جامعة الجزائر 3 كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير قسم العلوم الاقتصادية

صناديق الثروة السيادية و تحديات العولمة - دراسة حالة الجزائر -

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية

تخصص: نقود مالية و بنوك

اشرف الأستاذة:

إعداد الطالبة:

أ.د. قصاب سعدية

بن عيشوبة رفيقة

أعضاءلجنة المناقشة:

رئيسا	جامعة الجزائر 3	أ د الهادي خالدي
مقررا	جامعة الجزائر 3	أد قصاب سعدية
عضوا	جامعة الجزائر 3	أد صديقي مليكة
عضوا	جامعة تيبازة	أ.د. بن طلحة صليحة
عضوا	جامعة تيبازة	أ.د. كمال ديب
عضوا	جامعة البليدة 2	أ.د. كمال رزيق

السنة الجامعية: 2016-2015

بسم الله الرحمن الرحيم

﴿ فَالُّوا سُنْهَ اللَّهُ لَا إِلَّا مَا لَكُ لَوَ اللَّهُ اللَّهُ الْمُعَدِّدُ الْمُعَالِمُ الْمُعَدِّدُ الْم

حدق الله العظيم .

(سورة البغرة: الآية 32)

شكر وتقدير

الحمد لله والصلاة والسلام على أشرف الأنبياء والمرسلين النبي المعلم الأمين محمد بن عبد الله عليه الصلاة والسلام وعلى آله وصحبه أجمعين ،بدايةً الحمد والشكر لله عز وجل الذي وفقني لإنجاز هذه الدراسة ، ومن ثم فإنني أتقدم بوافر الشكر و العرفان للدكتورة قصاب سعدية لما بذلته معي من جهد ونصيحة وإرشاد ومتابعة متواصلة منذ بداية الدراسة وحتى انتهائها ومراجعتها في صورتها النهائية كما أقدر لها رحابة صدرها وصبرها اللامحدود طيلة فترة إشرافها لذلك فلها مني كل الشكر والتقدير والاحترام ..

كما أتقدم بخالص الشكر وفائق التقدير والامتنان إلى من مهدوا لنا طريق العلم والمعرفة إلى معلمي و أساتذتي .

وفي الختام إلى كل من ساندني وأعانني في دراستي من مسئولي وزارة المالية أهديكم عظيم الشكر والامتنان.

إهداء

إلي سندي وقوّتي وملاذي بعد الله ...

إلى من أثروني علي أنفسهم ...

إلى من غرسوا فيّ حب العلم وذللوا الصعاب التي واجهتني ...

إلي والدي ووالدتي .

و إلى جميع إخوتي .

Abstract: : الملخص

مع ظهور الطفرة الأولى والثانية لأسعار النفط (1973 - 1979)، ظهر مصطلح جديد، "البترودولار"، للدلالة على الثروة المالية العربية في الأسواق المالية الكبرى. وبعد أكثر من ثلاثة عقود، تمّت صياغة المصطلح الجديد "صناديق الثروة السيادية."

و صناديق الثروة السيادية هي صناديق استثمار ذات غرض خاص، تملكها الدولة و تنشئها لأغراض الاقتصاد الكلي، وتعد هذه الصناديق "وسيلة" للاحتفاظ بالأصول أو توظيفها أو إدارتها لتحقيق أهداف مالية، كما تستخدم استراتيجيات استثمارية تتضمن الاستثمار في الأصول المالية الأجنبية لتحقيق تلك الأهداف، صحيح أن صناديق الثروة السيادية موجودة منذ وقت طويل (1953)، لإ أنها لم تنتقل من كونها لاعبا هامشيا إلى لاعب مركزي في التمويل العالمي حتى عام 2005 حيث بدأت تعد بهذه الصفة.

وهدف هذه الدراسة هو استعراض صعود صناديق الثروة السيادية كلاعبين مركزيين في أسواق المال العالمية ومختلف التحديات الجيوسياسية، وانخفاض أسعار النفط، والأزمات المالية، والحوكمة.

With the advent of the first and the second oil price booms (1973–1979), a new term, "petrodollars," emerged to denote the Arab financial wealth placed in the major financial markets. More than three decades later, a new term emerged "sovereign wealth funds" (SWFs).

Sovereign wealth funds (SWFs) are special purpose investment funds or arrangements that are owned by the state and created for macroeconomic purposes. SWFs are defined as *means* to hold, manage, or administer assets to achieve financial objectives, and employ a set of investment strategies that include investing in foreign financial assets SWFs had existed for a long time (1953), but only at 2005 did they move from being peripheral to central players in global finance and begin to be perceived as such.

The objective of this study is to review the rise of SWFs as central players in global financial markets and the challenges it faces; Geopolitical, low oil prices, the financial crisis and governance .

فهرس المواضيع:

أ - ر	المقدمة:
11	الفصل الأول: مدخل لاقتصاديات صناديق الثروة السيادية
12	تمهيد :
13	المبحث الأول: الطفرات النفطية الثلاث و تداعياتها .
13	أولا: الطفرات النفطية الثلاث:
20	ثانيا : مشكلة الطاقة الاستيعابية للدول النفطية:
26	ثالثا: ظاهرة الفوائض المالية النفطية :
32	المبحث الثاني: الفوائض النفطية و دورها في نشأة صناديق الثروة السيادية .
32	أولاً: توظيف الفوائض النفطية في الخارج خلال الطفرتين الأولى و الثانية:
40	ثانيا: أداء الاستثمارات الخارجية للدول النفطية خلال السبعينات و الثمانينات:
44	ثالثا: نشأة صناديق الثروة السيادية :
49	المبحث الثالث : مفهوم صناديق الثروة السيادية .
49	أولا: تعريف صناديق الثروة السيادية:
54	ثانيا : أنواع صناديق الثروة السيادية :
63	ثالثا : دور صناديق الثروة السيادية
71	خلاصة الفصل:
72	الفصل الثاني: صناديق الثروة السيادية الواقع و التحديات
73	تمهيد:
74	المبحث الأول: صناديق الثروة السيادية كآليات تعامل.
77	أولا: حجم صناديق الثروة السيادية:
83	ثانيا: مصادر تمويل صناديق الثروة السيادية :
88	ثالثا:الاستراتجيات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية :
96	المبحث الثاني: أهم تجارب صناديق الثروة السيادية في العالم .
96	أولا: صناديق الثروة السيادية العربية :
108	ثانيا : صناديق الثروة السيادية الأجنبية:
123	المبحث الثالث: صناديق الثروة السيادية و تحديات النمو

