامل أهمها ارتفاع أعباء الأجور والتحويلات الاجتماعية، بالإضافة إلى عمليات سداد الدين العمومي، وفي المقابل تسجل نفقات التجهيز نمواً هاماً من سنة لأخرى، حيث تمثل هذه الأخيرة أهمية بالغة في ميزانية الدولة، وهذا راجع إلى الدور الذي تلعبه في تنمية وتطوير الهياكل والبنية التحتية، والخدمات التعليمية والصحية الاجتماعية، والتي تعتبر من مقومات التنمية الاقتصادية بالنسبة لكل الدول. ويتم تمويل نفقات التجهيز من الجباية البترولية، في حين تمول الجباية العادية نفقات التشغيل، وذلك لاستقرار عوائد هذه الأخيرة مقارنة بالجباية البترولية المرتبطة بالتغيرات الخارجية، والشكل رقم (4-10) يبين مدى تغطية الجباية البترولية لنفقات التجهيز للميزانية:

الشكل رقم (4-10): مدى تغطية الجباية البترولية لنفقات التجهيز للميزانية (2000-2016)



المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على التقارير السنوية لبنك الجزائر لعدة سنوات (2000-2015) ومديرية التوقعات والسياسات لوزارة المالية لسنة 2016.

من خلال الشكل رقم (4-10) نلاحظ أن نفقات التجهيز تميزت بالارتفاع خلال الفترة (2000-2016) وذلك من خلال برامج الإنعاش الاقتصادي التي اعتمدتها الدولة منذ سنة 2001، وبما أن الجزائر تعتمد في نموذجها التنموي على الفكر الكينزي من خلال زيادة الاستثمارات العمومية وتفعيل الطلب الكلي لرفع معدلات النمو. وبهذا تعد نفقات التجهيز ذات أهمية بالغة لتحقيق هذه الأهداف، حيث ارتفعت هذه النفقات من 339 مليار دج في سنة 2000 إلى حدود 3176.8 مليار دج في سنة 2016.

أما بالنسبة لتغطية نفقات التجهيز عن طريق الجباية البترولية الموجهة لتمويل الميزانية، نلاحظ أن نسبة تغطية الجباية البترولية للنفقات التجهيز كانت فوق مستوى 100% خلال الفترة (2000-2014) أين تراوحت النسبة بين 357.66% سنة 2000 و 115.18% سنة 2014، لكن بعد ذلك انخفضت النسبة إلى دون 100% حيث سجلت نسبة 52.96% سنة 2016، ويعود سبب ذلك إلى الارتفاع الكبير لنفقات التجهيز من جهة وانخفاض إيرادات الجباية البترولية المحصلة من جهة أخرى نتيجة انهيار أسعار البترول في السنوات الثلاث الأخيرة (2014، 2015، 2016)، بالإضافة إلى زيادة الاقتطاعات من إيرادات الجباية البترولية لفائدة صندوق ضبط الموارد.

2. ماهية صندوق ضبط الموارد (Fond de Régulation des Recettes)

لقد قامت الحكومة باستحداث صندوق ضبط الموارد بموجب قانون المالية التكميلي لسنة 2000، الذي حدد نوع وأهداف ومجال عمل الصندوق علما أن هذا الأخير قد خضع لتعديلات مهمة في 2004 و2006، وفيما يلي بعض خصائص ومميزات الصندوق حسب قانون المالية التكميلي لسنة 2000¹:

1.2. تعريف صندوق ضبط الموارد

هو صندوق ينتمي إلى الحسابات الخاصة للخرينة وبالضبط إلى حسابات التخصيص رقم 103-302 وهو عبارة عن حساب حكومي لدى بنك الجزائر بالدينار الجزائري²، أهم ما يميز هذه الحسابات أنها مستقلة عن الموازنة العامة للدولة، أي أنها لا تخضع لقواعد ومبادئ إعداد وتنفيذ الموازنة العامة، كما أنها لا تخضع لرقابة السلطة التشريعية "البرلمان".

تتمثل مصادر تمويل الصندوق في فائض قيمة الجباية البترولية الناتج عن تجاوز هذه الأخيرة لتقديرات قانون المالية بالإضافة إلى كل الإيرادات الأخرى المتعلقة بتسيير الصندوق. وأضاف قانون المالية لسنة 2004 تسبيقات بنك الجزائر الموجهة للتسيير النشاط للمديونية الخارجية لتكون مصدرا من مصادر تمويل الصندوق³، مع العلم أن هذا التعديل تزامن مع شروع الحكومة في تنفيذ سياسة الدفع المسبق للمديونية العمومية الخارجية في نفس السنة، حيث تتم هذه العملية بالاعتماد على موارد الصندوق بالإضافة إلى التسبيقات المقدمة من البنك المركزي إلى الصندوق.

أهداف الصندوق تتمثل في تمويل عجز الميزانية العامة للدولة الناتج عن انخفاض إيرادات الجباية البترولية لمستوى أقل من تقديرات قانون المالية، و تخفيض حجم المديونية العمومية. وقد عدل هذا الهدف من طرف قانون المالية التكميلي لسنة 2006⁴، وهو تمويل الخزينة العمومية دون أن يقل رصيد الصندوق عن 740 مليار دج، إن هذا التعديل يبين أن عجز الموازنة قد وسع ليشمل تمويل الخزينة العمومية*، كما أن سبب العجز لم يحدد وهو ما يعني أن هدف الصندوق يتمثل في تمويل أي عجز يشمل الخزينة العمومية

¹ بوفليح نبيل، دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية الواقع والأفاق مع الإشارة إلى حالة الجزائر مرجع سابق ص 220.

² الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، الجريدة الرسمية، العدد 732، الصادرة بتاريخ 28-6-2000، المتضمنة قانون المالية التكميلي لسنة 2000، ص 16.

³ وفقا للمادة 66 من قانون رقم 23-22 المؤرخ في 28/12/2003، والمتضمن قانون المالية لسنة 2004، الجريدة الرسمية، العدد 83، المؤرخة في 29/12/2003.

⁴ وفقا للمادة 25 من الأمر رقم 06-04، المؤرخ في: 05/06/2006، المتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2006 الجريدة الرسمية العدد 47، المؤرخة في 19/06/2006.

* إن مفهوم رصيد الخزينة العمومية أوسع من مفهوم رصيد الموازنة العامة، حيث يضم رصيد الخزينة العمومية رصيد الموازنة العامة للدولة بالإضافة إلى أرصدة مختلف العمليات التي تقوم بها الخزينة العمومية لاسيما أرصدة الحسابات الخاصة للخرينة.

وبالتالي الموازنة العامة للدولة، وهو ما يؤكد رغبة الحكومة على جعل صندوق ضبط الموارد أداة مستدامة لتعديل وضبط الموازنة على المدى البعيد.

إن مبررات هذا التعديل تكمن في تنفيذ الحكومة لسياسة اقتصادية جديدة "سياسة الإنعاش الاقتصادي" وهي سياسة كينزية تهدف إلى حفز النمو الاقتصادي عن طريق رفع الإنفاق الحكومي الاستثماري، الأمر الذي أدى إلى تسجيل عجز في رصيد الموازنة العامة منذ سنة 2001 بسبب ارتفاع حجم الإنفاق الحكومي من جهة، و اعتماد قوانين المالية على سعر مرجعي قدره 19 دولار أمريكي للبرميل من جهة أخرى، مما أدى إلى استعمال موارد الصندوق لتمويل العجز وبالتالي ضرورة تعديل القواعد المحددة لأهداف الصندوق لتتماشى مع السياسة الاقتصادية المتبعة من طرف الحكومة.

يتم **تسيير الصندوق** من طرف وزارة المالية، حيث نص قانون المالية على أن وزير المالية هو الأمر بالصرف الرئيسي لهذا الصندوق.

ومجال عمل الصندوق يتركز أساسا داخل البلد، باعتبار أن الوظيفة الرئيسية تتمثل في امتصاص فوائض الجباية البترولية واستعمالها لتمويل أي عجز قد يحدث مستقبلا 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 العمومية الخارجية.

2.2. دوافع إنشاء صندوق ضبط الموارد

يمكن تقسيم دوافع إنشاء صندوق ضبط الموارد إلى قسمين¹:

1.2.2. دوافع داخلية: يعاني الاقتصاد الجزائري من اختلالات هيكلية خطيرة نتيجة ارتباطه القوي بقطاع المحروقات الذي يظهر تأثيره على الاقتصاد وفقا لثلاث مستويات:

- **تأثير قطاع المحروقات على معدل النمو الاقتصادي:** يشكل قطاع المحروقات نسبة معتبرة من الناتج المحلي الإجمالي مما يعني أن معدل النمو الاقتصادي في الجزائر يتحدد بشكل كبير بمعدل النمو الذي يسجله قطاع المحروقات.

- **تأثير قطاع المحروقات على ميزان المدفوعات:** تشكل صادرات قطاع المحروقات المورد الرئيسي للعملة الصعبة في الجزائر، وبما أن الميزان التجاري يمثل أحد المكونات الرئيسية لميزان المدفوعات فإن توازن هذا الأخير مرتبط أساسا بمستويات أسعار المحروقات في الأسواق الدولية.

¹ بوفليخ نبيل ، دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية الواقع والأفاق مع الإشارة إلى حالة الجزائر، مرجع سابق، ص 221.

- تأثير قطاع المحروقات على الموازنة العامة للدولة: تعد الجباية البترولية المورد الرئيسي للإيرادات العامة للدولة مما يؤدي إلى تأثير الموازنة العامة للدولة بشكل مباشر بالتغيرات التي تسجلها أسعار النفط على المستوى العالمي وباعتبار أن تمويل السياسات الاقتصادية العامة للدولة يتم بواسطة الموازنة العامة فإنه يمكن القول أن أداء قطاع المحروقات يعد المحدد الرئيسي لاستقرار واستمرار تنفيذ مختلف السياسات الاقتصادية في الجزائر.

وارتباط الاقتصاد الجزائري بأداء قطاع المحروقات يؤدي إلى تعرضه لأزمات وصدمات خارجية دورية على غرار أزمة سنة 1986 التي استمرت تداعياتها إلى غاية نهاية فترة التسعينات من القرن العشرين، والتي يرجع سببها إلى تراجع أداء قطاع المحروقات بسبب انهيار أسعار النفط، ومن هذا المنطلق فإن مبررات إنشاء صندوق ضبط الموارد تكمن في رغبة الحكومة استحداث آلية تعمل على ضبط الإيرادات العامة للدولة وبالتالي الحفاظ على استقرار الموازنة العامة لها، الأمر الذي يمكنها من تنفيذ مختلف سياساتها الاقتصادية ومن ثم التخفيف من حدة الصدمات التي يتعرض لها الاقتصاد الجزائري.

2.2.2. دوافع خارجية: يمكن تلخيصها في:

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

- رواج فكرة إنشاء صناديق الثروة السيادية بين الدول النفطية: تعد تجربة الجزائر حديثة في هذا المجال مقارنة بتجارب بعض الدول النفطية غرار الكويت (1953)، الإمارات العربية المتحدة (1976)، النرويج (1990) وبالتالي يمكن القول أن تأسيس صندوق ضبط الموارد في الجزائر هو نتيجة حتمية لانتشار ورواج فكرة إنشاء مثل هذه الصناديق بين الدول النفطية، كما أن تعدد تجارب هذه الدول يسمح للحكومة بالاستفادة من التجارب الرائدة في هذا المجال.

3. تقييم أداء صندوق ضبط الموارد

لقد لعب صندوق ضبط الموارد دورا مهما في تمويل برامج التنمية الاقتصادية، وهذا من خلال تحقيق الأهداف المحددة له سلفا، والمتمثلة في تمويل عجز الخزينة العامة للدولة الناتج عن ارتفاع المبالغ المخصصة للاستثمار العمومي، وكذلك ارتفاع الإنفاق الجاري أو انخفاض حصيلة الإيرادات العامة على

المستوى المقدر ضمن قانون المالية*، مع الاحتفاظ برصيد أدنى للصندوق لا يقل عن 740 مليار دج بالإضافة إلى تخفيض حجم المديونية العمومية الداخلية والخارجية.

1.3. تطور وضعية صندوق ضبط الموارد

لقد عرفت موارد صندوق ضبط الموارد تطورات ملحوظة منذ إنشائه، وذلك راجع أساساً إلى التطورات السريعة في السوق النفطية العالمية، مما أثر ذلك على وضعية الصندوق بشكل عام. ويمكن توضيح ذلك في الجدول الموالي:

* إن سعر 19 دولار أمريكي للبرميل النفط هو السعر المرجعي المعتمد من قبل الحكومة في تقديراتها لإيرادات الجباية البترولية، وبالتالي للإيرادات العامة للدولة منذ سنة 2001 وإلى غاية سنة 2007 ليتم رفع السعر المرجعي إلى 37 دولار للبرميل في قانون المالية التكميلي لسنة 2008 وإلى غاية 2016، إلا أنه يتوقع رفع السعر المرجعي إلى 50 دولار للبرميل سنة 2017.

جدول رقم (4-8): تطور وضعية صندوق ضبط الموارد في الفترة (2000-2016) (الوحدة: مليار دج)

2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	تراكم -2006 2009	تراكم -2000 2005	السنوات البيان
2073.8	4408.1	5563.5	5633.75	5381.70	4842.83	4316.46	12269.334	1464.785	الموارد:
98.6	552.2	1810.3	2062.23	2535.31	2300.32	1318.31	6225.682	3044.854	- رصيد السنة السابقة
-	-	-	-	-	-	-	-	-	- فائض قيمة الجباية البترولية ¹
-	-	-	-	-	-	-	-	-	- تسبيقات بنك الجزائر
2172.4	4960.3	7373.8	7695.98	7917.01	7143.15	5634.77	18495.016	4509.639	مجموع الموارد
-	-	-	-	-	-	-	1398.003	1202.168	الاستخدامات:
1387.9	2886.5	2965.7	2132.47	2283.26	1761.45	791.93	1745.944	-	- سداد الدين العام
-	-	-	-	-	-	-	607.956	-	- تمويل عجز الخزينة العمومية
-	-	-	-	-	-	-	-	-	- سداد تسبيقات بنك الجزائر
1387.9	2886.5	2965.7	2132.47	2283.26	1761.45	791.93	3751.903	1202.168	مجموع الاستخدامات
784.5	2073.8	4408.1	5563.5	5633.75	5381.70	4842.83	-	-	رصيد الصندوق في نهاية السنة

المصدر: المديرية العامة للتقدير والسياسات، وزارة المالية، على الموقع "2017-12-18"، <http://www.dgpp-mf.gov.dz>

¹ فائض قيمة الجباية البترولية = قيمة الجباية البترولية الفعلية - قيمة الجباية البترولية المقدرة وفقا لقانون المالية.

من خلال الجدول السابق يمكن توضيح أهم التطورات التي مر بها صندوق ضبط الموارد وتقسيمها على ثلاث مراحل:

- **المرحلة الأولى (2000-2005):** إن الأهداف التي حددت للصندوق في هذه الفترة تمثلت في تمويل عجز الميزانية العامة للدولة الناتج عن انخفاض إيرادات الجباية البترولية لمستوى أقل من تقديرات قانون المالية، وتخفيض حجم المديونية العمومية، مع العلم أن النشاط الفعلي للصندوق خلال هذه الفترة قد اقتصر فقط على سداد الدين العمومي حيث قدر مجموع تحويلات الصندوق لتسديده 1202.168 مليار دج، ودون استخدامه في تمويل العجز الموازي بسبب ارتفاع أسعار المحروقات وتجاوزها للسعر المرجعي المحدد من طرف وزارة المالية¹، مما أدى إلى تسجيل فوائض سنوية هامة على مستوى الموازنة العامة للدولة تم تحويلها إلى الصندوق. كما سجلت هذه الفترة تغيرات في موارد الصندوق، حيث كانت الإيرادات الفائضة عن إيرادات الجباية البترولية التي حولت إلى الصندوق كبيرة سنة 2000 إذ وصلت قيمتها 453.2 مليار دج، إلا أنها انخفضت في سنتي 2001 و 2002 (123.86 مليار دج و 26.50 مليار دج على التوالي) لتعود للارتفاع سنة 2003 ووصلت قيمتها² إلى 448.9 مليار دج، وتعود أسباب التغيرات السابقة في موارد الصندوق إلى انخفاض أسعار البترول من 28.5 إلى 24.3 دولار أمريكي. كما شهدت هذه الفترة تعديل 2004 الذي مس جانب الموارد الممولة للصندوق، حيث تم إضافة مورد جديد تمثل في تسبيقات بنك الجزائر الموجهة للتسيير النشاط للمديونية الخارجية، وذلك من أجل دعم عمليات الصندوق الخاصة بالسداد المسبق للمديونية العمومية الخارجية، وهي سياسة جديدة شرعت الحكومة في تنفيذها ابتداء من سنة 2004.

- **المرحلة الثانية (2006-2009):** استنادا للتعديل* الذي مس أهداف الصندوق سنة 2006 شرعت الحكومة في استخدام موارد الصندوق في تمويل عجز الخزينة العمومية المتزايد من سنة لأخرى، نتيجة ارتفاع الإنفاق الحكومي الاستثماري، حيث بلغت تحويلات الصندوق لتغطية عجز الخزينة خلال هذه الفترة 1745.944 مليار دج، 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 علما أنه لم تسجل أي عملية تسديد للدين العمومي خلال سنة 2009 وفيما يتعلق 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

¹ اعتمادا على الملحق رقم (3).

² اعتمادا على الملحق رقم (2).

* شمل التعديل تمويل عجز الخزينة العمومية دون أن يقل رصيد الصندوق عن 740 مليار دينار جزائري وتخفيض حجم المديونية العمومية.

(2006-2008)، أما سنة 2009 فقد سجل سعر النفط تراجعاً هاماً بسبب تداعيات الأزمة المالية والاقتصادية العالمية، إلا أن ذلك لم يمنع من تحقيق فائض قيمة في الجباية البترولية في نفس السنة¹.

- **المرحلة الثالثة (2010-2016):** في هذه الفترة لم يسجل الصندوق أي عملية تسديد للدين العمومي واقتصرت دوره فقط في تمويل عجز الخزينة العمومية، حيث بلغت تحويلات الصندوق لهذا الغرض في هذه الفترة 14209.21 مليار دج، أما موارد الصندوق فقد عرفت نمواً متسارعاً في الفترة (2010-2013) بسبب زيادة أسعار البترول وتراوح بين 80 و 112 دولار للبرميل، وهو ما زاد في الرصيد النهائي للصندوق حيث بلغ مستوى 5563.5 سنة 2013. أما خلال الثلاث سنوات الأخيرة (2014-2016) فقد عرفت موارد الصندوق تدهوراً واضحاً في قيمتها من 2062.23 مليار دج سنة 2013 إلى 98.6 مليار دج سنة 2016 وهي أدنى مستوى يحققه الصندوق منذ نشأته، وهذا راجع إلى الانخفاض الكبير الذي عرفت أسعار البترول خلال هذه الفترة أين بلغت مستوى أقل من 35 دولار للبرميل.

2.3. دور صندوق ضبط الموارد في تمويل عجز الخزينة العمومية

طبقاً للتعديلات التي أدخلت على استخدامات صندوق ضبط الموارد سنة 2006 والمتمثلة في تمويل عجز الخزينة العمومية، عرف الصندوق منذ تلك السنة تدخلات سنوية لتمويل ذلك العجز، ويمكن توضيح ذلك من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (4-9): تدخلات صندوق ضبط الموارد في تمويل عجز الخزينة العمومية (2006-2016)

السنوات	2006	2007	2008	2009	2010	2011
رصيد الخزينة العمومية	647.3-	1282.0-	1381.2-	1113.7-	1496.6-	2468.8-
اقتطاعات الصندوق	91.53	531.95	758.18	364.28	791.94	1761.46
السنوات	2012	2013	2014	2015	2016	-
رصيد الخزينة العمومية	3246.2-	2310.4-	3185.99-	3172.34-	2343.73-	-
اقتطاعات الصندوق	2283.26	2132.47	2965.7	2886.5	1387.9	-

المصدر: المديرية العامة للتقدير والسياسات، وزارة المالية.

إذا قمنا بتحليل تطور رصيد الخزينة العمومية في الفترة 2000²-2016، نلاحظ أن الرصيد سجل عجزاً في معظم السنوات ما عدا سنة 2001 أين حقق فائضاً قدر ب 55.2 مليار دج، ونفس الملاحظة تنطبق على الميزانية العامة، أين حققت خلال نفس الفترة فائضاً مرتين فقط سنة 2001 قدر ب 68.7 مليار دج

¹ اعتماداً على الملحق رقم (3).

² اعتماداً على الملحق رقم (4).

وسنة 2002 قدر ب 26 مليار دج ، ويرجع هذا العجز إلى ارتفاع حجم الإنفاق الحكومي بنسبة فاقت الزيادة المسجلة في الإيرادات العامة للدولة من دون فائض قيمة الإيرادات النفطية، وهو ما يفسر بتنفيذ الحكومة لسياسة الإنعاش الاقتصادي المعتمدة على رفع الإنفاق الحكومي لحفز النمو الاقتصادي.