124	أولاً : صناديق الثروة السيادية و الأزمة المالية العالمية 2008 :
131	ثانيا: صناديق الثروة السيادية و التحديات الجيوسياسية:
138	ثالثا: صناديق الثروة السيادية و تحدي انخفاض أسعار البترول:
148	خلاصة الفصل:
149	الفصل الثالث: صناديق الثروة السيادية و متطلبات الحوكمة
150	تمهيد :
151	المبحث الأول: تنامي المخاوف الغربية حيال صناديق الثروة السيادية.
151	أولاً : تاريخ المخاوف الغربية اتجاه صناديق الثروة السيادية :
156	ثانيا: المواقف الغربية حيال نشاط صناديق الثروة السيادية:
166	ثالثا: نقاط الجدل و أسباب التوجس تجاه صعود صناديق الثروة السيادية:
170	المبحث الثاني: الجهود الدولية حيال المخاوف الغربية.
170	أولا: المعالجة الأكاديمية للمخاوف الغربية حيال صناديق الثروة السيادية :
175	ثانيا: جهود المؤسسات الدولية:
179	ثالثا: إسهامات المؤسسات البحثية العالمية :
191	المبحث الثالث: صناديق الثروة السيادية في ظل مبادئ سانتياغو.
191 191	المبحث الثالث: صناديق الثروة السيادية في ظل مبادئ سانتياغو. أولا: مجموعة العمل الدولية و وضع مبادئ سانتياغو:
	<u>"</u>
191	أولا: مجموعة العمل الدولية و وضع مبادئ سانتياغو:
191 203	أولا: مجموعة العمل الدولية و وضع مبادئ سانتياغو: ثانيا: أداء صناديق الثروة السيادية وفقا لمؤشر الامتثال لمبادىء سانتياغو:
191 203 209	أولا: مجموعة العمل الدولية و وضع مبادئ سانتياغو: ثانيا: أداء صناديق الثروة السيادية وفقا لمؤشر الامتثال لمبادىء سانتياغو: ثالثا: مستقبل صناديق الثروة السيادية في ظل معايير الشفافية:
191 203 209 216	أولا: مجموعة العمل الدولية و وضع مبادئ سانتياغو: ثانيا: أداء صناديق الثروة السيادية وفقا لمؤشر الامتثال لمبادىء سانتياغو: ثالثا: مستقبل صناديق الثروة السيادية في ظل معايير الشفافية: خلاصة الفصل:
191 203 209 216 217	أولا: مجموعة العمل الدولية و وضع مبادئ سانتياغو: ثانيا: أداء صناديق الثروة السيادية وفقا لمؤشر الامتثال لمبادىء سانتياغو: ثالثا: مستقبل صناديق الثروة السيادية في ظل معايير الشفافية: خلاصة الفصل: الفصل الرابع: صندوق ضبط الإيرادات، الواقع و التحديات:
191 203 209 216 217 218	أولا: مجموعة العمل الدولية و وضع مبادئ سانتياغو: ثانيا: أداء صناديق الثروة السيادية وفقا لمؤشر الامتثال لمبادىء سانتياغو: ثالثا: مستقبل صناديق الثروة السيادية في ظل معايير الشفافية: خلاصة الفصل: الفصل الرابع: صندوق ضبط الإيرادات، الواقع و التحديات: تمهيد:
191 203 209 216 217 218 219	أولا: مجموعة العمل الدولية و وضع مبادئ سانتياغو: ثانيا: أداء صناديق الثروة السيادية وفقا لمؤشر الامتثال لمبادىء سانتياغو: ثالثا: مستقبل صناديق الثروة السيادية في ظل معايير الشفافية: خلاصة الفصل: الفصل الرابع: صندوق ضبط الإيرادات، الواقع و التحديات: تمهيد:
191 203 209 216 217 218 219	أولا: مجموعة العمل الدولية و وضع مبادئ سانتياغو: ثانيا: أداء صناديق الثروة السيادية وفقا لمؤشر الامتثال لمبادىء سانتياغو: ثالثا: مستقبل صناديق الثروة السيادية في ظل معايير الشفافية: خلاصة الفصل: الفصل الرابع: صندوق ضبط الإيرادات، الواقع و التحديات: تمهيد: المبحث الأول: الاقتصاد الجزائري و النفط. أولا: إمكانيات الجزائر من المحروقات:
191 203 209 216 217 218 219 219 224	أولا: مجموعة العمل الدولية و وضع مبادئ سانتياغو: ثانيا: أداء صناديق الثروة السيادية وفقا لمؤشر الامتثال لمبادىء سانتياغو: ثالثا: مستقبل صناديق الثروة السيادية في ظل معايير الشفافية: خلاصة الفصل: الفصل الرابع: صندوق ضبط الإيرادات، الواقع و التحديات: تمهيد: المبحث الأول: الاقتصاد الجزائري و النفط. أولا: إمكانيات الجزائر من المحروقات: ثانيا: مساهمة قطاع المحروقات في الاقتصاد الجزائري:
191 203 209 216 217 218 219 219 224 228	أولا: مجموعة العمل الدولية و وضع مبادئ سانتياغو: ثانيا: أداء صناديق الثروة السيادية وفقا لمؤشر الامتثال لمبادىء سانتياغو: ثالثا: مستقبل صناديق الثروة السيادية في ظل معايير الشفافية: خلاصة الفصل: الفصل الرابع: صندوق ضبط الإيرادات، الواقع و التحديات: تمهيد: المبحث الأول: الاقتصاد الجزائري و النفط. أولا: إمكانيات الجزائر من المحروقات: ثانيا: مساهمة قطاع المحروقات في الاقتصاد الجزائري: ثانيا: مساهمة قطاع المحروقات في الاقتصاد الجزائري:
191 203 209 216 217 218 219 219 224 228 238	أولا: مجموعة العمل الدولية و وضع مبادئ سانتياغو: ثانيا: أداء صناديق الثروة السيادية وفقا لمؤشر الامتثال لمبادىء سانتياغو: ثالثا: مستقبل صناديق الثروة السيادية في ظل معايير الشفافية: خلاصة الفصل: الفصل الرابع: صندوق ضبط الإيرادات، الواقع و التحديات: تمهيد: المبحث الأول: الاقتصاد الجزائري و النفط. أولا: إمكانيات الجزائر من المحروقات: ثانيا: مساهمة قطاع المحروقات في الاقتصاد الجزائري: ثانيا: إشكالية إدارة العوائد المالية للجزائر: المبحث الثاني: صندوق ضبط الإيرادات كآلية لإدارة عوائد النفط.

248
262
262
269
277
287
290
292
308

الصفحة	فهرس الجداول:	جدول رقم		
13	العلاقة بين نمو الطلب على النفط و بين الطفرات النفطية الثلاث:	.1		
24	تطور معامل استيعاب النقد الأجنبي في الأقطار العربية النفطية:	.2		
27	الفوائض العربية من 1973 إلى 1881:	.3		
33	الفوائض المستثمرة خارجيا دول أوبك من 1974 إلى 1989:	.4		
35	أسعار الفائدة الأمريكية عام 1980:	.5		
38	هيكل استثمارات دول الأوبك في العالم عامي 1983 و 1986:	.6		
44	النمو العددي لصناديق الثروة السيادية:	.7		
57	الأنواع الخمس لصناديق الثروة السيادية:	.8		
74	تقدير أصول صناديق الثروة السيادية لدول العالم:	.9		
77	نمو صناديق الثروة السيادية من حيث الحجم و العدد للفترة ما بين 2007 -2015:	.10		
79	التوزيع الجغرافي لصناديق الثروة السيادية:	.11		
80	الدول متعددة صناديق الثروة السيادية:	.12		
82	توزيع صناديق الثروة السيادية وفقا للمصدر التمويل:			
85	أمثلة عن صناديق الثروة السيادية الممولة من الموارد الأولية	.14		
87	أمثلة عن صناديق ثروة سيادية ممولة من مصادر غير سلعية:	.15		
90	السلوكيات الاستثماري الرئيسية لكل فئة من فئات صناديق الثروة السيادية:	.16		
02	استثمارات صناديق الثروة السيادية في العالم حسب القطاع بين عامي 1995 و	.17		
92	جويلية 2008:			
93	توزيع استثمارات صناديق الثروة السيادية خلال الفترة ما بين 1995 و 2008:	.18		
94	توزيع استثمارات صناديق الثروة السيادية وفقا لنوع الأصول:	.19		
96	تقدير أصول صناديق الثروة السيادية العربية:	.20		
98	تطور حجم أصول الهيئة العامة للاستثمار الكويتية:	.21		
99	تقديرات توزيع المحافظ المالية للهيئة العامة للاستثمار الكويتية نحاية عام 2007:	.22		
100	التوزيع الجغرافي لاستثمارات هيئة الاستثمار الكويتية للفترة ما بين 2005 إلى 2011:	.23		
100	أبرز استثمارات هيئة الاستثمار الكويتية:	.24		
102	توزيع أصول جهاز أبو ظبي للاستثمار :	.25		
103	تقديرات توزيع المحافظ المالية لجهاز أبوظبي للاستثمار:	.26		

104	التوزيع الجغرافي لاستثمارات جهاز أبوظبي للاستثمار:	.27
105	نمو أصول جهاز قطر للاستثمار:	.28
106	تقديرات توزيع المحافظ المالية لجهاز قطر للاستثمار نهاية عام 2007:	.29
106	التوزيع القطاعي لاستثمارات جهاز قطر للاستثمار المباشرة:	.30
107	التوزيع الجغرافي لاستثمارات جهاز قطر للاستثمار للفترة ما بين 2005 - 2011 :	.31
108	تقدير أصول صناديق الثروة السيادية الأجنبية:	.32
109	تطور حجم تماسيك القابضة:	.33
111	التوزيع الجغرافي لاستثمارات تماسيك القابضة:	.34
112	التوزيع القطاعي لاستثمارات تماسيك القابضة:	.35
114	نمو أصول الشركة الصينية للاستثمار في الفترة ما بين 2008 -2015:	.36
115	توزيع المحفظة الاستثمارية العالمية للصندوق (كما في 31 ديسمبر 2014):	.37
116	التوزيع الجغرافي للمحفظة العالمية (كما في 31 ديسمبر 2014):	.38
116	الدخل الثابت في المحفظة العالمية (كما في 31 ديسمبر 2014):	.39
118	تطور رأس مال الصندوق و حصة الفوائض النفطية منه:	.40
120	التوزيع الجغرافي لاستثمارات صندوق التقاعد الحكومي النرويجي لسنتي 2014 و	.41
120	:2015	
122	أكبر عشر حيازات للصندوق التقاعد النرويجي كما في 31 ديسمبر 2015:	.42
125	توزيع استثمارات صناديق الثروة السيادية خلال الأزمة المالية :	.43
126	بعض ملكيات صناديق الثروة السيادية خلال الأزمة المالية العالمية:	.44
127	تقديرات المكاسب و الخسائر لبعض صناديق الثروة السيادية أثناء الأزمة المالية:	.45
137	التوزيع الجغرافي لاستثمارات صناديق الثروة السيادية الخليجية لسنتي 2012 و 2013:	.46
141	حجم صناديق الثروة السيادية في الفترة ما بين ديسمبر 2013 غاية سبتمبر 2016:	.47
143	عينة من صناديق الثروة السيادية من مصادر نفطية خلال الصدمة النفطية الحالية	.48
145	استثمارات صناديق الثروة السيادية خلال الصدمة النفطية الحالية:	.49
180	مكونات مؤشر" لينابورج – مادويل	.50
181	تصنيف صناديق الثروة السيادية وفق مؤشر لينابورج-مادويل:	.51
186	مكونات معيار الهيكلة:	.52
186	مكونات معيار الحوكمة:	.53

187	مكونات معيار المساءلة والشفافية:	.54
187	مكونات معيار سلوك الصناديق:	.55
188	تصنيف صناديق الثروة السيادية وفق مؤشر ترومان:	.56
204	تصنيف صناديق الثروة السيادية وفق مبادئ سانتياغو لسنتي 2011-2013:	.57
206	تصنيف صناديق الثروة السيادية وفق مبادئ سانتياغو لسنة 2014:	.58
219	احتياطيات الجزائر من النفط و الغاز للفترة ما بين 2006 و 2015:	.59
220	عدد الاكتشافات في مجال المحروقات في الجزائر (2003 -2014):	.60
221	إنتاج النفط و الغاز في الجزائر في الفترة ما بين 2006 الى 2015:	.61
222	أسعار صادرات المحروقات من قبل الجزائر خلال الفترة ما بين 2001 و 2015:	.62
224	مساهمة قطاع المحروقات في الناتج الداخلي الخام للفترة ما بين 2001 و 2015:	.63
225	تطور نسبة الجباية البترولية من ايردات الميزانية الكلية في الجزائر ما بين 2001 -2014	.64
227	مساهمة صادرات المحروقات في إجمالي الصادرات الجزائرية (2001- 2015)	.65
228	تطور الاحتياطات المالية الخارجية للجزائر للفترة ما بين 1971 و 1982:	.66
229	الإيداعات المصرفية للجزائر بالخارج خلال عامي 1981 و 1983:	.67
230	المديونية الخارجية للجزائر خلال الفترة 1974 – 1985:	.68
232	الاحتياطيات الخارجية الرسمية للجزائر و تغطية الاحتياطيات الخارجية الرسمية	.69
232	للواردات السلعية بالأشهر للفترة ما بين 2003 و 2014:	
235	تطور المديونية الخارجية للجزائر خلال الفترة 2000-2008:	.70
250	الأحكام العامة التي تحكم صندوق ضبط الإيرادات:	.71
252	العمليات المنجزة على صندوق ضبط الإيرادات 2000-2015 :	.72
253	حجم صندوق ضبط الإيرادات في الفترة ما بين 2000 و 2015:	.73
255	الجباية النفطية المنصبة في صندوق ضبط الإيرادات للفترة ما بين 2002 - 2015:	.74
257	مساهمة صندوق ضبط الإيرادات في التخفيض من المديونية العمومية:	.75
260	مساهمة صندوق ضبط الإيرادات في تمويل عجز الموازنة العامة:	.76
263	وضعية ميزان المدفوعات خلال الأزمة المالية العالمية :	.77
265	وضعية عمليات الخزينة خلال الأزمة المالية العالمية:	.78
266	التغير السنوي للناتج الداخلي الخام خلال الأزمة المالية العالمية:	.79
267	موارد و استخدامات صندوق ضبط الإيرادات خلال الأزمة المالية العالمية:	.80

269	وضعية ميزان المدفوعات خلال الصدمة النفطية الحالية:	.81
271	وضعية عمليات الخزينة خلال الصدمة النفطية الحالية:	.82
272	التغير السنوي للناتج الداخلي الخام خلال الصدمة النفطية الحالية:	.83
273	موارد واستخدامات صندوق ضبط الإيرادات خلال الصدمة النفطية الحالية:	.84
277	أداء صندوق ضبط الإيرادات وفقا لمؤشر" لينابورج – مادويل ":	.85
278	أداء صندوق ضبط الإيرادات وفقا لمؤشر إدوين ترومان:	.86
279	أداء صندوق ضبط الإيرادات وفقا للفئات الأربعة المكونة لمؤشر إدوين ترومان:	.87
282	أداء صندوق ضبط الإيرادات وفقا لمبادئ سانتياغو:	.88

الصفحة	فهرس الأشكال:	الشكل رقم
33	الفوائض المستثمرة خارجيا دول اوبيك خلال الفترة 1974-1989 :	.1
45	التطور العددي لصناديق الثروة السيادية:	.2
78	التوزيع العالمي لملكية الأصول، بحسب نوع المستثمر:	.3
81	توزيع صناديق الثروة السيادية بحسب المصدر مابين العامين 2007-2015	.4
98	تطور حجم أصول الهيئة العامة للاستثمار:	.5
105	نمو جهاز قطر للاستثمار منذ إنشائه سنة 2005:	.6
121	الأصول المدارة من قيل صندوق التقاعد الحكومي النرويجي:	.7
138	سعر نفط برنت الخام في الفترة ما بين يناير 2014 إلى ماي 2016:	.8
146	عمليات التصفية التي قامت بما صناديق الثروة السيادية سنة 2015	.9
254	تطور رصيد صندوق ضبط الإيرادات (2000-2015)	.10
267	موارد و استخدامات صندوق ضبط الإيرادات خلال الأزمة المالية 2008	.11
273	موارد واستخدامات صندوق ضبط الإيرادات خلال الصدمة النفطية الحالية	.12
275	رصيد صندوق ضبط الإيرادات خلال الصدمة النفطية الحالية	.13

الصفحة	فهرس المخططات:	المخطط رقم
88	الإطار العام لتصنيف الخصائص العامة للمستثمرين في صناديق الثروة السيادية	.1
123	التحديات التي تواجه صناديق الثروة السيادية	.2

المقدمة:

أولا: طرح الإشكالية:

ثانيا: الفرضيات:

ثالثا: أسباب اختيار الموضوع:

رابعا: أهمية الدراسة:

خامسا: أهداف البحث:

سادسا: المنهج المتبع:

سابعا: نطاقات الدراسة:

ثامنا: الدراسات السابقة

تاسعا: مساهمة الدراسة:

عاشرا: بنية الدراسة:

شهدت السنوات الأخيرة طفرة في أسعار النفط هي الثالثة من نوعها بعد الطفرتين الأولى و الثانية، و مع كل طفرة تبرز العديد من الظواهر المستجدة في العلاقات الاقتصادية الدولية التي ترتبط بشكل أو بأخر بأشكال التصرف بالعوائد النفطية للدولة ،حيث ظهر في الطفرة الأولى لأسعار النفط ما يعرف به "البترودولار" للدلالة على الثروة المالية العربية في الأسواق المالية الكبرى، و بعد مضي سنوات قليلة أثبتت طريقة البترودولار فشلها حيث تلاشت الفوائض المالية لدى الدول النفطية، و سنوات قليلة أثبتت طريقة البترودولار فشلها حيث تلاشت الفوائض المالية لدى الدول النفطية و زيادة أعباء الدين العام بالتالي انخفاض العوائد، و تراكم عجوزات الميزانيات العامة للدول النفطية و زيادة أعباء الدين العام لدى معظمها، و هذا ما أثبت أن الفوائض المالية لم تكن مستغلة بشكل أفضل ، ومع تكرار الحال في الطفرة النفطية الثالثة، و مرور الوقت وتطور الاقتصاد العالمي أصبحت الدول صاحبة الفوائض المالية تبحث عن بدائل جديدة من أجل استثمار فوائضها خاصة مع بقاء البيئة المحلية غير ملائمة لضخ هذه الفوائض المالية الضخمة في الأسواق المحلية لهذه الدول لعدم قدرتما على استيعابما، لجأت هذه الدول إلى إنشاء صناديق الثروة السيادية والتي تحدف أساسا لتجنيب جزء من عائدات مبيعات الطاقة للاستثمار للأجيال القادمة وكملاذ امن في حالة تراجع عائدات البلاد التي تعتمد على صادرات سلعة الطاقة.