وبتحليلنا للجدول (4-9) نلاحظ أن الاقتطاعات من صندوق ضبط الموارد لتمويل عجز الخزينة بدأت سنة 2006 طبقا للتعديلات التي أدخلت على استخدامات موارده في نفس السنة، حيث اقتطع مبلغ 91.53 مليار دج لتمويل عجز الخزينة سنة 2006 والمقدر ب 647.3 مليار دج، أما سنة 2007 بلغت قيمة الاقتطاعات 1454.35 مليار دج وزعت لتمويل عجز الخزينة بقيمة 531.95 مليار دج، وتسديد تسبيقات بنك الجزائر بقيمة 607.95 مليار دج، وتخفيض الدين العمومي ب 314.45 مليار دج، وفي سنة 2014 عرف الصندوق أكبر اقتطاع قدر ب 2995.7 مليار دج نتيجة العجز الكبير الذي عرفته الخزينة والمقدر ب 3185.99 مليار دج، إلا أنه في سنة 2016 انخفضت قيمة الاقتطاعات إلى 1187.9 مليار دج نتيجة انخفاض العجز في الخزينة إلى 2343.73 مليار دج ويعود سبب ذلك إلى انخفاض موارد الصندوق نتيجة انخفاض أسعار النفط من جهة وإتباع الدولة سياسة التقشف وترشيد الإنفاق من جهة أخرى، وعليه بلغ مجمل الاقتطاعات من الصندوق لتمويل عجز الخزينة خلال الفترة (2006-2016) ما مقداره 15955.16 مليار دج.

ومما سبق نستنتج أن صندوق ضبط الموارد قد استخدم بفعالية في تمويل عجز الخزينة، إلا أنه يجب العمل على تقليص هذا العجز، واستخدام موارد الصندوق في استثمارات إنتاجية تعطي للاقتصاد الجزائري قفزة نوعية في تحسين مؤشرات الاقتصاد الكلي.

3.3. دور صندوق ضبط الموارد في تمويل المديونية

من الأهداف الأساسية والمهام المحددة لصندوق ضبط الموارد منذ تأسيسه هي تخفيض المديونية العمومية سواء الداخلية أو الخارجية، وهو ما تم فعلا منذ سنة 2000 إلى سنة 2008، أين عرفت الديون الخارجية انخفاضا كبيرا وذلك من خلال الدفع المسبق للديون ما بين سنتي 2004-2006. والجدول رقم (4-10) يوضح دور صندوق ضبط الموارد في تخفيض الدين العمومي خلال الفترة 2000-2008:

الجدول رقم (4-10): دور صندوق ضبط الموارد في تخفيض الدين العام (2000-2008).

السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
الدين العام الداخلي	1022.9	999.4	980.5	982.2	1000	1094.3	1779.7	1044.1	734
الدين العام الخارجي	20.39	18.1	14.6	14.89	13.49	11.57	0.878	0.912	0.459
تحويلات الصندوق لتسديد الدين العام	221.1	184.46	170.06	156	222.83	247.83	618.11	314.45	465.43

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على المديرية العامة للتقدير والسياسات، وزارة المالية.

من خلال الجدول رقم (4-10) نلاحظ أن الاقتطاعات من صندوق ضبط الموارد كانت خلال الفترة "2000-2008" ولتحليل تحويلات الصندوق لتسديد الدين العام نقسم فترة الدراسة إلى ثلاث فترات، الأولى هي مرحلة الانخفاض من (2000-2003) حيث انخفض الدين العام الداخلي من 1002.9 مليار دج سنة 2000 إلى 982.2 مليار دج سنة 2003، وهو ما يتوافق مع استخدام الحكومة موارد الصندوق لتخفيض الدين العام. أما الفترة الثانية هي مرحلة الارتفاع (2003-2005) إذ ارتفع الدين العمومي الداخلي من 982.2 مليار دج سنة 2003 إلى 1094.3 مليار دج سنة 2005، وهو الأمر الذي يمكن تفسيره بلجوء الحكومة إلى الاقتراض الداخلي لتمويل عجز الموازنة العامة بدلا من الاعتماد على موارد الصندوق لتمويل هذا العجز، من جهة أخرى نلاحظ تراجع كبير في الدين العام الخارجي خلال الفترة "2000-2005" بانتقاله من 20.39 مليار دج سنة 2000 إلى 11.57 مليار دج سنة 2005 أي ما يعادل نسبة انخفاض تساوي 43.25%. وهو ما يؤكد تفضيل الحكومة استخدام موارد الصندوق لسداد الدين العمومي الخارجي على حساب الدين العمومي الداخلي من جهة، ولجوء الحكومة إلى التسديد المسبق للدين الخارجي والتوقف عن الاقتراض الخارجي نظرا للفوائض المالية التي عرفتتها الدولة منذ سنة 2000. وفي نفس السياق بلغت مجموع تحويلات الصندوق الموجهة لسداد الدين العمومي في نفس الفترة 1202.28 مليار دج. وبخصوص الفترة الثالثة فقد امتدت من (2006-2008) أين عرف الدين العمومي الداخلي تراجعا ملحوظا قدر ب 58.76% أين انتقلت قيمته من 1779.7 مليار دج سنة 2006 إلى 734 مليار دج سنة 2008 ويعود سبب ذلك إلى التعديل الذي أدخل على استخدامات الصندوق سنة 2006 والذي ينطوي على توسيع مصادر تمويل عجز الموازنة العامة ليشمل صندوق ضبط الموارد مع التقليل قدر الإمكان من الاعتماد على الدين العام الداخلي في تمويل هذا العجز من جهة، ومن جهة ثانية النجاح في تخفيض الدين الخارجي خلال الفترة السابقة أين وصلت قيمته 878 مليون دج سنة 2006. وفي نفس

السياق بلغت مجموع تحويلات الصندوق الموجهة لسداد الدين العمومي الداخلي والخارجي في نفس الفترة 1397.99 مليار دج.

ومما سبق يمكن القول أن صندوق ضبط الموارد خلال الفترة (2000-2008) قد نجح بنسبة كبيرة في تخفيض الدين العمومي الداخلي والخارجي إلى أدنى المستويات، وبلغت جميع اقتطاعاته خلال هذه الفترة لهذا الغرض مبلغ 2600.17 مليار دج.

المبحث الثالث: تقييم حوكمة صندوق ضبط الموارد ومقارنته بصندوق المعاشات الحكومي النرويجي

إن تقييم تجربة الجزائر في مجال استخدام الصناديق السيادية، لا يجب أن يتم بمعزل عن تجارب الدول السابقة في هذا المجال، باعتبار أن الجزائر لا تعد البلد الوحيد الذي خاض هذه التجربة وإنما سبقتها دول عديدة في ذلك. ومن هذا المنطلق فإن إجراء مقارنة بين تجربة الجزائر وتجارب أخرى رائدة يمكن من استخلاص مزايا ونقائص التجربة الجزائرية ومدى كفاءة وفعالية صندوقها السيادي، ولهذا سوف نقوم بإجراء مقارنة بين تجربتي الجزائر والنرويج في مجال استخدام صناديق الثروة السيادية، باعتبار تجربة هذه الأخيرة من أبرز التجارب الرائدة في العالم وبشهادة خبراء ومنظمات عالمية. وفي هذا المبحث سنقوم بتقييم وضعية حوكمة صندوق ضبط الموارد في الجزائر حسب المؤشرات الدولية ومقارنتها مع صندوق المعاشات الحكومي النرويجي في مطلب أول، ثم تقييم فعالية الصندوق السيادي الجزائري من خلال مقارنته بالصندوق النرويجي في مطلب ثان، وأخيرا استخلاص الدروس المستفادة من تجربة النرويج في مطلب ثالث.

1. تقييم وضعية حوكمة صندوق ضبط الموارد حسب المؤشرات الدولية

إن تقييم المؤسسات والمنظمات الدولية لحوكمة صندوق ضبط الموارد في الجزائر، يجعلنا نركز الاهتمام ونعيد النظر في السياسات المطبقة في إدارة عوائد هذا الصندوق خاصة وأن الاقتصاد الجزائري يمتاز بالهشاشة لكونه يعتمد على قطاع واحد في مجال تنميته هو قطاع المحروقات، الذي تحكمه متغيرات اقتصادية خارجية مما يجعله عرضة لتقلبات دورية لا يمكن التحكم فيها. وعليه يجب أن تتمتع إدارة عوائد صندوق ضبط الموارد بالكفاءة والفعالية للاستخدام الأمثل والمستدام لهذه العوائد وجعلها في خدمة القطاعات الاقتصادية الأخرى. وفي هذا المطلب سنحاول تقييم حوكمة صندوق ضبط الموارد حسب المؤشرات الدولية التي تم التطرق إليها في الفصل الثالث وهي مؤشر إدارة الموارد (IRG)، ومؤشر ترومان، ومؤشر لينبرغ مادويل.

1.1. تقييم حوكمة الجزائر حسب مؤشر إدارة الموارد الطبيعية (NRGI)

حققت الجزائر حسب مؤشر إدارة الموارد الطبيعية لسنة 2017 تقييم سيئ بتسجيل 33 نقطة من 100 وجاءت في المرتبة 89/73 دولة أي ضمن المراتب الأخيرة، ويرجع سبب هذه النتيجة إلى الحصول على علامات منخفضة للغاية في مكونات المؤشر وهي نتائج تحقيق القيمة، ونتائج إدارة الدخل والصناديق السيادية، والبيئة التمكينية¹، وسوف نقوم بتحليل أداء المؤشر حسب مكوناته بالنسبة للجزائر والنرويج في الجدول الموالي:

¹ Natural Resource Governance Institute, 2017 resource governance index, data base of Algeria, over web : 27/12/2014 , <http://resourcegovernanceindex.org/country-profiles/DZA/oil-gas>

جدول رقم (4-11): تقييم النرويج والجزائر حسب مؤشر حوكمة الموارد الطبيعية لسنة 2017

الترتيب	الدولة	المورد	التقييم	نتائج المؤشر	تحقيق القيمة	إدارة الدخل	البيئة التمكينية	الصندوق السيادي
1	النرويج	المحروقات	جيد	86	77	84	97	90
2	الجزائر	المحروقات	سيئ	33	40	25	35	21

Source : Natural Resource Governance Institute, 2017 resource governance index, over web :
 "27/12/2014 " <http://resourcegovernanceindex.org/country-profiles>

من تحليلنا للجدول السابق يمكن استخلاص ما يلي:

1.1.1. نتائج تحقيق القيمة في الجزائر (التقييم 100/40، والترتيب 89/66): حققت الجزائر التقييم سيئ بالدرجة 40 وهو أقوى أداء لها في أي مكون، حيث تتفادى العائدات الضخمة للموارد المرور بخزانة الدولة ولا يتم إخطار الهيئات التشريعية بها، وكذا تمنح وزارة الطاقة التراخيص بعد المفاوضات مباشرة وليس بناء على إجراءات تنافسية، وهناك حاجة لإجراء علامات التأثير البيئي، كما تتوافر معلومات حول إطار العمل القانوني لقطاع الصناعات الاستخراجية على الإنترنت إلا أن الجزائر ليس لديها قانون لحرية المعلومات.

2.1.1. نتائج إدارة الدخل في الجزائر (التقييم 100/25، والترتيب 89/75): إن التقييم الفاشل للجزائر بدرجة 25 جعلها تحتل المركز 75 في الترتيب، الأمر الذي يعكس تدني مستوى حوكمة وضع الموازنات الوطنية وتقاسم دخل الموارد على المستوى دون الوطني.

3.1.1. نتائج البيئة التمكينية (التقييم 100/35، والترتيب 89/65): تواجه الجزائر تحديات متعلقة بجودة سيادة القانون، كما أن مستويات المساءلة الديمقراطية منخفضة على وجه التحديد، هذا ما جعلها تحصل على تقييم سيئ بدرجة 35 وبترتيب 65 من 89 دولة.

4.1.1. الشركات المملوكة للجزائر (التقييم 100/47، والترتيب 74/39): تعود ملكية سوناطراك (Sonatrach) للحكومة، وهي تستحوذ على غالبية الأسهم في الصفقات مع كل شركات الطاقة الأخرى ولا تترك أنظمة الشفافية والإدارة بالشركة أية فرصة للتحسين، إذ تقدم الشركة تقارير سنوية لكنها تحتوي على ثغرات، مثل آليات التقارير الضعيفة حول الأنشطة المالية، ولا تتبع البيانات المالية المدققة للشركة المعايير القياسية العالمية للمحاسبة ولا تتوفر إلا بناء على الطلب.

5.1.1. الصندوق السيادي للجزائر (التقييم 100/21، والترتيب 34/28): حسب مؤشر إدارة الموارد الطبيعية فإن صندوق ضبط الموارد في الجزائر يقدم أداء فاشلا بتسجيل 21 نقطة من 100، وجاء في

المرتبة 28 من 34 صندوقاً في المؤشر، كما احتل المرتبة 7 من بين 9 صناديق سيادية في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، والمرتبة 22 من بين 28 صندوقاً سيادياً مقيماً في قطاع النفط والغاز، ورغم قيام الدولة بنشر تقارير حول أصول الصندوق واستثماراته، إلا أن إجراءات عمليات السحب ليست واضحة وقرارات الإنفاق لا تتقيد بالقواعد، كما أنه لا يخضع لمراقبة السلطة التشريعية. وعموماً يتسم صندوق ضبط الموارد بعدم الشفافية إلى الحد الذي يستحيل معه معرفة كم الخسائر الناجمة عن سوء الإدارة، أو معرفة المستفيد من استثمارات هذا الصندوق.

وبمقارنة صندوق ضبط الموارد مع صندوق المعاشات الحكومي النرويجي حسب مؤشر إدارة الموارد الطبيعية، نجد أن الصندوق النرويجي قد حقق تقييماً جيداً بتسجيل 90 نقطة من 100 وجاء في المرتبة 5 من 34 صندوقاً في المؤشر والمرتبة 3 من بين 28 صندوقاً سيادياً مقيماً في قطاع النفط والغاز، غير أن النرويج احتلت المرتبة 1 في إدارة مواردها النفطية بتسجيلها 86 نقطة من 100، وتعتبر الدولة الوحيدة التي حققت تقييماً جيداً في جميع المكونات الفرعية للمؤشر سواء من حيث تحقيق القيمة (تقييم 100/77)، أو إدارة الدخل (تقييم 100/84)، أو البيئة التمكينية (تقييم 100/97)، وهذا ما يعكس الحوكمة الفعالة لإدارة النفط عامة والصندوق السيادي خاصة في النرويج وكذلك مدى وجودة الإفصاحات عبر جميع جوانب السياسات الرئيسية والإجراءات القوية لإدارة الموارد.

2.1. تقييم حوكمة صندوق ضبط الموارد وصندوق المعاشات الحكومي حسب مؤشر ترومان

يعد مؤشر ترومان من مؤشرات قياس أداء صناديق الثروة السيادية، وتعمل بهذا المؤشر أغلب الدول خاصة المستقبلية لاستثمارات أصول هذه الصناديق، وبما أن الجزائر تتوفر على صندوق سيادي أنشأ بغرض تسيير فوائض الجباية البترولية، وبالرغم من أن مجال عمل الصندوق يكمن داخل الجزائر فقط، إلا أنه يتوجب علينا الاهتمام بتصنيف هذا المؤشر للصندوق.

احتل صندوق ضبط الموارد حسب تصنيف مؤشر ترومان¹ سنة 2007 المرتبة 23 من أصل 34 صندوقاً سيادياً بتقييم 27%، وفي سنة 2009 احتل المرتبة 40 من أصل 53 صندوقاً بتقييم 29%، وفي سنة 2012 احتل المرتبة 37 من 53 صندوقاً بتقييم 29%، أما في سنة 2015 فقد احتل المرتبة 57 من 60 صندوقاً بتقييم 26%، والجدول رقم (4-12) يوضح تطور تصنيف صندوق ضبط الموارد ومقارنته بصندوق المعاشات الحكومي النرويجي حسب مؤشر ترومان.

¹ - Edwin M. Truman, Senior Fellow, Sovereign Wealth Funds, 2008, ibid, p 11.

- Peterson Institute for International Economics, Accountability and Transparency, 2010, ibid, p72.

- Allie E. Bagnall and Edwin M. Truman, ibid, 2013, p5.

- Sarah E. Stone and Edwin M. Truman, 2016, ibid, p 8.

جدول رقم (4-12): تطور تصنيف FRR وGPFG حسب مؤشر ترومان (2007-2015) (الوحدة %)

السنوات	2007	2009	2012	2015
أداء FRR	27	29	29	26
الرتبة	23 من 34	40 من 53	37 من 53	57 من 60
أداء GPFG	92	97	98	98
الرتبة	5 من 34	1 من 53	1 من 53	1 من 60

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على تصنيفات ترومان للصناديق السيادية (2007،2009،2012،2015)

-Peterson Institute for International Economic, Accountability and Transparency: the Sovereign Wealth Fund Scoreboard, www.piie.com

من خلال الجدول رقم (4-12) نلاحظ أن صندوق ضبط الموارد حسب مؤشر ترومان بقي في نفس المستوى تقريبا منذ نشأة المؤشر (2008)، حيث تراوحت نسبة أدائه بين (26%-29%) مما جعله يصنف ضمن المراتب الأخيرة والصناديق الأقل شفافية في العالم، وبالتالي فإن الجزائر مطالبة بتغيير سياسات إدارة صندوقها السيادي وبذل مجهود أكبر لتحسين ورفع مستوى أدائه، أما صندوق المعاشات الحكومي النرويجي فقد صنف ضمن الصناديق الأحسن أداء في العالم حيث قدر متوسط نسبة أدائه 96.25% وتصنيفه في المرتبة الأولى في أغلب سنوات الدراسة الأمر الذي يعكس طبيعة المعاملات الاقتصادية ونوعية النظام الاقتصادي السائد في البلد.

ولتوضيح النتائج السابقة سنفصل أكثر في مكونات المؤشر التي وضعها ترومان لتقييم صندوق ضبط الموارد- والتي لم تتغير في مختلف سنوات التقييم الأخرى- وصندوق المعاشات الحكومي سنة 2012* في الجدول الموالي:

* بالنسبة لسنة 2015 لم يتم ترومان بنشر التقييم المفصل لكل معيار في المؤشر.

جدول رقم (4-13): تقييم مؤشر ترومان لصندوق GPF وFRR لسنة 2012

المعيار	تنقيط FRR	تنقيط GPF	مجموع نقاط المعيار
هيكلية الصندوق	5.5	8	8
حوكمة الصندوق	2	7	7
المساءلة والشفافية	2	14	14
سلوك الصندوق	0	3.5	4
المجموع	9.5	32.5	33

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على:

-Allie E. Bagnall and Edwin M. Truman, Progress on Sovereign Wealth Fund Transparency and Accountability: An Updated SWF Scoreboard, Peterson Institute for International Economics, august 2013, pp 19-28.

من قراءتنا للجدول (4-13) يتضح لنا ما يلي:

- **معيار هيكلية صندوق FRR (التنقيط 8/5.5):** يساهم معيار هيكلية صندوق ضبط الموارد بنسبة 57.89% من مجموع النقاط، فهدف الصندوق واضح وهو تمويل عجز الخزينة العمومية دون أن يقل عن 740 مليار دج ويحكمه إطار قانوني واضح، بالإضافة إلى أن موارده تتمثل في فائض الجباية البترولية كما أن موارد الصندوق منفصلة عن احتياطات الصرف الأجنبي الخاصة ببنك الجزائر، والصندوق أدخلت عليه تعديلات سنتي 2004 و 2006 تتماشى والظروف الاقتصادية. وبذلك فقد أجاب الصندوق على معظم الأسئلة المرتبطة بهذا المعيار.

- **معيار حوكمة صندوق FRR (التنقيط 7/2):** يشمل هذا المعيار مدى وضوح دور الحكومة في إستراتيجية الاستثمار للصناديق السيادية وصلاحيات مديري تلك الصناديق، ومدى وجود مؤشرات تحكم نزاهة ومهنية القائمين على الاستثمار. وعليه فقد أجاب صندوق ضبط الموارد على سؤالين فقط من أصل 7 أسئلة، ويعود سبب ذلك إلى كونه أحد حسابات الخزينة العمومية فهو غير مستقل عن الميزانية العامة للدولة، مما يؤدي إلى حدوث تداخل بين وظائف الصندوق والميزانية العامة، الأمر الذي يقلل من فعالية الصندوق في ضبط الموازنة خلال ارتفاع فوائض الجباية البترولية، كما أن انفراد وزارة المالية بحق إدارة وتسيير الصندوق يعني سيطرة الحكومة عليه، وهيمنة الاعتبارات السياسية على حساب الاعتبارات الاقتصادية مما يؤدي إلى تدني كفاءة ونزاهة الاستغلال.

- **معيار المساءلة والشفافية (التنقيط 14/2):** يقيس هذا المعيار مدى توفر المعلومات الفصلية والسنوية عن الاستثمارات وعوائدها، والتوزيع الجغرافي للاستثمارات، والرقابة المالية الداخلية والخارجية على الصندوق. وقد تحصل الصندوق على العلامة 0 في كل الأسئلة المرتبطة بالتدقيق ونشر التقارير لأن اعتبار حساب صندوق ضبط الموارد من حسابات الخزينة العمومية يؤدي إلى عدم خضوعه لرقابة البرلمان، مما

يعني عدم وجود رقابة مستقلة على الصندوق بهدف تقليل خضوع الحكومة للمساءلة، من جهة أخرى يؤدي عدم نشر التقارير الدورية والإفصاح عن المعلومات التفصيلية الخاصة بالصندوق يقلل من شفافية التسيير ويؤدي إلى حرمان المجتمع من الإطلاع على تطور وضعية الصندوق.