و مع تطور مفهوم صناديق الثروة السيادية أصبحت تستخدم أيضا لإدارة الرصيد الفائض من العملات الأجنبية كما في حالات كل من الصين وكوريا الجنوبية وسنغافورة وغيرها من الدول الأسيوية، و إن كان للطفرات النفطية دور مهم في بروز فكرة إنشاء صناديق الثروة السيادية إلا أن إنشاء أول صندوق سيادي في العالم كان قبل وقوع الطفرة النفطية الأولى، حيث تم تأسيس أول صندوق سيادي في خمسينيات القرن الماضي وهو الهيئة العامة للاستثمار الكويتية سنة 1953.

ويوجد 79 صندوقا سياديا تنتمي إلى 52 دولة حول العالم وتدير أصولا بأكثر من 7.156 تريليون دولار و هذا بداية سنة 2016 ، و أكثر من نصفها تقريبا تديرها البلدان المنتجة للنفط بما في ذلك أربع دول من مجلس التعاون الخليجي، وتركز صناديق الثروة السيادية معظم استثماراتها خارج دولها نظرا لزيادة حجم أصولها بالمقارنة بالقدرات الاستيعابية لاقتصاديات دولها، و تمثلت تلك الاستثمارات في معظمها في الاستثمار في الأسواق المالية الدولية كالأسهم والسندات أو شراء

حصص مباشرة في شركات كبيرة عالمية أو في مشاريع في أسواق الدول النامية، وهو ما شكل ثقلا اقتصاديا وماليا مؤثراً في الأسواق المحلية والعالمية ، وبالأخص في استقرار الأسواق المالية العالمية .

ومع تطور صناديق الثروة السيادية عبر الزمن مرت بالعديد من التحديات التي فرضتها البيئة الاقتصادية والتي أثرت بدورها على مصادر تمويل الصندوق وعلى توجهات الاستثمار ، كتحديات جيوسياسية برزت مع حرب الخليج و من بعدها أحداث 11 سبتمبر 2011، ومؤخرا الانتفاضات التي قامت في مصر و دول عربية أخرى والتي ساهمت في إحداث تغير في خيارات الاستثمار للكثير من الصناديق الشرق أوسطية .

و تحديات ذات طابع سياسي تحولت فيما بعد إلى تحدي حوكمة، وبرز هذا التحدي مع صعود صناديق الثروة السيادية، وتحولها إلى لاعب فاعل في الاقتصاد العالمي، حيث ظهر نقاش مكتم في أوروبا والولايات المتحدة حول دور وتأثير هذه الصناديق على الاقتصاد العالمي، و أشارت الدول الغربية إلى جوانب سلبية، في عمل صناديق الثروة السيادية ، وقد خلق هذا الوضع تحديا لصناديق الثروة السيادية حيث عملت هذه الأخيرة على تحدية المخاوف من خلال اعتماد مبادئ سانتياغو ، لتؤدي بعد ذلك الأزمة المالية العالمية وما تكلاما من تحولات في قوة النظام الاقتصادي العالمي إلى التخفيف من حدة المخاوف الغربية ولكن في نفس الوقت خلقت تحديا جديدا ومهما واجه صناديق الثروة السيادية في إدارة ثروتها، والأسواق التي تعمل فيها.

و حاليا يشكل انخفاض أسعار البترول التحدي الأبرز للدول النفطية المالكة لصناديق الثروة السيادية ، حيث تسعى هذه الصناديق للتكيف مع التطورات الداخلية والخارجية ، ومستجدات أسواق النفط وأسواق رأس المال بشكل يمكنها من دعم الاقتصاد المحلي وفي نفس الوقت الاستمرار بدورها كلاعب مهم على مستوى الاقتصاد العالمي .

و أما فيما يخص الجزائر فتحقيقها لفوائض مالية كبيرة حلال الطفرة النفطية الثالثة نظرا لزيادة أسعار البترول أدى بها إلى وضع آلية جديدة لإدارة هذه الفوائض و المتمثلة في صندوق ضبط الإيرادات الذي يهدف إلى تحقيق الاستقرار الاقتصادي ، كما تم إنشاء صندوقين آخرين هما صندوق احتياطي التقاعد و الصندوق الوطني للاستثمار، و يعبر إنشاء الصناديق السيادية في الجزائر عن رغبة الحكومة للوصول إلى الاستغلال الأمثل لمداخيل الثروة النفطية واستخدامها لخدمة الاقتصاد الوطني باعتبارها ثروة زائلة وبالنظر للارتباط القوي للاقتصاد الجزائري بأداء قطاع المحروقات .

أولا: طرح الإشكالية:

من اجل الإحاطة بكل جوانب الموضوع نتساءل:

كيف يمكن لصناديق الشروة السيادية مواجهة التحديات التي تفرضها التحولات الاقتصادية الدولية ؟

يقودنا هذا التساؤل الجوهري إلى طرح مجموعة من التساؤلات الفرعية التي نوجزها فيما يلي:

- ما هو واقع ومكانة صناديق الثروة السيادية في الاقتصاد العالمي ؟
- كيف تكيفت صناديق الثروة السيادية مع الظروف الاستثنائية التي فرضتها الأزمات الاقتصادية و السياسية ؟
 - -ما مدى التزام صناديق الثروة السيادية لمختلف معايير الشفافية المعتمدة في العالم ؟
- ما الفوائد التي تجنيها صناديق الثروة السيادية من خلال التزامها بمختلف معايير الشفافية المعتمدة في العالم ؟
 - ما مدي نجاح صندوق ضبط الإيرادات الجزائري في التكيف مع مختلف التحديات التي واجهته ؟ ثانيا: الفرضيات:

وفقا لطبيعة المشكل المطروح والجوانب التي ترتكز عليها الدراسة، فإننا نضع الفروض التالية:

- صناديق الثروة السيادية تحظى بأهمية متنامية في الأسواق المالية العالمية باعتبارها من المساهمين الأساسيين فيها.
- صناديق الثروة السيادية لديها آليات كفيلة بجعلها تلعب دورا مهما في الاقتصاد المحلي والدولي من خلال التكيف مع مختلف الظروف الاستثنائية من اضطرابات سياسية (المحلية والإقليمية والدولية) و اقتصادية (أزمات مالية ونفطية).
- -التزام صناديق الثروة السيادية بمعايير الشفافية والمساءلة يساهم في تهدئة مخاوف الحكومات الغربية، و قبول الصناديق كشريك استراتيجي مع الكثير من الدول الغربية .
- يلعب صندوق ضبط الإيرادات الجزائري دورا ايجابيا في الاقتصاد الوطني من خلال قيامه بتسوية عجز الميزانية وتسديد المديونية العمومية منها والخارجية.

ثالثا: أسباب اختيار الموضوع

لكل باحث أسباب تدفعه إلى اختيار موضوع معين قصد دراسته وكشف الحقائق حوله، ومن الأسباب التي جعلتنا نتخذ صناديق الثروة السيادية وتحديات العولمة موضوعاً للدراسة:

1. الأسباب الذاتية:

- الميل إلى الخوض في المواضيع الحديثة التي تعرف تطورات وتحولات متلاحقة.
- -الاهتمام بالتغير الحاصل في أسعار النفط وأثره على الاقتصاد الجزائري وخاصة المتعلقة بسبل الاستفادة من العوائد المالية الناتجة عن الطفرات النفطية في ظل تنامي المخاطر السياسية والتنظيمية التي يشهدها العالم حاليا.
- رغبتنا في تسليط الضوء على كل ما يتعلق بماضي صناديق الثروة السيادية وآفاقها المستقبلية في ظل التغيرات التي تشهدها العلاقات الاقتصادية الدولية، و باعتبار موضوع الساعة لاسيما أمام التحديات التي تفرضها الصدمة النفطية الحالية .
- تسليط الضوء على الاقتصاد الجزائري و الدور الكبير الذي يقوم به صندوق ضبط الإيرادات في إدارة العوائد المالية.