- معيار سلوك صندوق FRR (التنقيط 4/0): يبين هذا المعيار كيفية إدارة الصندوق لمحفظته الاستثمارية من خلال الأسواق المالية، واستخدام تقنية الرفع المالي والمشتقات المالية وإدارة المخاطر. وبما أن عمل الصندوق داخلي واقتصار عمله على تسديد الدين العام الخارجي، جعله يتحصل من خلال هذا المعيار على العلامة 0 نقطة، من جهة أخرى إن تركيز عمل الصندوق في الداخل فقط يؤدي إلى وجود سيولة معطلة وبالتالي تضيق فرص استثمار خارجية وعوائد معتبرة على الجزائر.

وبمقارنة النتائج السابقة مع نتائج صندوق المعاشات الحكومي النرويجي يظهر الفرق واضحا بين الصندوقين من خلال انعكاس معايير الحوكمة والشفافية على أداء الصندوق السيادي، بحيث تحصل الصندوق النرويجي على العلامة كاملة تقريبا في مختلف معايير المؤشر (30/32.5) الأمر الذي جعله يحتكر المرتبة الأولى في مختلف سنوات التقييم وهذه النتيجة تعكس الأداء الجيد للصندوق ومدى التزامه بتطبيق كل معايير الحوكمة والإفصاح المنصوص عليها في مختلف المؤسسات والمنظمات الدولية.

3.1. تقييم حوكمة صندوق ضبط الموارد ومقارنته بصندوق المعاشات الحكومي حسب مؤشر "لينبرغ-مادويل"

احتل صندوق ضبط الموارد في الجزائر المرتبة الأخيرة حسب تصنيف مؤشر الشفافية "لينبرغ-مادويل" الصادر عن معهد صناديق الثروة السيادية، وذلك بتحصيل الصندوق على نقطة واحدة من مجموع ثمانية نقاط المحددة في سلم المؤشر (8/1). ورغم أن المؤشر يقوم بتصنيف صناديق الثروة السيادية كل ثلاثة أشهر، إلا أن ترتيب صندوق ضبط الموارد ودرجة حوكمته لم تتغير منذ نشأة المؤشر وبداية التصنيف (2008) إلى يومنا هذا. ويمكن تلخيص معايير تصنيف مؤشر لينبرغ-مادويل لصندوق ضبط الموارد وصندوق المعاشات الحكومي النرويجي في الجدول الموالي:

جدول رقم (4-14): تصنيف FRR و GPFG حسب مؤشر لينبرغ-مادويل للثلاثي الأول من 2017

درجة GPFG	درجة FRR	المعيار
1+	1+	يقدم الصندوق (تاريخ الإنشاء ، مصدر الثروة ، هيكل ملكية الحكومة)
1+	0	يقدم الصندوق (تقارير سنوية مدققة ومستقلة ومراجعة وحديثة)
1+	0	يقدم الصندوق (نسبة ملكية الشركة القابضة والمواقع الجغرافية لحيازاتها من الأصول والعوائد المالية والعائد على احتياطي الصرف إن وجد)
1+	0	يقدم الصندوق (مجموع القيمة السوقية لاستثماراته وكذلك المدفوعات الإدارية)
1+	0	يقدم الصندوق (المبادئ التوجيهية للمعايير الأخلاقية ، سياسات الاستثمار ، والمنفذ للمبادئ التوجيهية)
1+	0	يقدم الصندوق (استراتيجيات وأهداف واضحة)
1+	0	في مرحلة التطبيق (يحدد الصندوق بوضوح الفروع ومعلومات الاتصال)
1+	0	في مرحلة التطبيق (يحدد الصندوق المديرين الخارجيين)
1+	0	في مرحلة التطبيق (يدير الصندوق موقع خاص على شبكة الإنترنت)
1+	0	في مرحلة التطبيق (يقدم الصندوق المكتب الرئيسي ومعلومات جهة الاتصال وعنوان الموقع ، مثل الهاتف والفاكس)

Source : Linaburg- Maduell Transparency Index , Sovereign Wealth Fund institution

<https://www.swfinstitute.org/statistics-research/linaburg-maduell-transparency-index>

من خلال الجدول رقم (4-14) نلاحظ أن صندوق ضبط الموارد حصل على نقطة واحدة فقط من مؤشر لينبرغ-مادويل وذلك من خلال المعيار الأول الذي يتناول هدف الصندوق وموارده وهيكله، إذ يتمثل هدف الصندوق في تمويل النفقات العمومية وعجز الخزينة وتخفيض الدين العمومي، أما موارده فتتمثل في فائض القيمة عن الجباية البترولية، أما باقي المعايير فيشير لها المؤشر بالعلامة 0 حيث لا يتوفر الصندوق مثلاً على موقع إلكتروني خاص به ولا يقدم تقارير سنوية واضحة عن نشاطاته، كما أنه لا يقوم بعمليات استثمار خارجية لأن مجال عمله محصور في الجزائر فقط، وكل ذلك يجعل رصيد الصندوق يتقلص ويحتل المرتبة الأخيرة.

وبمقارنة أداء صندوق ضبط الموارد بأداء صندوق المعاشات الحكومي النرويجي الذي يحتل المرتبة الأولى برصيد 10 نقاط، أي أن الصندوق يتحصل دورياً على العلامة كاملة في كل معايير المؤشر، فهو يتميز بشفافية عالية في كل الجوانب، سواء من حيث الأهداف وهيكل الإنشاء، أو من حيث نشر التقارير السنوية بصورة دورية ومستقلة ودقيقة ومفصلة لكافة الجمهور والمهتمين، بالإضافة إلى توفير المعلومات حول أماكن استثمار أصول الصندوق ونسب مساهمته في الشركات ومكونات محفظته والعوائد المحققة وكل

استراتيجيات الاستثمار، كما يتوفر الصندوق على موقع إلكتروني ووسائل اتصال بريدية، وكل هذه المعايير تدل على مدى التزام صندوق المعاشات الحكومي النرويجي بكل معايير الحوكمة الرشيدة ومبادئ الإفصاح والشفافية التي تؤثر بدورها على نجاح الصندوق على الصعيد المحلي والعالمي.

4.1. تقييم حوكمة صندوق ضبط الموارد ومقارنته بصندوق المعاشات الحكومي حسب مبادئ سنتياغو

يمكن تقييم صندوق ضبط الموارد اعتماداً على وثيقة "سنتياغو" ومبادئها الأربعة والعشرين من خلال ثلاثة نقاط رئيسية تتمثل في حوكمة الصندوق، المراقبة والمساءلة، والشفافية والإفصاح.

1.4.1. حوكمة الصندوق

يعتبر صندوق ضبط الموارد حساب من حسابات الخزينة العمومية، فهو غير مستقل عن الموازنة العامة للدولة، مما يؤدي إلى حدوث تداخل بين وظائف الطرفين، الأمر الذي يقلل من فعالية الصندوق في ضبط الموازنة وهذا ما يتعارض مع المبدأين 1 و 6 من مبادئ سانتياغو اللذان ينصان على وجود إطار قانوني سليم يكون أساس لهيكل مؤسسي وإداري متين، يبين بوضوح توزيع المسؤوليات والأدوار والفصل بينهما، كما أن أفراد وزارة المالية بحق إدارة وتسيير الصندوق يعني سيطرة الحكومة عليه، مما يؤدي إلى تدني كفاءة الاستغلال بالنظر لهيمنة الاعتبارات السياسية على حساب الاعتبارات الاقتصادية في تسيير الصندوق، كما أن المبدأين 6 و 16 ينصان على ضرورة الإفصاح علناً في إطار الحوكمة على كيفية إدارة صندوق الثروة السيادية على أساس من الاستقلالية التشغيلية عن الجهة المالكة.

2.4.1. المراقبة والمساءلة

جاء في المبدأ 10 من وثيقة سنتياغو أنه يجب أن يتحدد بوضوح إطار المساءلة عن عمليات صندوق الثروة السيادية بالنص عليه في التشريع أو الميثاق المعني أو غير ذلك من الوثائق التأسيسية أو في اتفاقية الإدارة، بحيث يضمن إطار المساءلة أن الجهاز الحاكم والإدارة التنفيذية تفي بمسؤولياتها الموكلة لها وفي نفس الوقت تسهل التقييم ورصد حركة الصندوق، وهذا الأمر لم يراع في وثيقة إنشاء صندوق ضبط الموارد، إذ أن اعتبار الصندوق حساب خاص من حسابات الخزينة العمومية يؤدي إلى عدم خضوعه لرقابة البرلمان، نظراً إلى أن العمليات الخاصة بحسابات الخزينة تتم خارج الموازنة العامة للدولة، مما يعني عدم وجود رقابة مستقلة على الصندوق وبالتالي التقليل من فرص خضوع الحكومة للمساءلة.

3.4.1. الإفصاح والشفافية

إن عدم نشر تقارير ومعلومات دورية وتفصيلية عن عمليات صندوق ضبط الموارد يقلل من شفافية التسيير، ويؤدي إلى حرمان الرأي العام من الاطلاع على تطور وضعية الصندوق، وهذا ما يتعارض مع المبادئ (11، 15، 17) من وثيقة سنتياغو التي تنص على ضرورة إعداد تقارير سنوية مصحوبة بكشوف

مالية عن عمليات الصندوق وفق المعايير المحاسبية القومية، وكذلك الإفصاح عن المعلومات المالية ذات الصلة بالصندوق لتوضيح توجهه الاقتصادي والمالي.

وبمقارنة صندوق ضبط الموارد مع صندوق المعاشات الحكومي النرويجي، فنجد أن الصندوق النرويجي - اعتماداً على الدراسة* التي أجراها معهد "IRRC" في أكتوبر 2009 والخاصة بتحليل مدى امتثال صناديق الثروة السيادية* لمبادئ سندياغو حسب مجالاتها الرئيسية - احتل المرتبة الأولى¹ من بين عشرة صناديق سيادية بنسبة امتثال عالية قدرت بـ 89.6%، بحيث يقوم الصندوق بتلبية متطلبات أغلبية المبادئ التي تنص عليها وثيقة سندياغو*، ومن بينها²:

- وضوح غرض السياسة من إنشاء الصندوق السيادي، إذ اعتمدت النرويج في آفاق استثماراتها على الميل لتعظيم العوائد على المدى البعيد من دون الإفراط في المخاطرة، حتى تحافظ على الاستقرار والأمن الاقتصادي من تقلبات السلع لصالح الأجيال القادمة، وهذا ما يتماشى والمبدأ 2 و 22 من وثيقة سندياغو.

- تقوم وزارة المالية بتحديد الأهداف واستراتيجيات استثمار الصندوق، وتمارس الإشراف على عملياته كما ورد في المبدأ 7 من الوثيقة.

- تتم الإدارة التشغيلية للصندوق السيادي النرويجي بصورة مستقلة من قبل البنك المركزي النرويجي "NBIM" حسب ما ينص عليه المبدأ 9.

- توافق التقارير السنوية للصندوق مع معايير المحاسبة الدولية والوطنية، إذ تشمل التقارير الأداء المالي للصندوق، وتوزيع أصوله، والتقسيم الجغرافي، والمديرين الخارجيين له، بالإضافة إلى التدقيق الداخلي والخارجي لهذه التقارير وفقاً للمبادئ (11، 12، 15، 17).

وعليه تعتبر مبادئ سندياغو دليل استرشادي لتنظيم وتقييم مدى حوكمة الصناديق السيادية، وخاصة وأن هذه المبادئ معترف بها دولياً وتحت إشراف صندوق النقد الدولي. وبما أن صندوق ضبط الموارد كان امتثاله ضعيفاً، فهو بحاجة إلى تحسين أدائه وفعاليته من خلال إعداد إستراتيجية طويلة المدى تعمل على

* معهد متخصص في إصدار أبحاث موضوعية تركز على حوكمة ومسؤولية الشركات، أبحاثه يستفاد منها على نطاق واسع من مستثمرين وصناع السياسات والمهتمين الآخرين، وهو متواجد بنيويورك بالولايات المتحدة الأمريكية.

* IRRC : Investor Responsibility Research Center.

* أجريت الدراسة على عشرة صناديق سيادية هي: ADIA, AFF, CIC, GIC, KIA, LIA, GPFG, QIA, NWF&RRF, Temasek. ، وفي سنة 2014 قام المنتدى الدولي لصناديق الثروة السيادية (IFSWF) بدراسة 15 صندوقاً سيادياً. ولم تتضمن الدراستين صندوق ضبط الموارد.

¹ اعتماداً على الملحق رقم (5).

* لمزيد من التفاصيل امتثال صندوق المعاشات الحكومي النرويجي أنظر الملحق رقم (10).

² International Forum of Sovereign Wealth Funds, Santiago Principles: 15 Case Studies, How IFSWF Members implement the Santiago Principles , 2014, p 114.

جعل الصندوق أداة مستدامة تساهم في ضمان مستقبل الأجيال القادمة من جهة، وتحقيق تنوع مصادر دخل اقتصاد الجزائر من جهة أخرى، وتحقيق ذلك يتطلب إدخال إصلاحات جذرية على الصندوق تشمل حوكمته، مجال عمله، وإستراتيجية استثمار أصوله، مستفيدا بذلك من تجربة النرويج الرائدة في هذا المجال مع الأخذ بعين الاعتبار خصائص ومميزات الاقتصاد الجزائري.

2. تقييم فعالية صندوق ضبط الموارد في الجزائر بمقارنته بصندوق المعاشات الحكومي النرويجي

إن مقارنة تجربة صندوق ضبط الموارد في الجزائر مع تجربة النرويج الرائدة يمكننا من استخلاص عدة معوقات تحول دون تطوير كفاءة وفعالية الصندوق في الجزائر، ويمكن تلخيص هذه المقارنة في النقاط التالية:

1.2. مقارنة درجة ارتباط اقتصاد الجزائر والنرويج بالنفط ومدى مساهمته في الاقتصاد الوطني

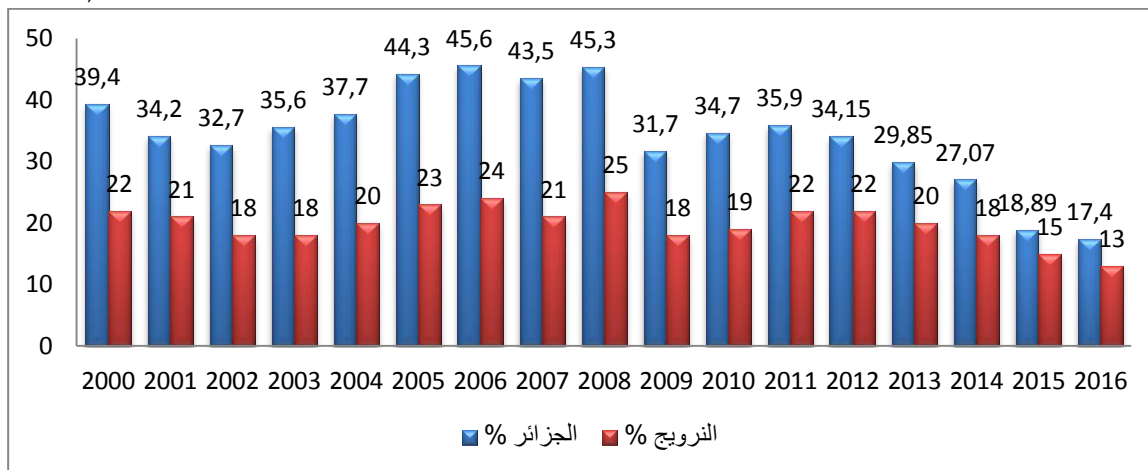
تعتبر كل من الجزائر والنرويج من الدول الريعانية التي تعتمد في تحصيل إيراداتها الأساسية على الثروات الطبيعية خاصة النفط منها، وهذا بحسب طبيعة كل بلد ومتطلباته الخاصة، وكذا الإستراتيجية التي يتبعها في كيفية الاستفادة وتوظيف هذه الثروة الناضبة عبر السنين من خلال صناديق الثروة السيادية لكلا البلدين.

يعتمد الاقتصاد الجزائري اعتمادا كليا على قطاع المحروقات، حيث تتوقف كل الأنشطة الاقتصادية والاجتماعية والسياسية التنموية على عائدات تصدير المحروقات، وهو بذلك يعتبر القطاع الأساسي الذي يركز عليه الاقتصاد الجزائري، والعامل الرئيسي المعزز للتوازنات الاقتصادية الكلية الداخلية والخارجية فحسته من المداخيل الخارجية بالعملة الصعبة تمثل نسبة عالية تفوق 95% من رقم الأعمال الإجمالي لقطاع الطاقة والمناجم، إضافة إلى استحواذ التجارة النفطية الجزائرية على 98% من إجمالي الصادرات¹. وهذا ما جعل الجزائر تتميز بارتفاع مساهمة النفط في الناتج المحلي الإجمالي، على عكس النرويج التي يعتمد اقتصادها على قطاعات اقتصادية رئيسية متنوعة أخرى كالسياحة والصناعة والنقل والزراعة والخدمات، الأمر الذي خفض من نسبة مساهمة القطاع النفطي في الناتج المحلي الإجمالي²، والشكل الموالي يوضح ذلك:

¹ زرواط فاطمة الزهراء، بورواحة عبد الحميد، أثر تقلبات أسعار النفط على الاقتصاد الجزائري (دراسة قياسية للفترة 1980-2014) مداخلة ضمن المؤتمر الأول حول "السياسات الاستخدامية للموارد الطاقوية بين متطلبات التنمية وتأمين الاحتياجات الدولية"، كلية الاقتصاد، جامعة سطيف، 2015، ص 7.

² اعتمادا على الملحق رقم (8) والملحق رقم (9).

شكل رقم (4-11): نسبة مساهمة القطاع النفطي في الناتج المحلي الإجمالي لكل من الجزائر والنرويج (نسبة مئوية)



المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على الملحق رقم (6) والملحق رقم (7).

نلاحظ من خلال الشكل السابق أن مساهمة القطاع النفطي في الناتج المحلي الإجمالي الجزائري أكبر منه في النرويج، وهذا راجع لكون الاقتصاد النرويجي يعتمد على قطاعات اقتصادية رئيسية أخرى كالسياحة والصناعة والنقل والزراعة والخدمات... إلخ، كما أن النفط هو جزء من القطاع الصناعي، وعليه فإن متوسط نسبة مساهمة القطاع النفطي في الناتج المحلي الإجمالي النرويجي خلال الفترة (2000-2016) قدر بحوالي 20%، بينما في الجزائر قدر متوسط نسبة مساهمة القطاع النفطي في الناتج المحلي الإجمالي بـ 34.58% من الناتج المحلي الإجمالي، وهذا بسبب نقص نسبة مساهمة بقية القطاعات الاقتصادية في الاقتصاد الوطني واعتماد الدولة الشبه كلي على ما يدره هذا القطاع خاصة قبل السنوات الثلاث الأخيرة. فبعدها (2014-2016) انخفضت الإيرادات النفطية مما أدى إلى انخفاض حصة القطاع النفطي في الناتج المحلي الإجمالي إذ سجل نسبة 13% فقط سنة 2016.

2.2. مقارنة الإطار العام للصندوقين السياديين (GPF و FRR)

إن إنشاء صندوق ثروة سيادي في الجزائر يختلف عنه في النرويج في مجموعة من المجالات، وذلك تبعا لمصلحة وظروف وحجم كل بلد، والجدول رقم (4-15) يوضح أهم الاختلافات في الإطار العام للصندوق السيادي لكلا البلدين:

جدول رقم (4-15): الإطار العام للصندوقين السياديين FRR و GPF

مجال المقارنة	النرويج (GPF)	الجزائر (FRR)
تأسيس الصندوق	تأسس صندوق المعاشات الحكومي النرويجي سنة 1990	تأسس صندوق ضبط الموارد سنة 2000
أسباب التأسيس	- دعم نظام التقاعد الحكومي بتوفير تغطية مستدامة لمتطلبات الإنفاق العام في التقاعد والرعاية الصحية - دعم إدارة العائدات النفطية على المدى الطويل والتوزيع العادل للثروات بين الأجيال	- امتصاص فوائض العوائد النفطية واستعمالها في الحفاظ على استقرار الموازنة العامة في حالة انهيار أسعار النفط
هيكل ومجال عمل الصندوق	صندوق ادخار واستقرار للعوائد النفطية يتركز عمله خارج النرويج	حساب من الحسابات الخاصة بالخرينة العمومية يتركز عمله أساسا داخل البلد
أهداف التأسيس	- الحفاظ على الثروة النفطية للمستقبل مع التوزيع العادل لها بين الأجيال - تحويل الثروة النفطية إلى أصول مالية من خلال استثمارها في الأسواق العالمية مع مراعاة مبدأ العائد/المخاطرة - حماية الموازنة العامة للدولة من التقلبات المفاجئة للمداخل النفطية والحفاظ على توازنها على المدى البعيد	- تمويل عجز الخزينة العمومية - تخفيض المديونية العمومية
موارد الصندوق	- استقبال جميع مداخل الثروة النفطية المحولة من طرف الحكومة - العوائد المحققة من الاستثمار في القيم المنقولة عبر الأسواق العالمية	- فوائض الجباية البترولية التي تتجاوز تقديرات قانون المالية
نفقات الصندوق	- تمويل عجز الميزانية العامة بنسبة 4% من الإيرادات النفطية للصندوق - استثمار ما تبقى من الموارد في شكل أصول مالية خارج البلد	- تمويل عجز الخزينة العمومية - تسديد المديونية العمومية

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على معطيات البحث.