2. الأسباب الموضوعية:

- لقد تم تناول موضوع صناديق الثروة السيادية من حلال دراسات كثيرة ومتنوعة، و لكن في هذه الدراسة نريد أن نلقي الضوء على مختلف التحديات التي واجهت صناديق الثروة السيادية منذ إنشائها إلى الآن وطرق تكيف هذه الصناديق مع مختلف الظروف الاقتصادية.
- تم التعرض لدراسة صندوق ضبط الإيرادات ودوره في إدارة العوائد النفطية في رسائل كثيرة و لكن بحثنا يتطرق إلى مختلف التحديات التي تواجه هذه الصناديق في إدارتها لهذه العوائد.
- نعتبر موضوع بحثنا ذا طبيعة صعبة وجذابة في آن واحد، إضافة إلى أنه حديث في مجال البحث العلمي و يتناول موضوعا حساسا في الاقتصاد الجزائري لذلك سعينا إلى تسليط الضوء عليه من خلال بحثنا هذا لإثراء المكتبة الجامعية و البحث العلمي.

رابعا: أهمية الدراسة

تكمن أهمية بحثنا في توضيح دور صناديق الثروة السيادية في إدارة الفوائض المالية للدول بشكل أكثر مردودية من الآليات الاستثمارية السابقة، وكذلك كشف الدور الكبير الذي قدمته صناديق

الثروة السيادية في ظل التغيرات التي شهدها الاقتصاد العالمي من خلال دراسة تأثير مختلف التحديات من مخاوف غربية، وأزمات اقتصادية وأزمات سياسية على نشاطها، ودور معايير الشفافية في جعل الصناديق تنخرط مع بقية العالم.

خامسا: أهداف البحث:

تتلخص أهداف دراستنا فيما يلي:

- محاولة الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية والفنية لكيفية إدارة الفوائض المالية من خلال إنشاء صناديق الثروة السيادية .
- كما تحدف هذه الدراسة في فهم صناديق الثروة السيادية، و معرفة مدى اندماجها في المشهد المالي العالمي المتغير (العولمة).
- محاولة البحث في خصوصية صناديق الثروة السيادية الناجحة في العالم من أجل معرفة عوامل بجاحها.
 - الكشف عن ايجابيات وسلبيات التجربة الجزائرية فيما يخص إنشاء صندوق ضبط الإيرادات.

سادسا: المنهج المتبع:

كل دراسة علمية في أي مجال تستدعي إتباع مناهج متكاملة للوصول إلى النتائج، فالمنهج هو الطريق الذي يتبعه الباحث للوصول إلى الحقائق العلمية، و من اجل ذلك فرضت علينا طبيعة الموضوع الاستعانة بالمنهج الوصفي للاقتراب من الواقع فهو المناسب لوصف الظاهرة وتصنيفها وتحضاعها للدراسة الدقيقة .

سابعا: نطاقات الدراسة:

تنقسم مسالة تحديد نطاقات الدراسة إلى ثلاث نطق ، و هي :

1. النطاق المعرفي (تحديد المفاهيم):

- صناديق الثروة السيادية: من اجل ضبط الدراسة اعتمدنا على التعريف الشامل لصناديق الثروة السيادية الذي لا يشترط الوجود المؤسسي للصندوق، وهذا ينطبق مع التعريف الذي قدمه صندوق النقد الدولي والذي يعتبر الأكثر استعمالا من قبل الباحثين والمؤسسات التي تعنى بدراسة صناديق الثروة السيادية، وسنتطرق إليه في عرض دراستنا.

- تحديات العولمة: قد يكون من الصعوبة بمكان حصر تعريفات للعولمة و تفسيراتها، إذ أنها عمليا ظاهرة مستمرة تكشف كل يوم عن وجه جديد من وجوهها المتعددة، و لكن هذا الغموض الذي يكتنف جوهر العولمة و تفاصيلها الدقيقة لم يمنع أدبيات هذا المفهوم من تحديد الخطوط الرئيسية وأهم الملامح المرتبطة بهذا الاصطلاح، وفي هذا الصدد تعتبر العولمة نتيجة طبيعة ناجمة عن التطورات الدافعة بقوة نحو قيام نظام جديد تتغير تبعا لها الخصائص و الوظائف التي يقوم عليها هذا النظام، أو بعبارة أخري " العولمة "هي الدخول الجديد بسبب تطور الثورة المعلوماتية والتقنية والاقتصادية معا في طور من التطور الحضاري يصبح فيه مصير الإنسانية موحدا أو نازعا للتوحد "1، ويمكن اعتبار العولمة ظاهرة تتداخل فيها الجوانب الاقتصادية والسياسية والثقافية والاجتماعية والسلوكية، و بناءا على ذلك يمكننا حصر تحديات العولمة التي فرضت على صناديق الثروة السيادية منذ إنشائها إلى الآن عم التركيز على الفترة التي تلى أواخر عام 2007 ، والتي يمكن تقسيمها إلى:

- . تحديات الأزمات المالية : وتتعلق بالتحديات التي أوجدتما الأزمة المالية وأثر هذه التحديات على غمو و إستراتجية الاستثمار الخاصة بهذه الصناديق .
- . التحديات الجيوسياسية: و تتعلق بالتحديات التي أوجدتما حرب الخليج وكذلك أحداث 11 سبتمبر 2001 ، و أخيرا الربيع العربي الذي أدت أحداثه إلى خلق تحدي بالنسبة للصناديق العربية على وجه التحديد .
- . تحديات انخفاض أسعار النفط: و هو التحدي الذي أوجده انخفاض أسعار النفط منذ النصف الثانى من سنة 2014 إلى الآن.
- . و أخيرا تحديات الحوكمة: و هو التحدي الذي فرض على صناديق الثروة السيادية مع بروز الحدل حول نشاطها في الدول الغربية ، و هو ما ترتب عليه فرض إجراءات حمائية .

2. النطاق المكاني (المجال الجغرافي):

أخذنا بعين الاعتبار في دراستنا هذه، صناديق الثروة السيادية العالمية ككل و تأثير مختلف التحديات عليها ، وسوف نركز في الدراسة على ستة نماذج عالمية بالإضافة إلى دراسة صندوق ضبط الإيرادات الجزائري ، منها ثلاث نماذج عربية وهي الهيئة العامة للاستثمار الكويتية بصفتهما أقدم

^{1:} القرشي صالح: العولمة و علاقتها بالحركة الاقتصادية العالمية و معالجة الإسلام لإشكالاتها ، دراسات إسلامية معاصرة ، مجلة فصلية تصدر عن العلوم الإسلامية ، جامعة كربلاء، السنة الثانية ، العدد الثالث، ربيع الثاني، 2011، ص 101.

صندوق في العالم، والتي تملك صناديق سلعية جهاز أبوظبي للاستثمار والذي يحتل المركز الثاني كأكبر صندوق ثروة سيادية في العالم و الأول عربيا ، وجهاز قطر للاستثمار والذي رغم حداثته فهو يضاهى من حيث الحجم وسلوك الاستثمار الصندوقين السابقين .

كما نتناول بالدراسة ثلاث نماذج من خارج الوطن العربي وهي صندوق معاشات التقاعد الحكومي – العالمي النرويجي وهو اكبر صندوق على مستوى العالم، و شركة تيماسيك القابضة السنغافورية بوصفها أول صندوق سيادي غير سلعي، و مؤسسة الاستثمار الصينية التي تعد من التجارب الحديثة و المؤثرة على مستوى الأسواق العالمية، حيث ينتمي النموذجين الأولين إلى الصناديق غير السلعية في حين أن النموذج الأخير ينتمي إلى صناديق النفط.

3. النطاق الزمني (فترة الدراسة):

اعتمدنا في بحثنا هذا صناديق الثروة السيادية وتحديات الحوكمة على دراسة الفترة منذ إنشاء أول صندوق سيادي في العالم إلى غاية 2016 ، فالسنوات الماضية بوصفها مراحل تاريخية لها علاقة بالموضوع ، و قد ركزت الدراسة في أغلبها على السنوات الأحيرة نظرا لزيادة الاهتمام بهذه الصناديق في الاقتصاد العالمي .