يعتبر إنشاء صندوق ثروة سيادية أفضل وسيلة لضمان إدارة واستثمار الفوائض النفطية بما يخدم المصلحة العامة تبعا لظروف وحجم كل بلد، وعليه فإن إنشاء صندوق سيادي في النرويج كان يختلف عنه في الجزائر. فمن خلال الجدول رقم (4-15) نلاحظ أن صندوق ضبط الموارد هو عبارة عن حساب خاص من حسابات الخزينة العمومية وتأسيسه كان بموجب مادة في قانون المالية التكميلي لسنة 2000 وعليه فهو لا يخضع لرقابة السلطة التشريعية "البرلمان"، على عكس صندوق المعاشات الحكومي النرويجي فهو

صندوق ادخار واستقرار صدر بموجب قانون خاص عن البرلمان سنة 1990 مما جعله يخضع لرقابة البرلمان.

ورغم اعتبار الصندوقين السياديين نفطيين إلا أن مجال عملهما يختلف، حيث يعمل صندوق المعاشات النرويجي على الاستثمار في الأسواق المالية العالمية، أما صندوق ضبط الموارد فمجال عمله محدود ويتركز على المستوى الداخلي فقط واقتصر عمله الخارجي على تسديد المديونية العمومية الخارجية مما جعل الصندوق يحتفظ بسيولة معطلة حرمت الجزائر من عوائد معتبرة يمكن الحصول عليها في حالة استثمار أصول الصندوق في الأسواق المالية العالمية.

ويتميز صندوق المعاشات النرويجي بتنوع إيراداته، مما جعله يتحوط من تذبذب العوائد النفطية الناتجة عن تذبذب أسعار النفط في الأسواق العالمية، على عكس صندوق ضبط الموارد الذي يعتمد على مورد واحد فقط هو فائض الجباية البترولية، مما جعله يتعرض لصدمات سلبية خطيرة في حالة انخفاض أسعار النفط لمستويات متدنية ولفترات طويلة، الأمر الذي جعل الصندوق غير مستقر وغير مستدام.

كما ويقوم الصندوق السيادي النرويجي على سياسة إنفاق متوازنة حيث ينفق ما يعادل 4% فقط من العوائد النفطية لتجنب زيادة الإنفاق على القطاعات الاقتصادية، وبهدف محاربة الاقتصاد الريعي وتعويضه بالاقتصاد الإنتاجي. خلاف الجزائر التي يسعى صندوقها السيادي إلى تغطية العجز في الخزينة العمومية والميزانية العامة، وبالتالي زيادة الإنفاق العام وجعل الاقتصاد الجزائري ريعيا أكثر منه إنتاجيا.

3.2. مقارنة حوكمة وشفافية الصندوقين (GPF و FRR)

يمكن تلخيص أهم عناصر المقارنة المرتبطة بحوكمة وشفافية كل من صندوق ضبط الموارد وصندوق المعاشات الحكومي النرويجي في الجدول الموالي:

جدول رقم (4-16): مقارنة حوكمة وشفافية الصندوقين السياديين (GPF و FRR)

الجزائر	النرويج	مجال المقارنة
وزارة المالية	وزارة المالية	ملكية الصندوق
وزارة المالية	البنك المركزي عن طريق بنك إدارة الاستثمارات النرويجي (NBIM)	الإدارة والإشراف على الصندوق
عدم وجود هيكل تنظيمي باعتبار الصندوق حساب خاص بالخبزينة العمومية	وجود هيكل تنظيمي واضح ومفصل عن الأطراف المسؤولة على تسيير وإدارة الصندوق	الهيكل التنظيمي
انعدام الرقابة المستقلة على الصندوق وعدم خضوعه لمساءلة البرلمان	وجود نظام رقابة ومساءلة على الصندوق يعتمد على تدخل ثلاث هيئات هي البرلمان النرويجي ووزارة المالية والبنك المركزي	الرقابة والمساءلة
- يتم نشر إحصائيات سنوية بصورة إجمالية عن موارد واستخدامات الصندوق عبر موقع وزارة المالية، دون نشر تقارير حول الأداء وإخضاعها للتدقيق والمراجعة الخارجية - عدم وجود موقع إلكتروني خاص بالصندوق	- إخضاع حسابات الصندوق سنويا للتدقيق والمراجعة الخارجية، وانتظام تدفق المعلومات للجمهور حول الأنشطة الفصلية من خلال وسائل الإعلام المختلفة، والموقع الإلكتروني الخاص بالصندوق - تقديم وزارة المالية تقارير مفصلة للبرلمان	الشفافية والإفصاح
- الرتبة 57 بنسبة 26% - الرتبة الأخيرة بمجموع 1 نقطة - الرتبة 28 بتقييم 21%	- الرتبة 1 بنسبة 98% - الرتبة 1 بمجموع 10 نقاط - الرتبة 5 بنسبة 90%	المؤشرات الدولية لتصنيف أداء وحوكمة الصندوق - مؤشر ترومان 2015 - مؤشر لينبرغ-مادويل 2017 - مؤشر إدارة الموارد الطبيعية 2017

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على معطيات البحث.

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن صندوقي الثروة السيادية للنرويج والجزائر تعود ملكيتهما لوزارة المالية، إلا أن إدارة الصندوق وهيكله التنظيمي تختلف من صندوق لآخر، حيث عهدت وزارة المالية النرويجية مسؤولية إدارة صندوق المعاشات الحكومي للبنك المركزي والذي قام بدوره إلى إسنادها لبنك إدارة الاستثمارات النرويجي "NBIM" التابع له واكتفى هو بالإشراف والرقابة، كما يتمتع الصندوق بهيكل تنظيمي واضح يتكون من مجموعة من المجالس والمصالح يترأسه المجلس التنفيذي للبنك المركزي، مما جعله يمتاز

بجهاز مراقبة صارم منحه المزيد من الشفافية والوضوح في كيفية التسيير، وذلك من خلال نشر مختلف التقارير الفصلية التي تبين أدائه، وهذا ما جعله من أنجح صناديق الثروة السيادية في العالم وأكثرها شفافية حيث احتل المرتبة الأولى في معظم مؤشرات الأداء الدولية ولفترات طويلة.

أما صندوق ضبط الموارد فقد تميز بانفراد وزارة المالية بالإشراف عليه مما انعكس سلبا على كفاءة استغلال الصندوق وتسيير موارده، وأيضا هيمنة الاعتبارات السياسية على الأهداف الاقتصادية. وكذلك كون الصندوق حسابا خاصا من حسابات الخزينة العمومية جعله يفتقد لهيكل تنظيمي وعدم خضوعه لرقابة البرلمان نظرا إلى أن العمليات الخاصة بالخزينة تتم خارج الموازنة العامة، وبالتالي غياب نظام رقابة مستقل على الصندوق من جهة، وسيطرة الحكومة على موارده دون الرجوع إلى البرلمان يؤدي إلى سوء تسييره من جهة أخرى، مما أدى بصندوق النقد الدولي إلى التصريح بضرورة إدراج الصندوق ضمن الميزانية العامة حتى يتسنى للجميع الإطلاع على كيفية أدائه، وكل هذه النقائص التي يتميز بها صندوق ضبط الموارد جعلته يحتل المراتب الأخيرة في كل مؤشرات الأداء الدولية التي تقيس حوكمة وشفافية صناديق الثروة السيادية.

3. الدروس المستفادة من تجربة النرويج وإمكانية تطبيقها في الجزائر

إن التحدي الأكبر للدول التي تملك صناديق الثروة السيادية هو كيفية إدارة هذه الصناديق بحكمة ومن دون تبذير وتبديد للعائدات المتحققة، فصندوق ضبط الموارد في الجزائر يقوم على مورد وحيد هو النفط الذي يعتبر سلعة متأرجحة الأسعار وعائداته متقلبة الاتجاه، وهو ما يقتضي انتهاج السياسات الاقتصادية الرشيدة التي لا تؤدي إلى استنزاف الادخارات المالية في الأجل الطويل، وبالتالي الحفاظ على مستقبل الأجيال القادمة. وفي هذا السياق تعتبر النرويج تجربة فريدة من نوعها حيث عرفت كيف تضع أفضل البدائل والوسائل الاستثمارية لتحويل الثروة البترولية إلى أصول منتجة أخرى ومتجددة تتجاوز عائداتها الإنتاجية قيمة النفط المستخرج، وذلك في إطار منطق التنمية المستدامة لتكريس العدالة بين الأجيال والحفاظ على مستقبل الأجيال القادمة. وبشكل عام فقد سمح لنا استعراض تجربة النرويج بالخروج بمجموعة من الدروس لفائدة الدول التي تملك صناديق ثروة سيادية عامة والجزائر منها على وجه التحديد والتي لازالت تعاني من معضلة حقيقية في إدارة هذه الثروة، وأهم هذه الدروس ما يلي:

- ضرورة توافر إدارة حكومية سليمة ونزيهة وعلى درجة عالية من الكفاءة، بما يسمح بترسيخ مبادئ الحوكمة الرشيدة وبناء المؤسسات القوية وتعزيز جودتها، و التي تعد شروطا أساسية للنمو القابل للاستمرار الذي يحفز الرخاء والاستقرار على المدى الطويل.

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

- نجاح إدارة صندوق الثروة السيادية مرهون بمدى وجود قواعد وممارسات متينة لإدارة المالية العامة في الجزائر على غرار القاعدة المالية الهيكلية للنرويج. فوجود هذه القواعد يساعد في حماية هذه الثروات من تأثير أي تغيرات قد تنشأ نتيجة الضغوط السياسية، كما يسمح بكسر دورة الانتعاش والكساد عن طريق فصل الإنفاق الحكومي عن الإيرادات المتقلبة لصادرات النفط.

- أن تركز الإستراتيجية الاستثمارية لصندوق ضبط الموارد في الجزائر مثلما أوضحتها تجربة النرويج على تحويل الإيرادات إلى أصول مالية وعقارية ذات عوائد دائمة، من خلال تملك حصص صغيرة في شركات متعددة، وليس العكس (أي مساهمات كبيرة في شركات محدودة العدد). وأن تكون محفظة الأسهم والعوائد الناجمة عنها المحرك الرئيسي لنمو هذا الصندوق بالإضافة إلى البدائل الاستثمارية الأخرى، وأن تتولى الهيئة المشرفة على تنفيذ استثماراته بمتابعة كل التطورات الحاصلة في الاقتصاد الدولي.

- إن النمو القابل للاستمرار على المدى البعيد لصندوق ضبط الموارد غير مرتبط فقط بنعمة الوفرة من النفط، بل يقوم أيضا على مدى وجود بيئة تعزز تراكم رأس المال البشري والمعرفة، لتحويل الثروة النفطية إلى أصول منتجة. فالتنمية البشرية هي أساس التنمية الاقتصادية، والنرويج لم تكن مؤهلة ومستعدة للتعامل مع الثروة النفطية حين اكتشافها، إلا أنها استطاعت مع الزمن تكوين المهارات البشرية المحلية اللازمة والكافية في مجال صناعة النفط والغاز وكذا الإطارات المكلفة بإدارة موجودات صندوق المعاشات الحكومي العالمي ليصبح أكبر صندوق ثروة سيادي في العالم.

وعموما إن تحسين أداء وفعالية صندوق ضبط الموارد يتطلب إعداد إستراتيجية طويلة المدى، تعتمد أساسا على تغيير نظرة الحكومة للصندوق من اعتباره أداة مؤقتة تعمل على ضبط وتعديل الموازنة العامة وسداد المديونية العمومية إلى أداة مستدامة تعمل على المدى البعيد وتساهم في ضمان مستقبل الأجيال القادمة، كما أن الهدف الرئيسي لهذه الإستراتيجية يتركز على تحويل مداخيل الثروة النفطية باعتبارها ثروة زائلة إلى ثروة مالية مستدامة. كما يتطلب تحقيق هذه الإستراتيجية إدخال إصلاحات جذرية على الصندوق تشمل حوكمته ومجال نشاطه وإستراتيجية استثمار أصوله بما يتوافق مع خصائص ومميزات الاقتصاد الجزائري.

خلاصة الفصل

أثبتت الدراسة أن تجربة صندوق الثروة السيادية النرويجي من أنجح التجارب الدولية في هذا المجال وهذا بسبب توفر بيئة اقتصادية وسياسية سليمة تتميز بارتفاع مستويات الحوكمة الاقتصادية والسياسية في هذا البلد، ووجود إستراتيجية استثمار واضحة المعالم والأهداف تتميز بالمرونة والقدرة على التكيف مع الأوضاع الاقتصادية السائدة، كما أن توفر قدر عال من الشفافية والمساءلة حول نشاطات الصندوق يؤدي إلى سرعة اكتشاف وتصحيح الأخطاء المرتبطة باستثماراته.

وقد لعب صندوق ضبط الموارد دورا مهما في تمويل برامج التنمية الاقتصادية، وهذا من خلال تحقيق الأهداف المحددة له سلفا، والمتمثلة في تمويل عجز الخزينة العامة للدولة الناتج عن ارتفاع المبالغ المخصصة للاستثمار العمومي، وكذلك ارتفاع الإنفاق الجاري أو انخفاض حصيلته الإيرادات العامة على المستوى المقرر ضمن قانون المالية، مع الاحتفاظ برصيد أدنى للصندوق لا يقل عن 740 مليار دج بالإضافة إلى تخفيض حجم المديونية العمومية الداخلية والخارجية.

كما تبرز المؤشرات الدولية لحوكمة صناديق الثروة السيادية أهمية بالغة في إدارة عوائد هذه الصناديق وذلك من خلال تغيير سلوك الإدارة نحو فعالية أكبر وأكثر رشادة في استخدام عوائدها ومشاركة أصحاب المصلحة من مجتمع مدني ومنظمات وطنية ودولية، فإضفاء مبادئ الحوكمة الأساسية والمتعلقة بالشفافية والإفصاح والمساءلة ومحاربة الفساد على هذه الصناديق، تجنب أصحابها العديد من المخاطر والعمل في المحافظة على التوازنات الاقتصادية والاجتماعية داخل الدولة، وهذا ما تم إثباته من خلال تقييم صندوق المعاشات الحكومي النرويجي الذي احتل المراتب الأولى في مختلف تصنيفات هذه المؤشرات، على عكس صندوق ضبط الموارد في الجزائر الذي صنف ضمن المراتب الأخيرة.

ويبين التقييم العام لصندوق ضبط الموارد عن طريق إجراء مقارنة بين تجربة الجزائر والنرويج أنه يعاني من عدة نقائص تشمل حوكمته ومجال عمله، بالإضافة إلى مصادر تمويله وإدارته، ومستويات الشفافية والإفصاح في الصندوق، وهي نقائص تفرض على الحكومة إخضاعه لإصلاحات وتعديلات جذرية وشاملة بغرض رفع كفاءته وفعاليته.

الخاتمة العامة

تعد صناديق الثروة السيادية أداة تستخدمها الدول من أجل إدارة فوائض الأموال التي تحققها في عدة مجالات كالاستثمار أو الادخار بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني والمجتمع ككل، من خلال ضمان دخل مستقر وحماية حقوق الأجيال القادمة، بسبب توقع نزوب مصادر الطاقة التي كانت تحقق صادرات مرتفعة لمعظم الدول. ولا تعتبر هذه الصناديق حكرا لدولة دون الأخرى وإنما نجدها في العديد من الدول باختلاف اقتصادياتها وتطورها وقوتها، وما يختلف هو طريقة إدارة هذه الصناديق وما تحققه من نتائج.

وتساعد مبادئ سنتياغو التي تم إعدادها من طرف صندوق النقد الدولي بالتنسيق مع الدول المالكة والمستقبلية لاستثمارات صناديق الثروة السيادية في تعزيز حوكمتها، بالنظر لطبيعتها غير الإلزامية وقابليتها للتكيف مع الخصائص الاقتصادية والتنظيمية الخاصة بكل بلد. ونظرا لتأثير الحوكمة على أداء الصناديق السيادية، ظهرت مؤشرات دولية لقياس الأداء، التي تعد وسيلة مهمة لتحسين حوكمة الصناديق وشفافيتها نتيجة تقييمها المستمر لمختلف سياسات تسيير وإدارة هذه الأخيرة. وفي هذا السياق جاء هذا البحث ليؤكد أهمية وتأثير الحوكمة على أداء الصناديق السيادية وإبراز المزايا التي تعود على اقتصاديات الدول المالكة لها بوجه عام.

وقد حققت التجربة النرويجية نجاحا كبيرا وتصدرت قائمة الدول من خلال امتثالها لمعايير الحوكمة في مختلف مؤشرات الأداء الدولية، بدءا من الشفافية في كل معاملاتها، واعتمادها على هيكل تنظيمي وفقا للنماذج العالمية، وصولا إلى الرقابة الدقيقة على كل ما له علاقة بالصندوق، وكل ذلك جعلها تمتلك أكبر صندوق ثروة سيادية في العالم يتولى مهمة تحفيز التنمية في قطاعات متعددة ومتكاملة مع الاقتصاد العالمي، تماشيا مع أولويات نهج التنمية الاقتصادية للنرويج.

ويتضح من تقييم صندوق ضبط الموارد عن طريق إجراء مقارنة بين تجربة الجزائر والنرويج أنه يعاني من عدة نقائص تشمل حوكمته وإدارته، ومستويات الشفافية والإفصاح، ويتأكد ذلك من خلال اعتماده فقط على مداخل الصادرات الطاقوية، أو من خلال إدارته التي تعتبره مجرد حساب من حسابات الخزينة وعدم امتثاله لأي معيار من معايير الحوكمة، مما لا يسمح بالاستغلال الأمثل لموارده. وكل هذه النقائص تفرض على الحكومة إخضاع الصندوق لإصلاحات وتعديلات جذرية وشاملة.

1. نتائج البحث:

يمكن تلخيص أهم النتائج المتوصل إليها كما يلي:

- تمثل الحوكمة آلية لمحاربة الفساد في الدول ومختلف الشركات، وهي لا تضع نظاماً يحكم العلاقة بين الملاك والمدراء وأصحاب المصالح فحسب ولكنها تعد حافزاً من أجل تطبيق الأطر القانونية واللوائح المنظمة. وتقدم معايير وآليات الشفافية والمساءلة والالتزام بالقوانين والكشف عن الانحرافات على المدى الطويل.

- تعد الحوكمة من أهم القضايا التي تشغل بال وفكر رجال المال والاقتصاد، وتسيطر على عقول العلماء والمفكرين، فمن السهل وضع الأسس والضوابط وإبراز المزايا والخصائص، ولكن الصعوبة تتمثل في حسن تطبيقها والاستفادة منها.

- إن الحوكمة تساعد على جذب الاستثمارات سواء الأجنبية أو المحلية، وتساعد في الحد من هروب رؤوس الأموال، ومكافحة الفساد الذي يؤدي إلى إعاقة النمو.

- إن أكبر تحدي يواجه الأسواق المالية هو تطبيق مبادئ الحوكمة من طرف جميع المؤسسات والجهات الفاعلة فيها، خاصة لما يكون هذا الطرف دولة ما من خلال استثمارات صناديقها للثروة السيادية.

- تعد الصناديق السيادية أداة مهمة للادخار وتحقيق الاستقرار الاقتصادي، كما أنها وسيلة ناجعة لتحويل جزء من الثروة الحالية للأجيال القادمة.

- تشير بيانات سنة 2017 إلى تواجد 79 صندوق ثروة سيادي في العالم بقيمة أصول تتجاوز 7.41 تريليون دولار أمريكي، علماً أن الصناديق السيادية النفطية تعد أبرز أنواع هذه الصناديق.

- إن التحدي الأكبر للدول المالكة لصناديق الثروة السيادية هو كيفية إدارة موارد هذه الصناديق بحكمة ومن دون تبذير، وهو ما يقتضي انتهاج السياسات الاقتصادية الرشيدة التي لا تؤدي إلى استنزاف الادخارات المالية في الأجل الطويل، وبالتالي الحفاظ على مستقبل الأجيال القادمة.

- تعتبر مبادئ "سنتياغو" دليلاً استرشادياً لتقييم مدى حوكمة صناديق الثروة السيادية، خصوصاً وأن هذه المبادئ معترف بها دولياً وتحت إشراف صندوق النقد الدولي.

- تبرز المؤشرات الدولية لحوكمة صناديق الثروة السيادية أهمية بالغة في إدارة عوائد هذه الصناديق، وذلك من خلال تغيير سلوك الإدارة نحو فعالية أكبر وأكثر رشادة في استخدام عوائدها ومشاركة أصحاب المصلحة من مجتمع مدني ومنظمات وطنية ودولية.

- إن إضفاء مبادئ الحوكمة الأساسية والمتعلقة بالشفافية والإفصاح والمساءلة ومحاربة الفساد على صناديق الثروة السيادية تجنب أصحابها العديد من المخاطر، والعمل في المحافظة على التوازنات الاقتصادية والاجتماعية داخل الدولة.

- تعد تجربة صندوق الثروة السيادي النرويجي من أنجح التجارب الدولية في هذا المجال، وهذا بسبب توفر بيئة اقتصادية وسياسية سليمة تتميز بارتفاع مستويات الحوكمة الاقتصادية والسياسية في هذا البلد، ووجود إستراتيجية استثمار واضحة المعالم والأهداف، تتميز بالمرونة والقدرة على التكيف مع الأوضاع الاقتصادية السائدة، كما أن توفر قدر عال من الشفافية والمساءلة حول نشاطات الصندوق يؤدي إلى سرعة اكتشاف وتصحيح الأخطاء المرتبطة باستثماراته.

- يتميز الاقتصاد النرويجي بتنوع قطاعاته الاقتصادية، وعدم اعتماده على النفط بالإضافة إلى تدفقات الإيرادات التي تتجه إلى صندوق الثروة النرويجي، والذي يعد مصدر وقاية للاقتصاد النرويجي في حالة حدوث أزمات اقتصادية وعند نزوب النفط.