ثامنا: الدراسات السابقة:

اعتمدت على دراسات عربية وأجنبية حول صناديق الثروة السيادية وتحديات العولمة ، لمعرفة الجوانب التي تم التطرق إليها و تكملة الجوانب التي لم تستطع الكشف عنها ، ومن بين الدراسات التي أتيح لي الإطلاع عليها ما يلي:

الدراسة الأولى: مخطط لأفضل ممارسات صناديق الثروة السيادية

و لقد قام بهده الدراسة إدوين م ترومان" Edwin M.Truman" بالتعاون مع معهد بيترسون للاقتصاد الدولي ، و قدمت هذه الدراسة في مؤتمر سياسة سعر الصرف في الصين في 19 أكتوبر 2007 ، حيث تم في هذه الدراسة تقييم 32 صندوقاً سيادياً تابعاً لـ 28 بلداً ، كما تم طرح 25 سؤالاً يتمحور حول أربع فئات أساسية وهي : الهيكل ، الحكم ، الشفافية و المساءلة، السلوك .

و خلصت الدراسة إلى كون أفضل صناديق الثروة السيادية ممارسة على مستوى العالم صندوق التقاعد النرويجي و التقاعد التابع لنيوزيلندا ، حيث حصل على 24 درجة ، يليه صندوق معاشات التقاعد النرويجي و الذي حصل على درجة 23، أما فيما يخص صناديق الثروة السيادية الخليجية فان هيئة الاستثمار

الكويتية حلت في مراتب مقبولة بدرجة 12 تفوق بذلك المستوى المتوسط والمتمثل بـ 10.27، في حين باقي الصناديق الخليجية فتعتبر من الأسوأ في الممارسات فجهاز الاستثمار القطرية حصل على درجة 2 من 24، و جهاز أبو ظبي للاستثمار حصل على درجة 0.5 .

الدراسة الثانية: صناديق الثروة السيادية في حاجة إلى المزيد من الشفافية والإفصاح

قام بهذه الدراسة" Sven Behrendt" وصدرت في 25 فبراير 2009، وقد هدف الباحث من خلالها إلى معرفة تطور الأزمة المالية العالمية، واثر ذلك على المخاوف الغربية والقلق إزاء استقبال استثمارات صناديق الثروة السيادية العربية، رغم قدرة هذه الأخيرة على توفير سيولة مطلوبة، وقد استنتجت هذه الدراسة لمركز كارنيغي للشرق الأوسط، في إطار سلسلة "استشرافات في السياسة"، أن إتباع هذه الصناديق مزيداً من الشفافية في ما يتعلّق بأرصدتها واستراتيجياتها الاستثمارية، من شأنه أن يساعدها على تبديد هذا القلق وعلى لعب دور في معالجة الأزمة الاقتصادية.

و من الاستنتاجات الرئيسية للبحث:

- أثّرت الأزمة المالية بحدة على صناديق الثروة السيادية، وبالتالي باتت هذه الصناديق تستثمر الآن بحذر أكبر وتركّز انتباهها على الاستثمارات صغيرة الحجم التي تساهم في تطوير اقتصاداتها الوطنية وتنويعها.
- يجب أن تخضع الصناديق إلى مساءلة أكبر من جانب الرأي العام في دولها الأم، إذ هي مسؤولة عن إدارة ثروة بلادها المالية، هذا إضافة إلى أن بعضها تعّض إلى خسائر فادحة.
- يتعين على صناديق الثروة السيادية أن تطب ق بجرأة "مبادئ سانتياغو"، الهادفة إلى زيادة مستوى الشفافية والمساءلة، والتي جرى التوافق عليها من قبل مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية في أكتوبر 2008.
- في ضوء الاضطراب الراهن الذي يضرب الاقتصاد العالمي، يتوجّب على المجتمع الدولي العمل على بناء الأطر والمؤسسات الضرورية لدمج صناديق الثروة السيادية بفعالية أكبر في الهيكلية المالية العالمية، وعلى ضمان الوضوح الشديد لهذه العملية.

ويخلص بيرينت إلى القول: "إن الغموض الذي يحيط بصناديق الثروة السيادية العربية، فاقم من علو المخاطر السياسية والتنظيمية بالنسبة إلى كل المستثمرين الأجانب السياديين، كما عقد الجهود المبذولة

لمعالجة الأزمة المالية العالمية. لذلك عتبر تغيير السياسة المعتمدة إزاء مسألتي الشفافية والإفصاح في صميم مصلحة صناديق الثروة السيادية على وجه الخصوص، كما في مصلحة المحتمع الدولي ككل." الدراسات الثالثة: صناديق الثروة السيادية في سياق العولمة الاقتصادية، ثلاث نماذج إماراتية:

قام بهذه الدراسة راشد بن حمد الشرقي سنة 2015، و يتناول مبررات قيام صناديق الثروة السيادية التي تبرز في سياق اقتصادات الأسواق الناشئة ، و تناولت هذه الدراسة ثلاث نماذج و هي: جهاز أبو ظبي للاستثمار و هو واحد من أضخم صناديق الاستثمار السيادية في العالم ، و مؤسسة دبي للاستثمار الحكومية ، وهي صندوق متوسط الحجم ، ومؤسسة الفجيرة للاستثمار وهي الصندوق الأحدث عهدا والأصغر حجما في العالم، و استخدم في الدراسة مزيجا من الأساليب البحثية الكمية و النوعية وفق منهج التثليث و مقاربة دراسة الحالات .

و لقد خرج الباحث بنتيجة من هذه الدراسة و هي أن الدور المنوط بصناديق الثروة السيادية اتجاه حكوماتها وشعوبها ، في اقتصادات الأسواق الصغيرة المعتمدة على النفط والمعتمدة على غير النفط ، لا يقتصر على تعظيم العائدات المعدلة حسب المخاطر من محافظ أصول متنوعة فحسب ، بل من الضروري أيضا لصناديق الثروة لسيادية ، لكي تؤدي ذلك الدور بفعالية ، أن تعمل كآليات تعامل تقوم بامتصاص وتنقية الضغوط الناجمة عن الاقتصاد العالمي، ومن ثم معالجتها.

تاسعا: مساهمة الدراسة:

مساهمة الدراسة والتي قد تختلف عن الدراسات الأخرى في :

- دراسة صناديق الثروة السيادية أثناء وبعد الأزمة المالية من اجل معرفة مدى قدرة هذه الصناديق على مواجهة الأزمات، وما يمكن أن تقدمه للاقتصاد العالمي والمحلى في هذه الظروف.
- تتناول الدراسة مدي تكيف صناديق الثروة السيادية مع مختلف التحديات بما فيها تحدي الحوكمة وهذا منذ إنشاء الصناديق إلى غاية 2016.
- الحكم على حدوى التزام صناديق الثروة السيادية لمختلف معايير الشفافية و المسائلة المعتمدة دوليا كسبيل لمواجهة النزاعات الحمائية و تهدئة مخاوف الحكومات الغربية .

و من أجل الوصول إلى هدفنا سنتطرق إلى ستة نماذج عالمية متنوعة من حيث المصدر و من حيث اللانتماء الجغرافي و من حيث الأهداف و إستراتجية الاستثمار ، مع الإشارة لنماذج أخرى على سبيل التوضيح، و في الأخير سوف نتطرق لتجربة الجزائر من خلال دراسة صندوق ضبط الإيرادات

لنتوصل في الأخير إلى فكرة شاملة عن أفضل الممارسات الاقتصادية لصناديق الثروة السيادية في ظل التحديات الاقتصادية.

عاشرا: بنية الدراسة:

بغية الإجابة عن إشكالية الدراسة وانطلاقا من الفرضيات التي تم صياغتها تم تقسيم الدراسة إلى أربع فصول، وهي:

الفصل الأول: حيث تم التطرق لدور الطفرات النفطية الثلاث في نشأة صناديق الثروة السيادية ، كما تم تقديم مراجعة موسعة لأحدث المستجدات في الأدبيات المتعلقة بصناديق الثروة السيادية من حيث غاياتها و أهدافها و ما يمكن أن تنطوي عليه من مخاطر أو فوائد للاقتصاد المحلي و العالمي . الفصل الشاني: تم التطرق في هذا الفصل لواقع صناديق الثروة السيادية في العالم وكذلك لأهم التجارب العربية والأجنبية من خلال التطرق لستة نماذج عربية و غربية، أما في المبحث الثالث من هذا الفصل فتم تخصيصه لدراسة ثلاثة تحديات من أربعة تحديات تناولناها في الدراسة والتي واجهت صناديق الثروة السيادية منذ ظهورها وهي تحدي الاضطرابات السياسية وتحدي الأزمات و أخيرا التحدى الذي يواجه حاليا الصناديق و هو تحدى الصدمة النفطية .