- يعتبر قطاع المحروقات القطاع الرائد والموجه للاقتصاد الجزائري، حيث يظهر تأثيره من خلال هيمنته على الناتج المحلي الإجمالي والصادرات السلعية، بالإضافة إلى الإيرادات العامة للدولة مما يؤدي إلى عدم استقرار الاقتصاد الجزائري وتعرضه لأزمات وصدمات خارجية دورية.

- إن المشكلة الحقيقية للجزائر في استخدامهما لعوائد صندوق ضبط الموارد تكمن في عجز السلطات العمومية عن تحويل فوائضها النفطية إلى مشاريع اقتصادية منتجة على المدى الطويل، والتخلي عن الاعتماد الشبه كلي على القطاع النفطي، وخلق صادرات خارجه.

- يقيم مؤشر إدارة الموارد (IRG) النرويج بالتقييم الجيد تجاه إدارة عوائدها النفطية، على عكس الجزائر التي أخذت التقييم الضعيف.

- يبرز لنا مؤشر لينبرغ-مادويل للشفافية عن عدم وجود أي تحسن في تسيير صندوق ضبط الموارد من سنة 2008 إلى يومنا هذا، بينما النرويج بقيت محافظة على المرتبة الأولى على سلم المؤشر خلال نفس الفترة.

- يصنف صندوق ضبط الموارد حسب مؤشر ترومان لقياس أداء صناديق الثروة السيادية في المراكز الأخيرة، وذلك لانخفاض معدلاته في معايير المساءلة، الشفافية، والحوكمة. في حين الصندوق السيادي النرويجي بقي يحتل المراتب الأولى في كل مراحل التقييم.

- يقوم صندوق المعاشات الحكومي النرويجي بتلبية متطلبات أغلبية المبادئ التي تنص عليها وثيقة "سنتياغو" باحتلاله المرتبة الأولى في التصنيف، على عكس صندوق ضبط الموارد الذي لا يمثل لأغلبية المبادئ .

2. التوصيات:

لقد سمح لنا استعراض تجربة النرويج، ومجموعة النتائج السابقة بالخروج بمجموعة من الدروس والتوصيات لفائدة الدول المالكة للصناديق السيادية عامة والجزائر خاصة يمكن إيجازها فيما يلي:

- ضرورة توافر إدارة حكومية سليمة ونزيهة وعلى درجة عالية من الكفاءة، بما يسمح بترسيخ مبادئ الحوكمة وبناء المؤسسات القوية وتعزيز جودتها.

- نجاح إدارة الثروات الطبيعية مرهون بمدى وجود قواعد وممارسات متينة لإدارة المالية العامة في البلاد على غرار القاعدة المالية الهيكلية للنرويج. فوجود هذه القواعد يساعد في حماية الثروات من تأثير أي تغيرات قد تنشأ نتيجة الضغوط السياسية، كما يسمح بكسر دورة الانتعاش والكساد عن طريق فصل الإنفاق الحكومي عن الإيرادات المتقلبة لصادرات الثروات الطبيعية.

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

- يجب استخدام عوائد الثروة النفطية الاستخدام الأمثل ووضع خطة شاملة للتطوير والتنمية تشمل كل القطاعات وكل الجوانب الاقتصادية والاجتماعية في الجزائر، بما فيها استعمال جزء من العائدات لخلق صناعات وفعاليات تطويرية خلاقة ذات فائدة مستدامة للمجتمع وللأجيال القادمة.

- إن نعمة الوفرة من النفط لا تكفي لوحدها، فالنمو القابل للاستمرار والرخاء على المدى الطويل يقوم على مدى وجود بيئة تعزز تراكم رأس المال البشري والمعرفة، لتحويل الثروة النفطية إلى أصول منتجة، فالنتمية البشرية هي أساس التنمية الاقتصادية.

- تكوين إطارات عالية الكفاءة في الجزائر مختصة في مجال إدارة الاستثمارات في الأسواق المالية العالمية تسند إليها مهمة إدارة الصندوق، والاستفادة من خبرات ودراسات الباحثين في الجامعات والمعاهد العلمية المتخصصة.

3. آفاق البحث:

وفي الأخير يبقى أن نشير إلى أن هذا البحث المتواضع ما هو إلا جزء من موضوع واسع يتطلب المزيد من الأبحاث والدراسات والمتابعة والتطوير، حتى يكون أكثر اندماجا في البناء المالي والاقتصادي العالمي. وعليه يمكن للمهتمين بهذا الموضوع دراسة جوانب متعددة لم يتم التطرق إليها في هذا البحث من بينها:

- دراسة قياسية حول التنبؤ بمستقبل صناديق الثروة السيادية بعد نضوب النفط.
- تحليل الاختلافات في استراتيجيات الاستثمار والأداء بين صناديق الثروة السيادية.
- تحديات وآفاق الصناديق السيادية النفطية في ظل انخفاض أسعار البترول.

الملحق رقم(1): المبادئ والممارسات المتعارف عليها (GAAP)

المبدأ 1: يكون الإطار القانوني الذي يستند إليه صندوق الثروة السيادية سليماً وداعماً لفعالية تشغيله وتحقيق أهدافه الفاعلة.

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 السياسة من إنشاء صندوق الثروة السيادية ويتم الإفصاح عنه علناً.

المبدأ 3: حيثما يكن لأنشطة صندوق الثروة السيادية انعكاسات اقتصادية كلية ومحلية مباشرة كبيرة، يتم تنسيق هذه الأنشطة تنسيقاً كاملاً مع سلطات المالية العامة والسلطات النقدية المحلية بغية ضمان الاتساق مع السياسات الاقتصادية الكلية الشاملة.

المبدأ 4: توضع سياسات أو قواعد أو إجراءات أو ترتيبات واضحة ومعلنة بشأن المنهج العام لصندوق الثروة السيادية حيال عمليات التمويل والسحب والإنفاق.

المبدأ الفرعي 4-1: يتم الإفصاح علناً عن مصدر تمويل صندوق الثروة السيادية.

المبدأ الفرعي 4-2: يتم الإفصاح علناً عن المنهج العام لسحب الأرصدة من صندوق الثروة السيادية والإنفاق منه نيابة عن الحكومة.

المبدأ 5: يتم إبلاغ الجهة المالكة على أساس يومي بالبيانات الإحصائية ذات الصلة بالصندوق، أو إتاحتها للإدراج في المكان المناسب مع مجموعة البيانات الاقتصادية الكلية حسب الاقتصاد.

المبدأ 6: يعمل صندوق الثروة السيادي في ظل إطار سليم للحوكمة يحدد تقسيما واضحا وفعالا للأدوار والمسؤوليات بما يسهل المساءلة والاستقلالية التشغيلية في إدارة الصندوق سعيا لتحقيق أهدافه.

المبدأ 7: تحدد الجهة المالكة أهداف صندوق الثروة السيادي وتتولى تعيين أعضاء جهازه الحاكم طبقا لإجراءات واضحة، وتمارس الإشراف على عملياته.

المبدأ 8: يعمل الجهاز الحاكم بما يحقق مصالح الصندوق ويكلف بمهمة واضحة المعالم ويمنح 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: يتحدد بوضوح إطار المساءلة عن عمليات صندوق الثروة السيادية بالنص عليه في التشريع أو الميثاق المعني أو غير ذلك من الوثائق التأسيسية أو في اتفاقية الإدارة.

المبدأ 11: يتم إعداد تقرير سنوي مصحوب بكشوف مالية عن عمليات صندوق الثروة السيادي، وكيفية أدائه، وذلك في الوقت المقرر وطبقا للمعايير المحاسبية الدولية أو القومية المعمول بها ومع مراعاة متطلبات الاتساق.

المبدأ 12: تخضع عمليات صندوق الثروة السيادي وكشوفه المالية للتدقيق السنوي طبقا للمعايير المحاسبية الدولية أو القومية المعمول بها.

المبدأ 13: تتحدد بوضوح المعايير المهنية والأخلاقية الواجبة ويحاط علما بها أعضاء الجهاز الحاكم لصندوق الثروة السيادي وإدارته وموظفيه.

المبدأ 14: يركز التعامل مع أطراف ثالثة لغرض إدارة عمليات الصندوق على أسس اقتصادية ومالية، وتراعى فيه قواعد وإجراءات واضحة.

المبدأ 15: تدار عمليات الصندوق وأنشطته في البلدان المضيفة طبقا لمتطلبات التنظيم والإفصاح المرعية في البلدان التي يزاول نشاطه فيها.

المبدأ 16: يتم الإفصاح علنا عن إطار الحوكمة وأهدافها، وكذلك عن كيفية إدارة الصندوق على أساس من الاستقلالية التشغيلية عن الجهة المالكة.

المبدأ 17: يتم الإفصاح علنا عن المعلومات المالية ذات الصلة بالصندوق لتوضيح توجهه الاقتصادي والمالي، حتى يتسنى له الإسهام في استقرار الأسواق المالية الدولية وتعزيز الثقة في البلدان المتلقية لاستثماراته.

المبدأ 18: تتسم السياسة الاستثمارية للصندوق بالوضوح والاتساق مع أهدافه المحددة والمخاطر التي يتعرض لها ودرجة تحمله لها وإستراتيجيته الاستثمارية حسبما حددتها الجهة المالكة أو الحاكمة، كما تركز على مبادئ سليمة لإدارة الحافظة.

المبدأ الفرعي 18-1: يسترشد الصندوق بسياسته الاستثمارية في تقنين مدى انكشافه للمخاطر المالية وإمكانية استخدامه للرفع المالي.

المبدأ الفرعي 18-2: تعالج السياسة الاستثمارية مدى إمكانية الاستعانة بمديرين داخليين أو خارجيين للاستثمار وأنواع أنشطتهم، وطبيعة السلطة المخولة لهم والعملية المتبعة في اختيارهم ومراقبة آدائهم.

المبدأ الفرعي 18-3: يتم الإفصاح علنا عن توصيف لسياسة الاستثمار المعتمدة لدى الصندوق.

المبدأ 19: تهدف القرارات الاستثمارية التي يتخذها الصندوق إلى تعظيم العائد المالي المعدل حسب المخاطر بما يتوافق مع سياسته الاستثمارية واستنادا إلى أسس اقتصادية ومالية.

المبدأ الفرعي 19-1: إذا كانت قرارات الاستثمار تخضع لاعتبارات أخرى بخلاف الاعتبارات الاقتصادية والمالية، يتم النص بوضوح على هذه الاعتبارات ضمن سياسة الاستثمار ويتم الإفصاح عنها علنا.

المبدأ الفرعي 19-2: تدار أصول الصندوق وفقا للطريقة السليمة والمقبولة عموما في مجال إدارة الأصول.

المبدأ 20: لا يجوز لصندوق الثروة السيادية السعي لمعرفة معلومات سرية أو اكتساب نفوذ من خلال الحوكمة بمفهومها الأوسع أو استغلال مثل هذه المعلومات أو النفوذ في التنافس مع الكيانات الخاصة.

المبدأ 21: ينظر صندوق الثروة السيادية إلى حقوق ملكية المساهمين بوصفها عنصرا أساسيا في قيمة استثمارات أصوله، وإذا اختار أن يمارس حقوق ملكيته، فعليه القيام بذلك على نحو يتسق مع سياساته الاستثمارية ويحمي القيمة المالية لاستثماراته، ويفصح الصندوق بشكل 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 إطار يحدد مخاطر عملياته ويقدرها ويديرها.

المبدأ الفرعي 1-22: يتضمن إطار إدارة المخاطر معلومات موثوقة ونظما لإبلاغ البيانات في الوقت المقرر، مما يتيح مراقبة المخاطر ذات الصلة وإدارتها في ظل معلمات ومستويات مقبولة وآليات للرقابة والحوافز ومدونات لقواعد السلوك وتخطيطا لاستمرارية العمل ووظيفة تدقيقية مستقلة.

المبدأ الفرعي 2-22: يتم الإفصاح علنا عن المنهج العام المعتمد لإطار إدارة المخاطر.

المبدأ 23: تقاس أصول الصندوق وأداؤه الاستثماري (سواء على أساس مطلق أو مقارن بمعايير قياسية إن وجدت) وترفع تقارير بشأنها لمالكها طبقا لمبادئ ومعايير واضحة.

المبدأ 24: يجري صندوق الثروة السيادية بشكل مباشر أو من خلال طرف ينوب عنه عملية مراجعة منتظمة لتطبيق المبادئ والممارسات المتعارف عليها.

المصدر: صندوق النقد الدولي، مجموعة العمل الدولية، أكتوبر 2008.

الملحق رقم (2): تطور وضعية صندوق ضبط الموارد خلال الفترة (2000-2009) (الوحدة: مليار دج)

السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
البيان										
الموارد:										
- رصيد السنة السابقة	0	232.137	171.534	27.534	320.892	712.688	1842.686	2931.045	3215.531	4280.072
- فائض قيمة الجباية البترولية ¹	453.237	123.864	26.504	448.914	623.499	1368.836	1798.000	1738.848	2288.159	400.675
- تسبيقات بنك الجزائر	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
مجموع الموارد	453.237	356.001	198.038	476.092	944.391	2090.524	3640.686	4669.893	5503.690	4680.747
الاستخدامات:										
- سداد الدين العام	221.100	184.467	170.060	156.000	222.703	247.838	618.111	314.455	465.437	-
- تمويل عجز الخزينة العمومية	-	-	-	-	-	-	91.530	531.952	758.180	364.282
- سداد تسبيقات بنك الجزائر	-	-	-	-	-	-	-	607.956	-	-
مجموع الاستخدامات	221.100	184.467	170.060	156.000	222.703	247.838	709.641	1454.363	1223.617	364.282
رصيد الصندوق في نهاية السنة	232.137	171.534	27.534	320.892	712.688	1842.686	2931.045	3215.531	4280.072	4316.465

المصدر: مديرية التوقعات والسياسات، وزارة المالية، 2010.

¹ فائض قيمة الجباية البترولية = قيمة الجباية البترولية الفعلية - قيمة الجباية البترولية المقدرة وفقا لقانون المالية.

الملحق رقم (3): تطور فائض قيمة الجباية البترولية في الجزائر (2000-2009) (الوحدة: مليار دج)

السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
- الجباية البترولية وفقا لقانون المالية - السعر المرجعي لبرميل النفط (دولار أمريكي)	720 19	840.60 19	916.4 19	836.06 19	862.20 19	899.00 19	916.00 19	973.00 19	1715.40 37	1927.00 37
- الجباية البترولية الفعلية - السعر الفعلي لبرميل النفط (دولار أمريكي)	1173.23 28.5	964.46 24.9	942.90 25.3	1284.97 29.0	1485.69 38.6	2267.83 54.4	2714.00 65.85	2711.84 74.95	4003.55 99.97	2327.67 62.1
فائض قيمة الجباية البترولية	453.23	123.86	26.50	448.91	623.49	1368.83	1798.00	1738.84	2288.15	400.675

المصدر: مديرية التوقعات والسياسات، وزارة المالية، 2010.

الملحق رقم (4): تطور عمليات الخزينة العمومية (2000-2009) (الوحدة: مليار دج)

السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
إيرادات عامة:	1124.9	1389.7	1576.7	1525.5	1606.4	1714.0	1841.9	1949.1	2902.4	3275.36
جباية بترولية حسب قانون المالية	720.0	840.6	916.4	836.1	862.2	899.0	916.0	973.0	1715.4	1927.0
جباية عادية	404.9	549.1	660.3	689.5	744.2	815.0	925.9	976.1	1187.0	1348.36
نفقات عامة:	1178.1	1321.0	1550.6	1690.2	1891.8	2052.0	2453.0	3108.6	4191.1	4246.33
نفقات التشغيل	856.2	963.6	1097.7	1122.8	1251.1	1245.1	1437.9	1673.9	2217.8	2300.02
نفقات التجهيز	321.9	357.4	452.9	567.4	640.7	806.9	1015.1	1434.6	1973.3	1946.31
رصيد الموازنة العامة	53.2-	68.7	26.0	164.7-	285.4-	338.0-	611.1-	1159.5-	1288.7-	970.97-
رصيد الحسابات الخاصة	0.7-	20.0-	11.2-	186.9+	109.9+	129.0-	4.1-	18.9+	31.2+	4.27-
تدخلات الخزينة	0.5-	6.5+	30.9-	32.6-	11.8-	5.2-	32.1-	141.3-	123.8-	138.45-
الرصيد الإجمالي للخزينة العمومية	54.4-	55.2+	16.1-	10.4-	187.3-	472.2-	647.3-	1282.0-	1381.2-	1113.7-

المصدر: مديرية التوقعات والسياسات، وزارة المالية، 2010.

الملحق رقم (5): نسبة امتثال صناديق الثروة السيادية لمبادئ سننباغو (الوحدة: %)

صندوق الثروة السيادية	لا يمتثل	امتثال جزئي	امتثال كامل
ADIA	52.6	15.8	31.6
AFF	10.5	0	89.5
CIC	21.8	15.8	63.2
GIC	15.8	10.5	73.7
KIA	15.8	31.6	52.6
LIA	31.6	21.1	47.4
GPFG	10.5	0	89.6
QIA	57.9	10.5	31.6
RRF&NWF	42.1	15.8	42.1
Temasek	10.5	10.5	78.9

Source : Afshin Mehrpouya and other, Report : An Analysis of Proxy Voting and Engagement Policies and Practices of the Sovereign Wealth Funds, IRRC Institute, October 2009, p 59.

الملحق رقم (6): حصة قطاع المحروقات في الناتج المحلي الإجمالي في النرويج (الوحدة: مليون كرونة نرويجية)

السنوات	الناتج المحلي الإجمالي (PIB)	حصة قطاع المحروقات	النسبة
2000	1507886	331734.92	22
2001	1564585	328562.85	21
2002	1560181	280832.58	18
2003	1619613	291530.34	18
2004	1781981	356396.2	20
2005	1988942	457456.66	23
2006	2215312	531674.88	24
2007	2349861	493470.81	21
2008	2605380	651345	25
2009	2429698	437345.64	18
2010	2590089	492116.91	19
2011	2791973	614234.06	22
2012	2965208	652345.76	22
2013	3071134	614226.8	20
2014	3140371	565266.78	18
2015	3117433	467614.95	15
2016	3111773	404530.49	13

Source : Statistics Norway, Annual National Accounts 1970-2017 : " 13/04/2018"

<https://www.ssb.no/en/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/statistikker/nr-tables>

- Norwegian Petroleum, the governments revenues : "13/04/2018" : <https://www.norsketroleum.no/en/economy/governments-revenues/>

الملحق رقم (7): حصة قطاع المحروقات في الناتج المحلي الإجمالي في الجزائر بالأسعار الجارية (الوحدة: مليار دينار جزائري)

السنوات	الناتج المحلي الإجمالي (PIB)	حصة قطاع المحروقات	النسبة
2000	4098.8	1616.3	39.4
2001	4227.1	1443.9	34.2
2002	4522.8	1477.0	32.7
2003	5247.7	1868.9	35.6
2004	6151.9	2319.8	37.7
2005	7564.7	3352.9	44.3
2006	8512.2	3882.2	45.6
2007	9408.3	4089.3	43.5
2008	11042.8	5001.5	45.3
2009	10212.0	3242.3	31.7
2010	12049.4	4180.4	34.7
2011	14588.6	5242.5	35.93
2012	16208.7	5536.4	34.15
2013	16643.8	4968.8	29.85
2014	17205.1	4657.8	27.07
2015	16591.9	3134.2	18.89
2016	17406.8	3025.6	17.4

المصدر:- التقارير السنوية لبنك الجزائر، عدة أعداد (2002-2016)

- بنك الجزائر، النشرة الإحصائية الثلاثية، عدة سنوات (2008-2016)، ص 26.

الملحق رقم (8): إسهام القطاعات في الناتج المحلي الإجمالي في الجزائر (الوحدة: %)

السنوات	قطاع المحروقات	الزراعة	الصناعة	بناء وأشغال عمومية	خدمات خارج الإدارات العمومية	خدمات الإدارات العمومية	حقوق ورسوم على الواردات
2000	39.4	8.4	7.2	8.17	20.3	10.4	6.0
2001	34.2	9.7	7.5	8.5	21.8	11.2	7.2
2002	32.7	9.2	7.5	9.1	22.2	11.0	8.3
2003	35.6	9.8	6.8	8.5	21.2	10.5	7.7
2004	37.7	9.4	6.3	8.3	21.2	9.8	7.3
2005	44.3	7.7	5.6	7.5	20.1	8.4	6.5
2006	45.6	7.5	5.6	7.5	20.1	8.4	6.5
2007	43.5	7.5	5.1	8.8	20.6	8.5	5.7
2008	45.3	6.4	4.7	8.6	19.4	9.8	5.9
2009	31.7	9.3	5.7	11.0	23.6	12.0	7.2
2010	34.7	8.5	5.1	10.5	21.6	13.2	6.2
2011	35.93	8.1	4.6	9.2	19.7	16.4	5.9
2012	34.15	8.8	4.5	9.3	19.9	16.5	6.7
2013	29.85	9.9	4.6	9.8	23.1	15.3	7.46
2014	27.07	10.6	5.0	10.8	25.2	16.3	7.19
2015	18.89	11.6	5.4	11.5	27.2	17.4	8.1
2016	17.4	12.3	5.6	11.9	27.8	17.3	7.7

المصدر: بنك الجزائر، النشرات الإحصائية الثلاثية، عدة أعداد (2000-2017).

الملحق رقم (9): إسهام القطاعات في الناتج المحلي الإجمالي في النرويج (الوحدة: %)

السنوات	النفط	الصناعة	الزراعة	بناء وأشغال عمومية	خدمات خارج النفط	خدمات نفطية
2000	22	12.1	2.1	3.45	29.08	24.07
2001	21	18.9	1.8	3.62	32.14	22.54
2002	18	19.7	1.7	3.96	37.32	19.32
2003	18	19.7	1.5	4.04	37.53	19.23
2004	20	19.4	1.6	4.19	33.82	20.99
2005	23	19.6	1.6	4.23	27.71	23.86
2006	24	20.5	1.6	4.45	24.46	24.99
2007	21	20.9	1.4	4.94	29.63	22.13
2008	25	19.8	1.3	4.75	23.47	25.41
2009	18	20.4	1.5	4.99	35.97	19.14
2010	19	20.1	1.6	4.75	34.53	19.92
2011	22	19.4	1.5	4.84	29.55	22.71
2012	22	19.1	1.3	5.15	29.87	22.58
2013	20	19.8	1.6	5.16	32.3	21.24
2014	18	19.2	1.7	5.13	35.03	19.94

Source : The world bank, world development indicators.

Appendix (10) : How GPFG implement the Santiago Principles

I. Legal Framework, Objectives, and Coordination with Macroeconomic Policies	
Principle	Adherence
GAPP 1. Principle : The legal framework for the SWF should be sound and support its effective operation and the achievement of its stated objective(s). GAPP 1.1. Sub Principle : The legal framework for the SWF should ensure legal soundness of the SWF and its transactions. GAPP 1.2. Sub Principle : The key features of the SWF's legal basis and structure, as well as the legal relationship between the SWF and other state bodies, should be publicly disclosed.	The Government Pension Fund Global (GPFG) is not a separate legal entity. The legal framework of the GPFG is established by the Government Pension Fund Act (GPFA). This describes the Fund's legal basis and structure. Parliament has given the Ministry of Finance responsibility for managing the Fund. The objective of the management is to maximise the Fund's international purchasing power, given a moderate level of risk. In practice the Ministry has been allocated a role similar to that of an asset owner. The act requires the operational management to be carried out by Norges Bank (Norway's Central Bank). The legal framework of Norges Bank is established in the Norges Bank Act (NBA). The GPFA requires the Ministry to stipulate further regulations for how management is to be implemented. The Ministry has reported to the Norwegian Storting (Parliament) on the more detailed division of responsibility between the Ministry, as owner, and Norges Bank, as manager, which has been established. The Ministry has established a mandate for Norges Bank's management of the Fund.
GAPP 2. Principle : The policy purpose of the SWF should be clearly defined and publicly disclosed.	The purpose of the Government Pension Fund is to support government savings to finance the pension expenditure of the National Insurance Scheme and long-term considerations in the spending of government petroleum revenues. The purpose is decreed in the GPFA.
GAPP 3. Principle : Where the SWF's activities have significant direct domestic macroeconomic implications, those activities should be closely coordinated with the domestic fiscal and monetary authorities, so as to ensure consistency with the overall macroeconomic policies.	The income of the GPFG, and the process for transfers to and from the Fund, are laid out in the Pension Fund Act. The income of the GPFG consists of the total cash flow from petroleum activities, which is transferred from the central government budget, the return on the Fund's capital, and the net results of financial transactions associated with petroleum activities. The capital in the Government Pension Fund may only be used for transfers to the central government budget pursuant to a resolution by the Storting. Such transfers cover the oil-adjusted budget deficit. Hence the capital transfers form part of a coherent and transparent budget process, such that accumulation of capital reflects actual surpluses on the central government budget.

	The accumulation of capital in the fund is an integral part of the country's fiscal policy. The Fund cannot be earmarked for specific purposes and cannot be invested in Norway (and thus is not a secondary budget).
GAPP 4. Principle : There should be clear and publicly disclosed policies, rules, procedures, or arrangements in relation to the SWF's general approach to funding, withdrawal, and spending operations. GAPP 4.1. Sub Principle : The source of SWF funding should be publicly disclosed. GAPP 4.2. Sub Principle : The general approach to withdrawals from the SWF and spending on behalf of the government should be publicly disclosed.	Funding, withdrawal and spending linked to the GPFG are publicly disclosed in the publications related to the central government budgets and accounts and determined by the Government Pension Fund Act. The rules are consistent with the Fund's macroeconomic purpose to support government savings to finance the pension expenditure of the Norwegian National Insurance Scheme and long-term considerations in the spending of Norwegian petroleum revenues. The capital in the Government Pension Fund may only be used for transfers to the central government budget pursuant to a resolution by the Storting (Norwegian parliament). The capital transfers form part of a coherent budget process, such that accumulation of capital reflects actual surpluses on the central government budget (see response to principle 3). The monthly transfers and much other annual data about the funding and withdrawals are presented in the National Accounts, chapter three. This document is only available in Norwegian. In addition to the legally defined process, as explained above, the Government follows a Fiscal Policy Guideline whereby the long-term transfers from the Fund should equal the long-term expected real return of the Fund, currently estimated at 4 percent.
GAPP 5. Principle : The relevant statistical data pertaining to the SWF should be reported on a timely basis to the owner, or as otherwise required, for inclusion where appropriate in macroeconomic data sets.	Norges Bank reports on the results of the Fund quarterly. The report includes performance, risk and costs and is published on the asset manager's website, www.nbim.no . In addition, the asset manager publishes live estimated total assets under management on the website. The asset manager also publishes annual listings of all investments, both equities and fixed income. The information on equities also includes voting share. Voting records are published continuously. The market value of the Fund is part of the central government accounts. All relevant data on the Fund's return and assets are included in the central government accounts.
II. Institutional Framework and Governance Structure	
GAPP 6. Principle : The governance framework for the SWF should be sound and establish a clear and effective division of roles and responsibilities in order to facilitate accountability and	Norway's parliament established the Fund's regulatory framework with the GPFA. The Ministry of Finance has formal responsibility for the Fund's management and acts as the Fund's owner. The operational management is handled by the Norwegian

operational independence in the management of the SWF to pursue its objectives	Central Bank (Norges Bank) through the asset management unit, Norges Bank Investment Management (NBIM). The Ministry has also issued a mandate for the Fund's management, which sets the terms for the Fund's investments through regulations and supplementary provisions. It also lays down ethical guidelines for the Fund's management. The mandate specifies that Norges Bank shall make investment decisions independently of the Ministry . The Central Bank has published its own documents relating to the internal governance of the fund management. See www.nbim.no.
GAPP 7. Principle : The owner should set the objectives of the SWF, appoint the members of its governing body(ies) in accordance with clearly defined procedures, and exercise oversight over the SWF's operations.	See response to principle 1 for the overall objective of the Fund. See response to principle 6 for more information about the division of labour between the Ministry and Norges Bank with regards to the management of the GPFG. The hierarchy of regulation, supervision and reporting connected to the GPFG is illustrated in the governing bodies . Duties and authorizations are delegated downward in the system, while reporting on performance and risk are made upwards. This structure has been reported to Parliament and received parliamentary endorsement. Objectives have been set and appropriate supervisory functions established at all levels of the hierarchy. The procedures for appointing members of the Executive Board of the Central Bank are set out in the NBA. Provisions relating to the Ministry of Finance's supervision are set out in the NBA and GPFA, and specified further in the Ministry's mandate.
GAPP 8. Principle : The governing body(ies) should act in the best interests of the SWF, and have a clear mandate and adequate authority and competency to carry out its functions.	The authority of the governing bodies is decreed in various government legislation and regulations discussed elsewhere in this document. The Ministry's mandate to the Executive Board of Norges Bank seeks to ensure that the manager acts in the best interests of the Fund, and covers, inter alia, the management objective, strategic benchmark, responsible investments, reporting standards, risk management, costs, reporting and relationship between owner and manager. The Executive Board of Norges Bank has established a separate operations area – Norges Bank Investment Management (NBIM) – to be responsible for the operational implementation of the management. The Executive Board has supplemented the Ministry's comprehensive regulations through the establishment of principles for risk management in investment management and through mandate and position instructions for the Executive Director of NBIM. The Executive Director of NBIM in turn lays down more detailed internal and external regulations and mandates for operational execution. Norges Bank's Executive Board is subject to supervision from the Parliament-appointed Supervisory

	Council, which also appoints the Bank's auditor.
GAPP 9. Principle : The operational management of the SWF should implement the SWF's strategies in an independent manner and in accordance with clearly defined responsibilities.	The operational manager, NBIM, is independent of the Ministry of Finance, and free to implement the Fund's strategies within the mandate set by the Ministry. See responses to earlier principles for more details.
GAPP 10. Principle : The accountability framework for the SWF's operations should be clearly defined in the relevant legislation, charter, other constitutive documents, or management agreement.	The accountability framework is laid out in various legal documents. The Auditor General is responsible for the supervision of the Ministry of Finance's work. The Norges Bank's Supervisory Board and its selected external auditor are responsible for the supervision of the Executive Board at Norges Bank. The Bank's Internal Audit department shall on behalf of the Executive Board ensure that there is adequate and effective risk management in the Bank and appropriate and satisfactory internal control. The Internal Audit shall make independent and objective statements and provide advice concerning improvements in the management and control systems. The internal supervisory function at NBIM is carried out by the Compliance and Control Unit, which has authority to report independently to the Executive Board when required. Furthermore, Norges Bank is required by the mandate to report quarterly on the fund management. The mandate states minimum requirements for such reporting. The Ministry of Finance reports to the Norwegian Parliament on the management of the Fund annually.
GAPP 11. Principle : An annual report and accompanying financial statements on the SWF's operations and performance should be prepared in a timely fashion and in accordance with recognized international or national accounting standards in a consistent manner.	The mandate states what other information the quarterly and annual reports should include. The reports shall be based on a high degree of openness within the limits defined by a sound conduct of the management assignment. The reports shall consist of a descriptive part and extracts from the Bank's accounts concerning the management of the Fund, and they shall be adopted in accordance with the current accounting regulations for Norges Bank. The descriptive part shall include a true and fair summary of the performance of the Fund, management costs, management strategies, creation of value by the operative management and relevant risk within the investment management, including utilisation of the limits defined in the mandate. In addition, an account shall be given of the organisation of the investment management in the Bank.
GAPP 12. Principle : The SWF's operations and financial statements should be audited annually in accordance with recognized international or national auditing standards in a	In 2009, the Central Bank Audit was substituted by an elected external auditor (currently Deloitte). The financial statements are regulated by the Regulation relating to annual accounts for Norges Bank. For 2010 and earlier, this was Norwegian GAAP (with some minor adjustments for central bank activities). For 2011 and later, IFRS

consistent manner.	applies.
GAPP 13. Principle : Professional and ethical standards should be clearly defined and made known to the members of the SWF's governing body(ies), management and staff.	The Ministry has established and published clear ethical standards for all employees. These include principles of transparency, objectivity and independence , as well as restrictions on transactions in financial instruments. Professional standards are as a rule defined at the point of employment. Norges Bank has set clear ethical and professional standards, has laid down ethical rules for its employees as well as a conduct of business principles.
GAPP 14. Principle : Dealing with third parties for the purpose of the SWF's operational management should be based on economic and financial grounds, and follow clear rules and procedures	The relationship with external managers is defined in the mandate. The regulation on risk management and internal control at Norges Bank states that Norges Bank bears the responsibility for risk management and internal control in relation to outsourced operations. This responsibility shall be established in a written agreement. The agreement shall ensure that the Bank's bodies are entitled to inspect and monitor outsourced operations. Norges Bank shall ensure that there are adequate competencies within the Bank's organisation to manage the outsourcing agreement. Furthermore, the mandate makes clear that all dealings with third parties shall be in accordance with the fund's economic interests. The asset manager shall develop its own policies in accordance with the mandate and other legal requirements, including regulations on risk management and internal control (see above). The asset manager's governing bodies monitor compliance accordingly.
GAPP 15. Principle : SWF operations and activities in host countries should be conducted in compliance with all applicable regulatory and disclosure requirements of the countries in which they operate.	NBIM has a Compliance and Control (CC) unit which is charged with ensuring compliance with all applicable regulatory and disclosure requirements. NBIM seeks to build a comprehensive picture of all applicable rules through active dialogue with national regulators and other relevant authorities as well as from a wide range of other information sources. The compliance risks associated with these rules are managed and mitigated through a wide range of activities including extensive training, which is carried out across NBIM, as well as reporting. NBIM provides a range of reporting, including market disclosures in all countries where we invest. Where NBIM has offices in host countries, a formal relationship has been established with the appropriate authorities. The CC unit may report material risks and conflict of interest issues directly to the Executive Board when required.
GAPP 16. Principle : The governance framework and objectives,	The governance framework is transparent and publicly disclosed. Both the overall

as well as the manner in which the SWF's management is operationally independent from the owner, should be publicly disclosed.	framework and objective are set by Parliament and laid out in legislation. More specific elements of the division of labour between owner and manager are set out in the mandate. The mandate specifies that Norges Bank shall make investment decisions independently of the Ministry (section 1-1 (3)). The owner presents an annual report to Parliament on the management of the fund. In addition to presenting the financial results of the fund, this report includes a thorough discussion of investment strategy and beliefs. The report also reports to Parliament on the Ministry's governance and supervision of the fund. The report is publicly available on www.government.no/gpf .
GAPP 17. Principle : Relevant financial information regarding the SWF should be publicly disclosed to demonstrate its economic and financial orientation, so as to contribute to stability in international financial markets and enhance trust in recipient countries.	The manager reports to the owner quarterly. These reports are public. Financial information is included in the notes to Norges Bank's annual report. Relevant financial information is also included in the government budget and the government accounts.
III. Investment and Risk Management Framework	
GAPP 18. Principle : The SWF's investment policy should be clear and consistent with its defined objectives, risk tolerance, and investment strategy, as set by the owner or the governing body(ies), and be based on sound portfolio management principles. GAPP 18.1. Sub Principle : The investment policy should guide the SWF's financial risk exposures and the possible use of leverage. GAPP 18.2. Sub Principle : The investment policy should address the extent to which internal and/or external investment managers are used, the range of their activities and authority, and the process by which they are selected and their performance monitored. GAPP 18.3. Sub Principle : A description of the investment policy of the SWF should be publicly disclosed.	The basis for the investment policy is decreed in the GPFA. The annual report to Parliament reports on the development of the fund strategy. The investment strategy is based on fundamental beliefs of how the financial markets work and the special characteristics of the fund. The strategy is operationalised in the mandate set by the Ministry. The mandate addresses objectives, risk tolerance and investment strategy. Norges Bank's objective is to maximise long-term return subject to the given risk limits. The Ministry reports yearly on the Management of the Fund to the Storting. The mandate also covers provisions on risk exposures, leverage, benchmark and outsourcing. NBIM has published further information about its investment strategy, approach to risk management and the NBIM CEO's mandate.
GAPP 19. Principle : The SWF's investment decisions should aim to maximize riskadjusted financial returns in a manner consistent with its investment policy, and based on economic and financial grounds.	See response to principle 18. The Ministry has put in place guidelines for observation and exclusion from the Fund's investment universe. The guidelines are publicly available. http://www.regjeringen.no/en/dep/fin/Selected-topics/thegovernment-pension-

GAPP 19.1. Sub Principle : If investment decisions are subject to other than economic and financial considerations, these should be clearly set out in the investment policy and be publicly disclosed. GAPP 19.2. Sub Principle : The management of an SWF's assets should be consistent with what is generally accepted as sound asset management principles.	fund/responsibleinvestments/guidelines-for-observation-andexclusion.html?id=594254. Exclusion based on ethical criteria is used by many asset owners and managers. Active ownership shall be based on the UN Global Compact, the OECD Guidelines on Corporate Governance and the OECD Guidelines for Multinational Enterprises. The mandate defines how the NBIM should exercise ownership rights on behalf of the fund to safeguard the fund's long-term financial interests. The NBIM has published a set of general voting guidelines to ensure transparency and predictability in how it manages the ownership rights of the fund. The NBIM has also published expectation documents within some areas. A full record of voting is publicly available.
GAPP 20. Principle : The SWF should not seek or take advantage of privileged information or inappropriate influence by the broader government in competing with private entities.	The GPFG is not invested in Norway. The division of labour between the Ministry of Finance and the NBIM means that NBIM is not privy to any privileged information from the broader government. Within Norges Bank, there are information barriers between the different departments and these are established to ensure that NBIM activities are clearly segregated from those within the rest of the bank. Furthermore, Norges Bank's internal guidelines specify that the Executive Director of NBIM is not to take part in discussions with the management of Norges Bank concerning other countries' monetary and credit policy or international organisations' assessments of such issues. This restriction is documented within the job description for the Executive Director of NBIM which formally delegates all activities for the management of the assets under management.
GAPP 21. Principle : SWFs view shareholder ownership rights as a fundamental element of their equity investments' value. If an SWF chooses to exercise its ownership rights, it should do so in a manner that is consistent with its investment policy and protects the financial value of its investments. The SWF should publicly disclose its general approach to voting securities of listed entities, including the key factors guiding its exercise of ownership rights.	See also response to principle 19. The rationale for the exercise of ownership is described in the mandate. NBIM has developed publicly available principles for voting. It is NBIM's aim to vote at all annual general meetings. Each year, NBIM votes at about 10,000 general meetings. The number of resolutions voted on every year now exceeds 85,000. NBIM votes on all issues, including those that fall outside the focus areas. The voting instruction data is made public one business day after the general meeting has concluded. NBIM has also published specific expectation documents within areas considered very financially relevant.
GAPP 22. Principle : The SWF should have a framework that identifies, assesses and manages the risks of its operations.	See also response to principle 18. The Bank's governing body is responsible for monitoring the effectiveness of the risk management framework. The Bank's Internal Audit department shall on behalf of the Executive Board ensure that there is adequate

GAPP 22.1. Sub Principle : The risk management framework should include reliable information and timely reporting systems, which should enable the adequate monitoring and management of relevant risks within acceptable parameters and levels, control and incentive mechanisms, codes of conduct, business continuity planning, and an independent audit function. GAPP 22.2. Sub Principle : The general approach to the SWF's risk management framework should be publicly disclosed.	and effective risk management in the Bank and appropriate and satisfactory internal control. Internal Audit shall make independent and objective statements and provide advice concerning improvements in the management and control systems. The Bank's Executive Board is supervised by Norges Bank's Supervisory Council and Norges Bank's external auditor, Deloitte. In addition to this, the owner reports yearly to Parliament on the management of the fund. The owner is supervised by the Office of the Auditor General.
GAPP 23. Principle : The assets and investment performance (absolute and relative to benchmarks, if any) of the SWF should be measured and reported to the owner according to clearly defined principles or standards.	Performance is measured according to GIPS and reported to the owner quarterly . The benchmarks are described in detail in the mandate. The benchmarks and reporting requirements ensure that the management follows the overall asset allocation (including available instruments) and risk limits as determined by the owner. Please see www.nbim.no for more information. The Ministry of Finance has commissioned the Spaulding Group to verify the reported performance (equity and fixed income), and IPD to verify the return on the Fund's real estate investments.
GAPP 24. Principle : A process of regular review of the implementation of the GAPP should be engaged in by or on behalf of the SWF.	The Ministry is satisfied that the Fund operates in adherence with the GAPP. The Ministry will continue to work with the IFSWF in its further development of the principles. The Ministry will update this self-assessment if and when required by any changes to the GAPP or the Fund management.

Source : International Forum of Sovereign Wealth Funds, Santiago Principles: 15 Case Studies, How IFSWF Members implement the Santiago Principles, November 2014, pp 114-123.

قائمة المراجع

1. الكتب

1. أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية، إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوردي للنشر والتوزيع عمان، 2010.
2. توهين ماثيير، ترجمة الخزامي عبد الحكم أحمد، الأسواق والمؤسسات المالية، الفرص والمخاطر، دار الفجر، القاهرة، دون سنة.
3. حسن حمدي، دليلك إلى البورصة والاستثمار، دار الكتاب العربي، دمشق، 2006، ص 18.
4. حسين بن هاني، الأسواق المالية طبيعتها تنظيماتها، أدواتها المشتقة، دار الكندي، عمان، 2002.
5. سمير الشوبكي، المعجم الإداري، ط1، دار أسامة دار المشرق الثقافي، الأردن، 2006.
6. صفاء عبد الجبار الموسوي، واثق علي محي المنصوري، اقتصاديات صناديق الثروة السيادية، ط1 دار الأيام عمان، الأردن، 2015.
7. طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات (المبادئ - المفاهيم - التجارب) تطبيقات الحوكمة في المصارف، الدار الجامعية، مصر، 2004.
8. طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات والأزمة المالية العالمية، الدار الجامعية، مصر، 2009.
9. طارق محسن منصور الغالبي، صالح مهدي محسن العامري، المسؤولية الاجتماعية وأخلاقيات العمل- الأعمال والمجتمع- دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2005.
10. طاهر محسن منصور الغالبي، صالح مهدي محسن العامري، المسؤولية الاجتماعية وأخلاقيات الأعمال-الأعمال والمجتمع-، طبعة 2، دار وائل للنشر، 2008.
11. عبد الرزاق موري، البورصة، بورصة الجزائر، دار هومة، الجزائر، 1999.
12. عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2004.
13. عطا الله وارد خليل، محمد عبد الفتاح العشماوي، الحوكمة المؤسسية المدخل لمكافحة الفساد في المؤسسات العامة والخاصة، مكتبة الحرية للنشر والتوزيع، مصر، 2008.
14. فاروق القاسم، النموذج النرويجي "إدارة المصادر البترولية"، عالم المعرفة، الكويت، 2010.
15. كينيث أ كيم، حوكمة الشركة الأطراف الراصدة والمشاركة، دار المريخ، الرياض، السعودية، 2010.
16. محسن أحمد الخضير، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، إيتراك للنشر والتوزيع، القاهرة، 1996.
17. محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، ط1، دار إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
18. محمد مصطفى سليمان، حوكمة الشركات ومعالجة الفساد المالي والإداري دراسة مقارنة، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2006.
19. محمود محمد الدافر، الأسواق المالية، مؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق، عمان، 2005.
20. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، نشأة المعارف، الاسكندرية، 1999.