الفصل الثالث: وتم تخصيص هذا الفصل لدراسة متطلبات حوكمة صناديق الثروة السيادية ، حيث تم التطرق في البداية للمخاوف الغربية حيال تنامي نفوذ صناديق الثروة السيادية ، والجهود الدولية من المحلوف من خلال وضع عدة معايير للشفافية والمساءلة مع التطرق لمدى التزام صناديق الثروة السيادية لمختلف معايير الشفافية المعتمدة في العالم وأخيرا مستقبل الصناديق السيادية في ظل مبادئ الشفافية .

الفصل الرابع: تم التطرق في هذا الفصل لدراسة التجربة الجزائرية من خلال إنشاء صندوق ضبط الإيرادات و تم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث ، ففي البداية تم التطرق لارتباط الاقتصاد الجزائري بالنفط و من ثم تناولنا بالدراسة إدارة الفوائض المالية للجزائر من خلال إنشاء صندوق ضبط الإيرادات و أخيرا تناولنا بالدراسة مختلف التحديات التي واجهت و تواجه حاليا صندوق ضبط الإيرادات .

الفصل الأول: مدخل لاقتصاديات صناديق الثروة السيادية.

المبحث الأول: الطفرات النفطية الثلاث و تداعياتها.

المبحث الثاني: الفوائض النفطية و دورها في نشأة صناديق الثروة السيادية .

المبحث الثالث: مفهوم صناديق الثروة السيادية.

تهيد:

مع ظهور الطفرة الأولى والثانية لأسعار النفط (1973 - 1979)، ظهر مصطلح جديد، "البترودولار"، للدلالة على الثروة المالية العربية في الأسواق المالية الكبرى. وبعد أكثر من ثلاثة عقود، تمّت صياغة المصطلح الجديد "صناديق الثروة السيادية." من طرف الصحفي اندرو روزانوف سنة 2005.

و كانت بداية فكرة صناديق الثروة السيادية في دول الخليج، حيث تم إنشاء أول صندوق للثروة السيادية في عام 1953، وهو مجلس الاستثمار الكويتي الذي تأسس قبل ثماني سنوات من استقلال الكويت، وتطور لاحقاً ليصبح الهيئة العامة للاستثمار لدولة الكويت، تم انتشرت بين الدول المنتجة للنفط و هذا بمدف تجنيب جزء من عائدات مبيعات الطاقة للاستثمار للأجيال القادمة وكملاذ امن في حالة تراجع عائدات البلاد التي تعتمد على صادرات سلعة الطاقة.

و لقد تطور مفهوم صناديق الثروة السيادية بصورة جعلتها لا تقتصر فقط على منتجي المواد الأولية، فثمة عدد من الدول كما في حالات كل من الصين وكور الجنوبية وسنغافورة وغيرها من الدول الأسيوية ، أنشأت صناديق الثروة السيادية لاستثمار فوائضها من المعاملات التجارية الخارجية، من أجل تعظيم العائد الاقتصادي للدولة .

وسنعالج هذا الفصل من خلال:

- الطفرات النفطية الثلاث و تداعياتها،
- الفوائض النفطية و دورها في نشأة صناديق الثروة السيادية ،
 - ماهية صناديق الثروة السيادية .

المبحث الأول: الطفرات النفطية الثلاث و تداعياها.

إن الطفرات النفطية الثلاث التي مر بها العالم صاحبتها ظواهر وقضايا عدة في الدول النفطية، سواء كانت تخص إدارة المالية والاقتصاد الوطني في مرحلة الطفرة والاستعداد لانحسارها، أو عملية توزيع عوائدها على القطاعات المختلفة أو بين الأجيال، و غير ذلك من القضايا.

أولا: الطفرات النفطية الأسباب والتداعيات

الطفرة في اللغة هي الوثبة و في لسان العرب" الطفرة وثبة في ارتفاع كما يطفر الإنسان حائطا أي يثبه ، و الطفرات في أسعار النفط" هي قفزات تلقائية مفاجئة تبدأ في الأسعار الفورية، و تتأكد في الأسعار الرسمية للنفط "1.

الجدول رقم (1): العلاقة بين نمو الطلب على النفط وبين الطفرات النفطية الثلاث الوحدة : الإنتاج : مليون برميل يوميا / السعر : دولار أمريكي

ملاحظات	سعر النفط الخام	إنتاج أوبك		إنتاج العالم	السنة
		النسبة بالمئة	الكمية		
فترة هيمنة شركات النفط	1.90	26	6	23	1961
استمرار هيمنة شركات النفط	2.00	36	18	50	1970
الطفرة الأولى	10.41	46.50	27	58	1974
	11.60	43.60	24	55	1975
	13.30	44.4	28	63	1978
الطفرة الثانية	35.69	38.70	24	62	1980
الضغط على صادرات الأوبك	27.53	26.30	15	57	1985
انكسار الطفرة الثانية	13.10	30.00	18	60	1986
12 عام من الانكسار	12.10	39.70	29	73	1998
بداية الطفرة الثالثة	24,3	40.30	30	74	2002
الطفرة النفطية الثالثة	50,6	41.90	34	81	2005
الطفرة النفطية الثالثة	69,1	43.20	35	81	2007
الصدمة النفطية العكسية (الظرفية)	61,0	40,92	29,08	71,06	2009
عودت انتعاش أسعار النفط	77,4	40,65	29,25	71,95	2010
بداية الصدمة النفطية العكسية الحالية	96.2	40,51	30,88	76,22	2014

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على:

⁻ على خليفة الكواري، المرجع السابق ، ص ص 65-66.

⁻منظمة الأقطار العربية المصدرة للبترول (الأوابك): التقرير الإحصائي السنوي 2015، ص 28،و التقرير الإحصائي السنوي 2013، ص 28.

^{1 :} على خليفة الكواري : **الطفرة النفطية الثالثة : قراءة أولية في دواعي الطفرة و حجمها ، حالة أقطار مجلس التعاون** ، الطفرة النفطية الثالثة و انعكاسات الأزمة المالية العالمية ، منتدى التنمية ، مركز دراسات الوحدة العربية ،بيروت ، الطبعة الأولى ، 2009 ، ص 63

و وفقا لتعريف الطفرة النفطية و للجدول يتضح لنا أن صناعة النفط العالمية مرت بثلاث *طفرات نفطية ***، الأولى بدأت سنة 1973 واستمرت إلى غاية 1974، و الثانية سنة 1979، و الثالثة امتدت من سنة 2003 إلى غاية 2014 تخللتها صدمات نفطية عكسية أخرها الصدمة النفطية الحالية، وإذا ما أردنا تعليل الأسباب الموضوعية لتلك الطفرات الثلاث بعيداً عن فكرة دوال العرض والطلب ومداخلها كارتفاع نسبة النمو العالمي أو نفاذ الاحتياطي العالمي، فان الأسباب الموضوعية لكل طفرة تكمن بالاتي: 1

- -اعتبار النفط مورد ناضب حفزَ هاجس تامين إمداداته وزاد على إثره التنافس الدولي لتامين الطاقة،
- -إن توزيع خارطة النفط في العالم باعتباره هبة الطبيعة تتسم بالتوزيع غير العادل، فهناك بقع صغيرة تضم احتياطي عالمي يقدر 20% مثل الكويت، هذا جعل العالم ينقسم إلى قسمين إما منتج أو مستهلك ولا يمكن لأي بلد أن يكون بمعزل عن الأخر عندما يتعلق الأمر بالطاقة وبالتحديد النفط،
- -المرونة السعرية لسوق النفط تتأثر بالجوانب السياسية على المدى القصير أكثر من تأثرها بمستوى الطلب ، ولذلك نجد إن كثير من الارتفاعات والانخفاضات سجلتها أحداث سياسية مثل أحداث الطلب ، ولذلك ، الانتخابات الأمريكية...الخ،
- التنافس الدولي في مجال النمو حفز أطرافا عدة لاستهلاك أكثر من الطاقة وخصوصاً الدول الصاعدة في النمو حديثاً،
- مبدأ دولة الرفاه الاقتصادي وتسخير التكنولوجيا لخدمة الإنسان، والزيادة في عدد سكان العالم ما جعل أكثر من 40 % من استهلاك النفط سنوياً لسد احتياجات الاستهلاك المحلى،
- ويسجل حديثاً من أسباب الطفرة النفطية العولمة وما آلت إليه من تثبيت مفهوم السعر الدول للنفط، ومغيباً السياسات السابقة المتبعة في احتكار الإنتاج والتصدير من قبل القوى المستهلكة وبالنتيجة تسعير النفط وفق رغبة تلك البلدان وليس لسبب موضوعي.