21. هويشار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، ط1، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2009.

2. الرسائل الجامعية

1. ابرادشة فريد، الحكم الرشيد في الجزائر في ظل الحزب الواحد والتعددية الحزبية، أطروحة دكتوراه علوم، كلية العلوم السياسية والعلاقات الدولية، جامعة الجزائر 3، 2014.
2. بن أعمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية -دراسة قياسية- أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2012-2013.
3. بوفليح نبيل، دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية الواقع والأفاق مع الإشارة إلى حالة الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3 2010/2011.
4. دراوسي مسعود، السياسة المالية ودورها في تحقيق التوازن الاقتصادي، حالة الجزائر 1990-2004 أطروحة دكتوراه دولة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005.
5. سايح بوزيد، دور الحكم الراشد في تحقيق التنمية المستدامة بالدول العربية حالة الجزائر، رسالة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان، 2013،
6. شعبان فرج، الحكم الراشد كمدخل حديث لترشيد الإنفاق العام والحد من الفقر دراسة حالة الجزائر (2000-2010)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، 2012.
7. فارس بن علوش بن بادي السبيعي، دور الشفافية والمساءلة في الحد من الفساد الإداري في القطاع الحكومي، أطروحة دكتوراه الفلسفة في العلوم الأمنية، جامعة نايف العربية للعلوم الأمنية، قسم العلوم الإدارية، الرياض، 2010.

3. البحوث والمقالات

1. أحمد زكرياء صيام، دور الحاكمية في الحد من تداعيات الأزمة المالية على بورصة عمان، مجلة علوم إنسانية السنة السابعة، العدد 42، الأردن، 2009.
2. أحمد نصير، يونس زين، صناديق الثروة السيادية كخيار استراتيجي استثماري لتحقيق الاستقرار المالي في زمن انهيار أسعار النفط، مداخلة مقدمة لفعاليات الملتقى الدولي الثاني حول "متطلبات تحقيق الإقلاع الاقتصادي في الدول النفطية في ظل انهيار أسعار المحروقات"، جامعة آكلي محند أولحاج البويرة، الجزائر، 2016-30 نوفمبر.
3. الاخضر عزي، مبارك لسلوس، رهانات الصناديق السيادية في البلاد النفطية وأهمية تبنيها في الجزائر لمواجهة الأزمات (نظرات متقاطعة ومتباينة حول الصناديق السيادية كدعامة للاستثمار العمومي في الجزائر)، مداخلة مقدمة لفعاليات الملتقى الدولي الثاني حول "متطلبات تحقيق الإقلاع الاقتصادي في الدول

النفطية في ظل انهيار أسعار المحروقات"، جامعة آكلي محند أولحاج البويرة، الجزائر، 29-30 نوفمبر 2016.

4. بتول محمد نوري، علي خلف سليمان، حوكمة الشركات ودورها تخفيض مشاكل نظرية الوكالة، ملتقى دولي حول "الإبداع والتغيير التنظيمي في المنظمات الحديثة، دراسة وتحليل، تجارب وطنية ودولية"، جامعة سعد دحلب، 18-19 ماي 2011.

5. بن الطاهر حسين، بوطلاعة محمد، دراسة أثر حوكمة الشركات على الشفافية والإفصاح وجودة القوائم المالية في ظل النظام المحاسبي المالي، ملتقى وطني حول "حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري"، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 6-7 ماي 2012.

6. بن ثابت علل، عبيدي نعيمة، الحوكمة في المصارف الإسلامية، يوم دراسي حول التمويل الإسلامي - واقع وتحديات - جامعة عمار ثلجي، الأغواط، الجزائر، 9 ديسمبر 2010.

7. بن طيب علي، مهلول زكرياء، التجربة النرويجية في مجال إدارة العوائد النفطية وإمكانية الاستفادة منها في الجزائر، مداخلة مقدمة لفعاليات الملتقى الدولي الثاني حول "متطلبات تحقيق الإقلاع الاقتصادي في الدول النفطية في ظل انهيار أسعار المحروقات" جامعة آكلي محند أولحاج البويرة، الجزائر، 29-30 نوفمبر 2016.

8. بن قفة سعاد، علي شريف حورية، دور المجتمع المدني في الحد من ظاهرة العنف ضد المرأة في المجتمع الجزائري، مجلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، العدد 31، 2017.

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

10. بوفليح نبيل، فعالية صناديق الثروة السيادية كأداة لتسيير مداخيل النفط في الدول العربية، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والانسانية، 2010.

11. بوقرة رابح، غانم هاجرة، الحوكمة المفهوم والأهمية، ملتقى وطني حول "حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري"، جامعة محمد خيضر بسكرة، 6-7 ماي 2012.

12. جاسم المناعي، ظاهرة صناديق الثروة السيادية...مرة أخرى، صندوق النقد العربي، أبوظبي، مارس 2008.

13. جاوحدو رضا، بلعادي عمار، دور حوكمة الشركات في إرساء قواعد الشفافية والإفصاح، ملتقى دولي حول "الحوكمة المحاسبية للمؤسسة - واقع ورهانات وآفاق - جامعة أم البواقي، الجزائر، 7-8 ديسمبر 2010.

14. جبار محفوظ، مريميت عديلة، عمر عبده سامية، أخلاقيات الأعمال والأسواق المالية الكفوة، ملتقى دولي حول "الحوكمة وأخلاقيات الأعمال في المؤسسات"، جامعة باجي مختار عنابة، الجزائر، 18-19 نوفمبر 2009.

15. جعفر هني محمد، صناديق الثروة السيادية من منظور إسلامي، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 13، 2015.
16. جهاد خليل الوزير، دور الحوكمة في تمكين المساهمين والمستثمرين، واستقرار الأسواق المالية، ورقة عمل الملتقى السنوي الأول لسوق رأس المال الفلسطيني، 2007.
17. جون ليبسكي، مبادئ صناديق الثروة السيادية تدعم الاستثمار عبر الحدود، صندوق النقد الدولي، 3 سبتمبر 2008.
18. حسين عبد المطلب الأسرج، دور أدوات الحوكمة في تطوير مؤسسات الأوقاف، مؤتمر "الإدارة الرشيدة وبناء دولة المؤسسات" القاهرة، مصر، 2012.
19. حمد السويدي، هايمكاروانا، المبادئ والممارسات المتعارف عليها، الهدف والغرض الخاص، صندوق النقد الدولي، أكتوبر 2008.
20. حواس مولود، راييس عبد الحق، حوكمة وظيفة البحث والتطوير في منظمات الأعمال، ملتقى وطني حول "حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري"، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 6-7 ماي 2007.
21. زايد مراد، ترغيني صبرينة، البعد الاستراتيجي لحوكمة الشركات، ملتقى وطني حول "حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري" جامعة محمد خيضر، بسكرة، 6-7 ماي 2012.
22. زايري بلقاسم، الحكم الاقتصادي الرشيد والكفاءة الاقتصادية، مداخلة ضمن ملتقى دولي حول "الأداء المتميز للمنظمات والحكومات" كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة ورقلة، 8-9 مارس 2005.
23. زرواط فاطمة الزهراء، بورواحة عبد الحميد، أثر تقلبات أسعار النفط على الاقتصاد الجزائري (دراسة قياسية للفترة 1980-2014)، مداخلة ضمن المؤتمر الأول حول "السياسات الاستخدامية للموارد الطاقوية بين متطلبات التنمية وتأمين الاحتياجات الدولية"، كلية الاقتصاد، جامعة سطيف، 2015.
24. زين العابدين معو، مبروك ساحلي، سياسات التشغيل في الجزائر وسبل حوكمتها، مجلة دفاتر السياسة والقانون، العدد 11، جوان 2014.
25. سفين برينت، حيث يتكلم المال، صناديق الثروة السيادية العربية في خطاب العولمة، مركز كارينغي للشرق الأوسط، بيروت، أكتوبر 2008.
26. سيد عبد الرحمان بله، دور تطبيق حوكمة الشركات في ممارسة أساليب المحاسبة الإبداعية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، السعودية، العدد 12، 2012.
27. صبايحي نوال، واقع الحوكمة في دول مختارة - مع التركيز على التجربة الجزائرية - المؤتمر الدولي الثامن حول "دور الحوكمة في تفعيل أداء المؤسسات والاقتصاديات"، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، الجزائر، دون سنة.
28. صرارمة عبد الوحيد، قجاتي عبد الحميد، دراسة وتحليل أداء حوكمة العوائد الطاقوية في الجزائر حسب المؤشرات الدولية - الإشارة إلى الجباية البترولية وصندوق ضبط الموارد - مداخلة ضمن المؤتمر الأول

"السياسات الاستخدامية للموارد الطاقوية بين متطلبات التنمية القطرية وتأمين احتياجات دولية"، كلية الاقتصاد، سطيف 1، 2015.

29. عاشور مزريق، صورية معموري، حوكمة الشركات بين فلسفة المفهوم الإداري وإمكانية التجسيد الفعلي مداخله ضمن ملتقى وطني حول "حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري"، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 6-7 ماي 2012.

30. عبد الله بلوناس، حاج موسى نسيم، واقع صناديق الثروة السيادية العربية في ظل أزمة الرهن العقاري، المؤتمر العلمي السادس حول "التحديات التي تواجه منظمات الأعمال المعاصرة الأزمة المالية العالمية والآفاق المستقبلية"، جامعة فلادلفيا، 13-14 ماي 2009.

31. عبد الله بن سليمان بن عبد العزيز الباحث، الصناديق السيادية الخليجية ودورها في تحقيق الاستقرار الاقتصادي، مجلة التكامل الاقتصادي، العدد 11، مخبر التكامل الاقتصادي الجزائري الإفريقي جامعة أدرار، الجزائر، سبتمبر 2016.

32. عبد المجيد قدي، الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة، مؤتمر الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي العربي والإسلامي، طرابلس، لبنان، 13-14 آذار 2009.

33. عبد المطلب عثمان محمود دليل، نموذج مقترح لقياس أثر تطبيق حوكمة الشركات في كفاءة سوق الأوراق المالية، المنظمة العربية للتنمية الإدارية القاهرة، مصر، 2015.

34. غانم عبد الله، المبادئ الأساسية لتطبيق الحوكمة المحاسبية في المؤسسة الاقتصادية الملتقى الدولي الأول حول "الحوكمة المحاسبية للمؤسسة، واقع ورهانات وآفاق"، جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي، الجزائر، 7-8 ديسمبر 2010.

35. فاطمة الزهراء طاهري، عيساوي سهام، دور حوكمة الشركات في الرفع من كفاءة السوق المالية، ملتقى وطني حول "حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري"، جامعة محمد خيضر بسكرة، 6-7 ماي 2012.

36. فريد كورتل، حوكمة الشركات-منهج القادة والمدراء لتحقيق التنمية المستدامة في الوطن العربي- الملتقى الدولي الأول بجامعة الاقتصاد بدمشق، 15-16 أكتوبر 2008.

37. قورين حاج قويدر، الحوكمة المحاسبية في الجزائر في ظل نظام المحاسبة المالية الجديدة ودورها في النهوض بالسوق المالي، الملتقى الدولي الأول حول "الحوكمة المحاسبية للمؤسسة (واقع، رهانات وآفاق)، جامعة العربي بن مهيدي أم بواق الجزائر، 7-8 ديسمبر 2010.

38. كمال بوعظم، حوكمة الشركات ودورها في التقليل من عمليات التضليل في الأسواق المالية والحد من وقوع الأزمات، ورقة عمل مقدمة للملتقى الدولي حول "الحوكمة وأخلاقيات الأعمال في المؤسسات"، جامعة باجي مختار، عنابة 18-19 نوفمبر 2009.

39. ماجد عبد الله المنيف، صناديق الثروة السيادية ودورها في إدارة الفوائض النفطية، مجلة النفط والتعاون العربي، منظمة الدول العربية المصدرة للبترول، المجلد الخامس والثلاثون، العدد 129، الكويت، ربيع 2009.

40. محمد حسين الجبوري وآخرون، التجربة النفطية في النرويج وإمكانية تطبيقاتها في العراق، مجلة الإدارة والاقتصاد، المجلد الثالث، العدد 10، جامعة كربلاء، العراق، 2015.
41. محمد طارق يوسف، الإفصاح والشفافية كأحد مبادئ حوكمة الشركات، بحوث وأوراق عمل مؤتمر "متطلبات حوكمة الشركات وأسواق المال العربية"، شرم الشيخ، مصر، ماي 2007.
42. محمد ياسين غادر، محددات الحوكمة ومعاييرها، المؤتمر العلمي الدولي "عولمة الإدارة في عصر المعرفة" جامعة الجنان طرابلس، لبنان، 15-17 ديسمبر 2012.
43. مركز أبو ظبي للحوكمة، أساسيات الحوكمة مصطلحات ومفاهيم، سلسلة النشرات التثقيفية لمركز أبوظبي للحوكمة، دون سنة.
44. مصطفى كامل السيد، الحكم الرشيد والتنمية في إفريقيا دراسة تحليلية لمبادرة النيباد، معهد الدراسات والبحوث الإفريقية، 2005.
45. مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة الأسواق المالية - دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، العدد 7، 2009-2010.
46. ناريمان بن عبد الرحمان، سارة بن شيخ، واقع الحوكمة في بيئة الأعمال الجزائرية في ظل مستجدات حالية، ملتقى دولي حول "آليات حوكمة المؤسسات ومتطلبات تحقيق التنمية المستدامة"، ورقلة، الجزائر، 25-26 نوفمبر 2013.
47. نبيل البابلي، الحكم الرشيد الأبعاد والمعايير والمتطلبات، المعهد المصري للدراسات (تقارير سياسية)، يناير 2018.
48. هاشم فوزي العبادي، علي رزاق العادي، حاكمية الشركات نحو إدارة رشيدة في منظمة الأعمال مدخل فلسفي معاصر، مؤتمر "الإدارة الرشيدة وبناء دولة المؤسسات"، القاهرة، مصر، 2012.
49. همام جمعة، لعشوري نوال، دور حوكمة الشركات في تحقيق جودة المعلومة المحاسبية، ملتقى وطني حول "الحوكمة المحاسبية للمؤسسة (واقع رهانات وآفاق)"، جامعة العربي بن مهيدي أم بواقي، الجزائر، 7-8 ديسمبر 2010.

4. تشريعات، قوانين، وتقارير.

1. برنامج الأمم المتحدة الإنمائي، تقرير التنمية الإنسانية، 2002.
2. بنك الجزائر، النشرات الإحصائية الثلاثية، عدة أعداد (2000-2017).
3. التقرير السنوي لبنك الجزائر لعدة سنوات.
4. الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، الجريدة الرسمية، العدد 732، الصادرة بتاريخ 28-6-2000، المتضمنة قانون المالية التكميلي لسنة 2000.
5. صندوق النقد الدولي، مجموعة العمل الدولية، أكتوبر 2008.

6. المادة 25 من الأمر رقم 04-06، المؤرخ في: 2006/06/05، المتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2006، الجريدة الرسمية العدد 47، المؤرخة في 2006/06/19.
7. المادة 66 من قانون رقم 23-22 المؤرخ في 2003/12/28، والمتضمن قانون المالية لسنة 2004، الجريدة الرسمية، العدد 83، المؤرخة في 2003/12/29.
8. مجموعة العمل الدولية للصناديق السيادية (IWG)، تقرير مبادئ سانتياغو، 2008.
9. مشاورات المادة الرابعة لصندوق النقد الدولي مع الجزائر، 19 ماي 2016.
10. معهد حوكمة الموارد الطبيعية، مؤشر حوكمة الموارد لعام 2017.
11. معهد رصد العائدات، مؤشر إدارة الموارد لعام 2013 - معيار الشفافية والمساءلة في قطاع النفط والغاز والتعدين-، تقرير متوفر على الموقع الالكتروني: "2017/12/23".
12. ميثاق الحكم الراشد للمؤسسة في الجزائر، وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والصناعة التقليدية 2009.

ثانيا. المراجع باللغة الأجنبية:

1. A. Blundell Wignall, Yu-Wei Hu Juan Yermo, Sovereign Wealth and Pension Fund Issues. OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions Wo:14. OECD Publishing France, 2008.
2. Accountability and Transparency: the Sovereign Wealth Fund Scoreboard, Peterson Institute for International Economics, 2010.
3. Allie E. Bagnall and Edwin M. Truman, Progress on Sovereign Wealth Fund Transparency and Accountability: An Updated SWF Scoreboard, Peterson Institute for International Economics, august 2013.
4. Banque de France, Bilan et perspectives des fonds souverains, Focus, 28 novembre 2008.
5. Basel committee on banking supervision, Enhancing corporate governance for banking organization, bank for international settlement, February 2006.
6. Belaicha Amine, Bouzidi Abdeldjellil, Labaronne Daniel, Un fond d'investissement d'état pour l'algérie, Colloque international "crises financières internationale ralentissement économique mondial et effets sur les économies euromagrébines", Université de Béjaia, 2009.
7. Démarolle Alain, Rapport sur les fonds souverains, Paris, Ministère de l'économie, de l'industrie et de l'emploi, 2008.
8. Driss Agardi et Alain Alcouffe, Fonds souverains et gouvernement d'entreprise, un état des lieux, LIRHE Unité mixte de recherche CNRS/UT1, Septembre 2008.
9. Economies nisse, Dossier politique : Les fonds souverains, N°8, 7 Mai 2008.
10. Edwin M. Truman, Projet de Meilleures Pratiques pour les Fonds Souverains, Revue d'Economie Financière, Association d'Economie Financière, Numéro Hors -Série 2009.
11. Edwin M. Truman, Senior Fellow, Sovereign Wealth Funds: New Challenges from a Changing Landscape, Peterson Institute for International Economics, september 10, 2008.
12. Elliot Hentov, How do Sovereign Wealth Funds Invest? A Glance at SWF Asset Allocation, Official Institutions Group, December 2015.

- 13.**Fama E.T. Efficient Capital Markets , a review of theory & empirical work , Journal of Finance , May 1970.
- 14.**Fawzy Samiha. Assessment of Corporate Governance in Egypt. Working Paper No. 82. Egypt, The Egyptian Center for Economic Studies , August 2003 .
- 15.**Fond Monétaire International [« Fond souverain, Le FMI intensifie ses travaux, IMF survey magazine », 2008.www.imf.org/imfsurvey.
- 16.**Goeconomica, The Santiago Compliance Index 2013 -Rating governace standards of sovereign wealth funds-, Benchmarking Series, January 2014.
- 17.**Guidelines for observation and exclusion of companies, from the Government Pension Fund Global, Adopted 18 December 2014 by the Ministry of Finance pursuant to the Royal Decree of 19 November 2004. Latest amendment 10 February 2017 : <http://etikkradet.no/en/council-on-ethics/>
- 18.**Intenational Finance Corporation(IFC), the Russia corporate governance manual, Intenational Finance Corporation, Washinington DC, 2004.
- 19.**International Forum of Sovereign Wealth Funds, Santiago Principles: 15 Case Studies, How IFSWF Members implement the Santiago Principles , 2014.
- 20.**Jacquet Pierre, Les fonds souverains, acteurs du développement?, cercle des économistes, Les cahiers du cercle des économistes, Paris, 2008,
- 21.**Khalid A. Alsweilem and others, A comparative study of sovereign investor models: Sovereign fund profiles, The Center for International Development and The Belfer Center for Science and International Affairs, Harvard Kennedy School, 2014.
- 22.**Kimmitt, Robert M. (2008) Sovereign Wealth Funds and the World Economy,Foreign Affairs, Vol. 87, No. 1 Washington D.C.
- 23.**Magdi R.Iskander ,Nadereh Chamlou , Corporate governance : Aframework for Implimentation ,world bank group Washington , D.C, 2000.
- 24.**Martin Ioanna sahas, Building a Learning Network on Governance Institute On Governance, Institute On Governance Ottawa, June 1998.
- 25.**Organization for economic co-operation & development, OECD principles of corporate governance, 2004.
- 26.**OECD, Participatory devolpment and good governance, developmentco-operation guidelines series, 1995.
- 27.**Sarah E. Stone and Edwin M. Truman, Uneven Progress on Sovereign Wealth Fund Transparency and Accountability, Peterson Institute for International Economics, October 2016.
- 28.**Stijnclaessens ,BurcinYortoglu , corporate governance and development- an update,focus 10 international finance corporatio, Washington, 2012 .
- 29.**TarekYoussef , corporate governance – an overview around the globe (1) , Grout Thornton- Egypt ,2007.
- 30.**Tresor- ECO. Les conditions d'une contribution positive des fonds souverains à l'économie mondiale, République Française, n°28, Janvier 2008 .
- 31.**Truman, E. Sovereign Wealth Funds: New Challenges from a ChangingLandscape, Testimony before the Subcommittee on Domestic and InternationalMonetary Policy, Trade and Technology, US House of Representatives,Washington D.C.2008.
- 32.**Véron Nicolas, Les fonds souverains réhabilités par la crise, La tribune, 7 Janvier 2008.

- Reports :

1. Abu Dhabi Investment Authority, Annual Review 2016, Abu Dhabi, United Arab Emirates, 2017.
2. Abu Dhabi Investment Authority, Annual Review 2012, Abu Dhabi, United Arab Emirates, 2013.
3. Bernardo Bortolotti, Annual Report 2015, Sovereign Wealth Fund Investment Lab, Università Bocconi, Milan, Italy, 2016.
4. Bernardo Bortolotti, Annual Report 2016, Sovereign Wealth Fund Investment Lab, Università Bocconi, Milan, Italy, 2017.
5. Bernardo Bortolotti, Annual Report 2014, Sovereign Wealth Fund Investment Lab, Università Bocconi, Bocconi, Torino, Italy, 2015.
6. Government Pension Fund, global annual report 2016.
7. Mubadala Development Company PJSC, Consolidated financial statements 31 December 2016.
8. Norges Bank Investment Management, GPF annual Report, 2016.
9. PNUD, Governance for Sustainable Development, a UNDP Policy Document, New York, 1997.
10. The World Bank Group, "Governance and Anti-Corruption"? Center of the World Bank Institute, Program Overview, 2004, over site "www.worldbank.org/wbi.governance".
11. The World Bank, Governance and Development, Washington D.C, 1992,
12. The world bank, world development indicators.

ثالثا: مواقع الأنترنت

1. Javier Santiso, Javier Capapé, Sovereign Wealth Funds 2017, IE Business School, investin Spain, p21, Over web site 12 /8/2018 : <http://www.investinspain.org>.
2. Javier Santiso, Javier Capapé, Sovereign Wealth Funds 2016, Sovereign Wealth Lab, IE Business School, investin Spain, p24. Over web site 12 /8/2018 : <http://www.investinspain.org>
<http://www.undp-aci.org> 3. الشبكة العربية لتعزيز النزاهة و محاربة الفساد
4. معهد الصناديق السيادية www.swfinstitute.org
5. مدونة اقتصاديات الكويت ودول مجلس التعاون الخليجي:
<http://www.aljazeera.net/Nr/exeres/8DC50F7C-6A1B-4EFA-A5B2-OF3ACE2AB682.htm>
6. الموقع الرسمي لشركة "Statoil" <https://www.statoil.com>
7. الموقع الرسمي لبنك إدارة الاستثمارات "NBIM" <https://www.nbim.no>
8. تقارير التنمية البشرية <http://hdr.undp.org>
9. البنك المركزي الجزائري: www.bank-of-algeria.dz
10. وزارة المالية: www.mf.gov.dz
11. الموقع الرسمي لصندوق "مبادلة" www.mubadala.com
12. مركز الإحصاء لإمارة أبوظبي <https://www.scad.ae/ar/pages/statistics.aspx?topicid=37>

13. Norwegian Petroleum <https://www.norskpetroleum.no/en/economy/governments-revenues/>
14. Statistics Norway, Annual National Accounts 1970-2017
<https://www.ssb.no/en/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/statistikker/nr-tables>
15. Natural Resource Governance Institute, 2017 resource governance index, data base of Algeria, over web : 27/12/2014 ,
<http://resourcegovernanceindex.org/country-profiles/DZA/oil-gas>
16. إبراهيم راشد، حوكمة الشركات وانعكاساتها المالية للمصارف - دراسة حالة لأحد المصارف العراقية -
مقال متوفر على الموقع الإلكتروني " 19-9-2016 : "<https://www.iasj.net/iasj?func=fulltext&aId=53134>
17. الأخضر عزي، غالم جلطي، قياس قوة الدولة من خلال الحكم الراشد (إسقاط على التجربة الجزائرية)،
مجلة العلوم الإنسانية، العدد 21، مارس 2005. متوفر على الموقع الإلكتروني "2018/8/2" :
http://arbiboumediene.blogspot.com/2012/03/blog-post_625.html
18. عادل عبد اللطيف، حكم القانون لقاءات ومحاضرات، ورقة مقدمة ضمن ندوة "حكم القانون"، المركز
العربي لتطوير حكم القانون والنزاهة بالتعاون مع برنامج الأمم المتحدة الإنمائي، 2005-2006. متوفر
على الموقع الإلكتروني: "2018/7/31"
http://www.arabruleoflaw.com/files/the_rule_of_law_meetings_and_lectures_book.pdf
17. محمد حسن يوسف، محددات الحوكمة ومعاييرها مع إشارة خاصة لنمط تطبيقها في مصر،
2007. مقال متوفر على الموقع الإلكتروني "19-9-2016" :
<http://www.saaaid.net/Doat/hasn/hawkama.doc>
18. فاروق القاسم، النرويج كسبت نعمة النفط وتجنبت نقمته، مقال منشور على شبكة الاقتصاديين
العراقيين على الموقع التالي بتاريخ "2017/11/12" : "<http://iraqieconomists.net/ar/2012/12/04>
19. عدنان عباس علي، الصناديق السيادية أهميتها في النظام المالي الدولي، الحوار المتمدن، العدد
4177، 2013، على الموقع بتاريخ 2017/09/30 : "<http://www.ahewar.org/debat>
20. عبد الحميد مرغيت، تجربة النرويج في إدارة الثروة النفطية والدروس المستفادة للبلدان الإسلامية
المصدرة للنفط، مقال متوفر على الموقع الإلكتروني "2017/11/12" :
<http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads>
21. عباس حميد التميمي، آليات الحوكمة ودورها في الحد من الفساد المالي والإداري في الشركات المملوكة
للدولة، مقال متوفر على الموقع الإلكتروني "19-9-2016" :
http://www.nazaha.iq/search_web/muhasbe/2.doc
22. شريف غياط، فيروز رحال، حوكمة الشركات أداة لرفع مستوى الإفصاح ومكافحة الفساد وأثرها على
كفاءة السوق المالي، مقال متوفر بشبكة رواد المعرفة على الموقع الإلكتروني بتاريخ "2016-11-3" :
<http://www.rooad.net/news-811.html>

23. حاتم مهران، التضخم في دول مجلس التعاون الخليجي ودور صناديق النفط في الاستقرار الاقتصادي، سلسلة أوراق عمل المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2007. مقال متوفر على الموقع الإلكتروني "30-11-2010":

http://www.arab-api.org/images/publication/pdfs/236/236_wps0702.pdf

24. حسين يرقى، عمر علي عبد الصمد، واقع حوكمة المؤسسات في الجزائر وسبل تفعيلها، مقال متوفر على الموقع الإلكتروني "19-9-2016":

• www.iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2011/07.pdf

قائمة الجداول والأشكال البيانية

الرقم	عناوين الجداول والأشكال	رقم الصفحة
الجدول		
1-1	مبادئ الحوكمة وفق منظورين (OECD, ICGN)	37
2-1	قائمة أعضاء مجموعة العمل الدولية	45
3-1	مكونات معيار الهيكلية	49
4-1	مكونات معيار الحوكمة	50
5-1	مكونات معيار المساءلة والشفافية	50
6-1	مكونات معيار سلوك الصندوق	51
7-1	تصنيف بعض صناديق الثروة السيادية حسب مؤشر ترومان لسنة 2012	52
8-1	تطور تصنيف بعض صناديق الثروة السيادية حسب مؤشر ترومان	52
9-1	مكونات مؤشر لينبرغ-مادويل	54
10-1	تصنيف أهم صناديق الثروة السيادية وفقاً لمؤشر لينبرغ-مادويل	55
11-1	تصنيف بعض الدول حسب مؤشر إدارة الموارد الطبيعية (NRGI) لسنة 2017	58
1-2	التركيز العالمي على حوكمة الشركات	92
1-3	مؤشرات نسبة حجم أصول الصناديق السيادية إلى أصول أخرى (2008)	118
2-3	الفرق بين صناديق الثروة السيادية وبعض المؤسسات الحكومية	122
3-3	أهم صناديق الثروة السيادية وحجم أصولها في سنة 2017	127
4-3	قائمة الدول المتعددة الصناديق السيادية	128
5-3	تصنيف صناديق الثروة السيادية حسب المورد	129
6-3	تصنيف صناديق الثروة السيادية حسب المنطقة الجغرافية	130
7-3	الإستراتيجية الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية في الفترة (2000-2006)	132
8-3	مساهمة صناديق الثروة السيادية في إعادة رسملة المؤسسات المالية المتعثرة	133
9-3	نسبة استحواذ عدد من الصناديق السيادية الخليجية في بعض الشركات العالمية أثناء الأزمة 2008	135
10-3	الإستراتيجية الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية خلال الأزمة المالية (2007-2008)	136
11-3	الإستراتيجية الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية بعد الأزمة المالية (2009-2014)	137
12-3	استثمارات بعض الصناديق السيادية خلال سنة 2016	149
13-3	التوزيع القطاعي لاستثمارات الصناديق السيادية في الأسواق المحلية والأسواق الأجنبية خلال سنة 2016	151
14-3	توزيع أصول الصناديق السيادية في الأسواق المالية خلال الفترة (2002-2015)	153

159	أصول المحفظة المرجعية لهيئة استثمار أبوظبي لسنة 2016	15-3
159	التوزيع الجغرافي لأصول المحفظة المرجعية لهيئة استثمار أبوظبي سنة 2016	16-3
160	مساهمة هيئة استثمار أبوظبي في الشركات العالمية خلال الفترة (2015-2016)	17-3
164	مقارنة أصول صندوق "مبادلة" وبعض المؤشرات الاقتصادية لسنة 2016	18-3
165	النتائج المالية للصندوق السيادي مبادلة (2010-2016)	19-3
177	تطور صندوق الثروة السيادي للنرويج في الفترة (1990-2010)	1-4
184	التوزيع الجغرافي لاستثمارات الصندوق السيادي النرويجي في نهاية 2016	2-4
189	التوزيع الجغرافي للمحفظة الاستثمارية للصندوق السيادي النرويجي	3-4
191	تطور العائد على استثمارات صندوق الثروة السيادية النرويجي للفترة (2008-2016)	4-4
193	بعض المؤشرات الاقتصادية للنرويج (2012-2016)	5-4
197	تطور هيكل إيرادات الميزانية العامة في الفترة (2010-2016)	6-4
199	تطور هيكل النفقات العامة للدولة في الفترة (2010-2016)	7-4
206	تطور وضعية صندوق ضبط الموارد في الفترة (2000-2016)	8-4
208	تدخلات صندوق ضبط الموارد في تمويل عجز الخزينة العمومية (2006-2016)	9-4
210	دور صندوق ضبط الموارد في تخفيض الدين العام (2000-2008)	10-4
213	تقييم النرويج والجزائر حسب مؤشر حوكمة الموارد الطبيعية لسنة 2017	11-4
215	تطور تصنيف FRR و GPFG حسب مؤشر ترومان (2007-2015)	12-4
216	تقييم مؤشر ترومان لصندوق FRR و GPFG لسنة 2012	13-4
218	تصنيف صندوق FRR و GPFG حسب مؤشر لينبرغ-مادويل للثلاثي الأول من 2017	14-4
223	الإطار العام للصندوقين السياديين FRR و GPFG	15-4
225	مقارنة حوكمة وشفافية الصندوقين السياديين FRR و GPFG	16-4
الأشكال البيانية		
10	عناصر الحوكمة	1-1
25	نظام حوكمة الشركات	2-1
28	المحددات الداخلية والخارجية للحوكمة	3-1
32	مستويات الحوكمة والفوائد المحتملة منها	4-1
34	مبادئ الحوكمة لمنظمة التعاون الاقتصادي	5-1
47	مؤشر الامتثال لمبادئ سنيتاغو (2011-2013)	6-1
56	تصنيف بعض صناديق الثروة السيادية حسب مؤشر لينبرغ-مادويل للسنة 2017	7-1
68	تقسيمات الأسواق المالية	1-2
78	فرضيات الصيغ الثلاث للكفاءة السوقية	2-2

87	دور حوكمة الشركات في تعزيز جودة المعلومة المحاسبية وانعكاساتها على السوق المالية	3-2
89	تأثير الحوكمة على كفاءة الأسواق المالية	4-2
116	تطور عدد الصناديق السيادية خلال السنوات	1-3
129	تصنيف صناديق الثروة السيادية حسب المورد	2-3
131	تصنيف صناديق الثروة السيادية حسب المنطقة الجغرافية	3-3
138	تطور استثمارات الصناديق السيادية في الأصول الآمنة والأصول الأخرى	4-3
142	تطور قيمة أصول الصناديق السيادية للفترة (2004-2017)	5-3
147	تطور الاستثمارات المباشرة للصناديق السيادية خلال الفترة (2000-2016)	6-3
148	أكثر الصناديق السيادية استثمارا خلال سنتي 2016 و 2017 من حيث عدد الصفقات	7-3
150	تطور استثمارات الصناديق السيادية في الأسواق المحلية والأسواق الخارجية خلال الفترة (2007-2016)	8-3
152	التوزيع القطاعي لاستثمارات الصناديق السيادية في الأسواق المحلية والأسواق الأجنبية خلال سنة 2016	9-3
154	توزيع أصول الصناديق السيادية في الأسواق المالية خلال الفترة (2002-2015)	10-3
156	الهيكل التنظيمي لهيئة استثمار أبوظبي	11-3
166	تطور إجمالي الدخل و حقوق الملكية وإجمالي الأصول من سنة 2010-2016	12-3
166	النسب المئوية لمساهمة قطاعات الأعمال لصندوق مبادلة لسنة 2016	13-3
179	الهيئات المشرفة على صندوق الثروة السيادية النرويجي	1-4
182	الهيكل التنظيمي لبنك إدارة الاستثمارات النرويجي	2-4
186	دور المجلس الأخلاقي في حوكمة الصندوق السيادي النرويجي	3-4
187	آلية عمل صندوق الثروة السيادية النرويجي	4-4
188	آلية عمل صندوق الثروة السيادية النرويجي في الأجل الطويل	5-4
190	تطور القيمة السوقية لأصول الصندوق السيادي النرويجي في الفترة (1998-2016)	6-4
196	الوضعية المالية للميزانية العامة للجزائر	7-4
197	تطور هيكل إيرادات الميزانية العامة في الفترة (2010-2016)	8-4
200	تطور هيكل النفقات العامة للدولة في الفترة (2010-2016)	9-4
201	مدى تغطية الجباية البترولية لنفقات التجهيز للميزانية العامة	10-4
222	نسبة مساهمة القطاع النفطي في الناتج المحلي الإجمالي لكل من الجزائر والنرويج	11-4

فهرس المحتويات

	الإهداء
	شكر وتقدير
	قائمة المختصرات الخاصة بأسماء الصناديق السيادية
	المقدمة العامة ص: أ-ح
	الفصل الأول: الإطار النظري لحوكمة الشركات ص: 1-61
03	تمهيد
05	المبحث الأول: الإطار العام للحوكمة
05	1. مفهوم الحوكمة
10	2. أطراف وعناصر الحوكمة
14	3. معايير الحوكمة
20	4. مستويات الحوكمة
21	المبحث الثاني: الإطار المفاهيمي لحوكمة الشركات
21	1. ماهية حوكمة الشركات
24	2. الإطار التنظيمي لحوكمة الشركات
29	3. أهمية وأهداف حوكمة الشركات
33	4. معايير حوكمة الشركات
42	المبحث الثالث: حوكمة صناديق الثروة السيادية
42	1. دور مبادئ سندياغو في تعزيز حوكمة صناديق الثروة السيادية
48	2. مؤشرات قياس أداء وحوكمة صناديق الثروة السيادية
59	3. أهمية حوكمة صناديق الثروة السيادية
61	خلاصة الفصل
	الفصل الثاني: تأثير الحوكمة على كفاءة الأسواق المالية ص: 62-107
64	تمهيد
65	المبحث الأول: الأسواق المالية ومتطلبات كفاءتها
65	1. مدخل إلى الأسواق المالية

72	2. كفاءة الأسواق المالية
79	المبحث الثاني: دور الحوكمة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية
79	1. دور الحوكمة في الرفع من الإفصاح والشفافية
84	2. أثر الإفصاح على كفاءة الأسواق المالية
88	3. علاقة حوكمة الشركات بكفاءة الأسواق المالية
91	المبحث الثالث: تطبيقات حوكمة الشركات في بيئة الأعمال الدولية
91	1. تجارب بعض الدول الأجنبية في تطبيق مبادئ الحوكمة
97	2. واقع وآفاق حوكمة الشركات في الدول العربية
107	خلاصة الفصل
الفصل الثالث: واقع صناديق الثروة السيادية وإستراتيجياتها الاستثمارية	
ص: 108-169	
110	تمهيد
111	المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لصناديق الثروة السيادية
111	1. طبيعة صناديق الثروة السيادية
116	2. أهمية صناديق الثروة السيادية أهدافها ومميزاتها
123	3. أنواع صناديق الثروة السيادية
126	المبحث الثاني: الاستراتيجيات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية وموقف الدول الغربية منها
126	1. أهم صناديق الثروة السيادية في العالم وتصنيفاتها
131	2. الاستراتيجيات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية
140	3. موقف الدول الغربية والمنظمات الدولية من صناديق الثروة السيادية
146	المبحث الثالث: استثمارات الصناديق السيادية في الأسواق العالمية وعرض بعض التجارب الدولية
146	1. استثمارات الصناديق السيادية في الأسواق العالمية
154	2. عرض بعض التجارب الدولية للاستثمار في الصناديق السيادية
169	خلاصة الفصل
الفصل الرابع: دراسة مقارنة بين صندوق المعاشات الحكومي النرويجي وصندوق ضبط الموارد في الجزائر ص: 170-228	
172	تمهيد
173	المبحث الأول: عرض وتقييم تجربة صندوق المعاشات الحكومي النرويجي
173	1. ماهية صندوق الثروة السيادية النرويجي
179	2. حوكمة صندوق الثروة السيادية النرويجي
183	3. الإستراتيجية الاستثمارية لصندوق الثروة السيادية النرويجي في الأسواق العالمية

189	4. تقييم أداء صندوق الثروة السيادية النرويجي في الأسواق المالية ومؤشرات نجاح النرويج
194	المبحث الثاني: عرض وتقييم تجربة صندوق ضبط الموارد الجزائري
194	1. تقييم إدارة العوائد البترولية في الجزائر
202	2. ماهية صندوق ضبط الموارد
205	3. تقييم أداء صندوق ضبط الموارد
212	المبحث الثالث: تقييم حوكمة صندوق ضبط الموارد ومقارنته بصندوق المعاشات الحكومي النرويجي
212	1. تقييم وضعية حوكمة صندوق ضبط الموارد وصندوق المعاشات الحكومي النرويجي حسب المؤشرات الدولية
221	2. تقييم فعالية صندوق ضبط الموارد بمقارنته بصندوق المعاشات الحكومي النرويجي
226	3. الدروس المستفادة من تجربة النرويج وإمكانية تطبيقها في الجزائر
228	خلاصة الفصل
الخاتمة العامة	
ص: 229-234	
قائمة الملاحق	
ص: 235-255	
قائمة المراجع	
ص: 256-267	
قائمة الجداول والأشكال	
ص: 268-271	
فهرس المحتويات	
ص: 272-275	

المخلص:

تعتبر الصناديق السيادية ظاهرة اقتصادية تم إنشاؤها من قبل معظم الدول بغية ادخار أو استثمار الفوائض المالية المحققة في ميزانياتها، والاستفادة منها في العديد من القطاعات سواء داخل البلد أو خارجه.

وتتوفر صناديق الثروة السيادية على قدرات تمويل واستثمار عالية في الأسواق المالية العالمية تمكنها من تمويل اقتصاديات الدول المالكة لها، عن طريق رفع مستوى ملاعقتها المالية وتوفير مصدر تمويل بديل عن مصادر التمويل الأجنبية.

وعلى غرار معظم الدول النفطية قامت الجزائر بإنشاء صندوق سيادي يدعى صندوق ضبط الموارد في سنة 2000. والهدف من هذه الدراسة هو تقييم حوكمة هذا الصندوق اعتمادا على مؤشرات الأداء الدولية ومقارنته بصندوق المعاشات الحكومي النرويجي الرائد في هذا المجال، والمتحصل على أولى المراتب في كل تصنيفات هذه المؤشرات. وخلصت الدراسة إلى أن الجزائر تفتقر إلى مقومات ومبادئ الحوكمة في إدارة صندوقها السيادي، بالإضافة إلى ضعف الرقابة التشريعية عليه، مما يتطلب إخضاع الصندوق لإصلاحات وتعديلات جذرية وشاملة.

الكلمات المفتاحية: الحوكمة، صناديق الثروة السيادية، مؤشرات الأداء، صندوق ضبط الموارد، صندوق المعاشات الحكومي.

abstract :

Sovereign funds are considered an economic phenomenon created by the most countries in order to save or invest financial surpluses achieved in their budgets, and use them in a variety of sectors, whether inside or outside the country.

Sovereign Wealth Funds have strong financing and investment capabilities in the global financial markets, enabling them to finance the economies of their respective countries by raising their solvency and providing alternative sources of financing from foreign sources of finance.

As in most oil countries, Algeria established a sovereign fund called the Resource Control Fund in 2000. The objective of this study is to evaluate the governance of this fund based on international performance indicators, and compare it with the leading Norwegian government pension fund which is ranked first in all categories of these indicators. The study concluded that Algeria lacked the principles of governance in managing its sovereign fund, in addition to weak legislative control over it, which requires the Fund to undergo radical and comprehensive reforms and amendments.

Keywords: governance, sovereign wealth funds, performance indicators, Resource Control Fund, government pension fund .