^{*:} هناك من يقسم طفرات النفط إلى اثنين ، الأولى امتدت من 1973 إلى غاية 1979 ، و الثانية بدأت في عام 2003 ، و لقد اعتمدت الطرح الذي يقسم الطفرات إلى ثلاث في كامل البحث باعتبار هناك فترة فاصلة بين الطفرتين الأولى في 1974/73، والثانية 1979 حيث انخفضت فيها الأسعار ، و هذا ما يعني أن هذه الفترة شهدت طفرتين و ليس واحدة أي أن الفترة لم تكن ممتدة بل يوجد فترة فاصلة انخفضت فيها الأسعار

^{** :} مصطلح الطفرة النفطية مصطلح نسبي ، حيث يستخدم في الدول النفطية في حين تعتبر الطفرة للدول الغير نفطية صدمة نفطية .

^{1:} سلام جبار شهاب (بتصرف): الطفرة النفطية الثالثة والشرق الأوسط الجديد قراءة في أسباب الطفرة وتداعياتها على مفهوم الشرق الأوسط الجديد، قضايا سياسية ، جامعة النهرين ، العدد 34 ، العراق ، 2014 ، ص ص 148–149 .

1. الطفرة النفطية الأولى:

في أكتوبر سنة 1973 شهد العالم طفرة نفطية حقيقية نتيجة انخفاض المعروض النفطي التي تزامنت مع الحرب العربية - الإسرائيلية ، أين لجأت الدول العربية إلى تقليص كمياتها المعروضة في السوق النفطي للضغط على الدول الكبرى الحليفة لإسرائيل في مقدمتها الولايات المتحدة الأمريكية .

و تعود هذه الطفرة النفطية إلى عدة أسباب، تتجلى بوضوح عند ربط حركة أسعار النفط ببعض المتغيرات الاقتصادية التي حدثت فيها تغيرات، و تزامنت مع التغير الحاصل لسعر النفط، وفي هذه الحالة أسباب الطفرة النفطية تتمثل في:

- انخفاض قيمة الدولار:

إن العملات الرئيسية خاصة الدولار الأمريكي لها تأثيرات قوية على أسعار المنتجات بصفة عامة و النفط بصفة خاصة، حيث أن لسعر النفط قيمة حقيقية و اسمية يمكن على أساسها معرفة التغيرات الحقيقية فإذا حدث انخفاض في قيمة الدولار فمن الضروري أن يصاحبه ذلك ارتفاع في أسعار النفط الاسمية حتى تحافظ على قيمتها الحقيقية ، و العكس صحيح .

ففي نهاية 1970 عرف الاقتصاد الأمريكي تضخما كبيراً وتراجعا في نسبة النمو الاقتصادي ، الأمر الذي دفع الولايات المتحدة الأمريكية بالتخلي عن قاعدة الذهب في نهاية 1971 حيث تم تصحيح قيمة الدولار المقدر بأكبر من قيمته الحقيقية ،أي تخفيض قيمة الدولار بحيث تم " رفع سعر الذهب مقابل الدولار من 35 دولار للاونس الواحد إلى 38 دولار و بذلك ارتفعت قيمة العملات القيادية الأخرى كالين الياباني و عملات أوروبية " أ، و في عام 1973 " أعلن الرئيس الأمريكي "Nickson " بتخفيض أخر في قيمة الدولار بنسبة 10% ، و هكذا انخفض من 38 دولار للاونس الذهب الواحد إلى 42.2 دولار " 2.

- زيادة الطلب على الطاقة:

لقد كانت الدول الصناعية الكبرى تتنافس فيما بينها للحصول على اكبر كمية من النفط الرخيص الذي يسمح لها برفع مستوى نموها الاقتصادي، بعدما كانت تعاني اقتصادياتها من الشلل بسبب مخلفات الحرب العالمية الثالثة، هذا ما يسمح بدوره بزيادة الاعتماد على النفط كمصدر رئيسي

[.] عرفان تقي الحسني: التمويل الدولي، الطبعة الأولي ، دار مجدلاوي ، عمان ، 1999، ص 227. 1

^{2 :} نقس المرجع السابق: و نفس الصفحة .

للطاقة لكن بإقدام دول أعضاء أوبك على تقليص التموينات النفطية ، وجدت الدول الصناعية الكبرى نفسها أمام وضعية صعبة ، حيث أصبحت تستورد الكميات المتاحة من النفط لتلبية احتياجاتها مقابل السعر الذي تحدده الدول المصدرة .

- تضاعف قوة أوبك:

خلال سنوات الستينيات لم تستطع دول أعضاء في أوبك فرض نفسها أمام ضغوطات الشركات النفطية الكبرى نظرا لمحدودية عدد الأعضاء، لكن مع بداية السبعينيات تعززت أوبك بأعضاء جدد، حيث أصبح يمثلها 13 دولة منها 7 دول عربية ذات طاقة إنتاجية كبيرة، و بالأخص السعودية التي تعد اكبر مصدر للنفط، هذا ما مكنها من التأثير على المعروض النفطى في السوق العالمية .

2. الطفرة النفطية الثانية:

تعتبر سنة 1979 نقطة التحول الكبرى في تاريخ تطور أسعار النفط التي سجلت ارتفاعات لم تكن متوقعة رغم الإجراءات والتدابير التي اتخذها الوكالة الدولية للطاقة للحد من ارتفاع الأسعار، و بالرجوع إلى الجدول رقم (1) نلاحظ أن أسعار النفط قد تضاعفت من حوالي 13.30 دولار للبرميل سنة 1978 إلى 35.69 دولار في سنة 1980 ، و هذا ما يثبت وقوع طفرة نفطية كبيرة في هذه الفترة، و تعود أسباب الطفرة النفطية الثانية إلى أسباب مشابحة إلى حد كبير أسباب الطفرة النفطية الأولى، حيث استمر تأثير التحولات السياسية على أسعار النفط بشكل كبير ، و نذكر من بين هذه الأسباب :

- انخفاض الإنتاج الإيراني:

لقد كانت للتقلبات السياسية * في إيران الأثر الأكبر في تقليص الكمية المعروضة من النفط، باعتبار أن إيران تمتلك طاقة إنتاجية كبيرة و" حتى سبتمبر 1978 كانت إيران أكبر بلد مصدر للنفط في العالم بعد السعودية إذ كانت تنتج 6 ملاين برميل يوميا وكان هذا الإنتاج يقدر بـ 20% من إنتاج دول الأوبك "1، لذلك فان تأثير تقلص الإنتاج الإيراني للنفط على السوق النفطية ومن ثم على أسعار النفط كان كبيرا.

1 : محمد الرميحي: النفط والعلاقات الدولية ، سلسلة كتب ثقافية شعرية تصدر عن المجلس الوطني للثقافة و الفنون و الأدب ، الكويت ،افريل 1982 ، ص 127.

^{* :} في هذه الفترة كانت التقلبات السياسية كبيرة في إيران حيث تم إسقاط نظام " الشاه " .

- تواصل انخفاض قيمة الدولار الأمريكي:

و مع بروز عملات رئيسية قوية منافسة للدولار الأمريكي-و هذا ما تم توضيحه من قبلواصل الدولار الانخفاض حيث تراجعت القدرة الشرائية للدولار فوصل سعر الاونس الذهب الواحد
واصل الدولار سنة 1973 إلى حوالي 170 دولار مما أدى انخفاض السعر الحقيقي للنفط، الأمر الذي
اجبر أعضاء دول الأوبك إلى رفع أسعار النفط بنفس نسبة الانخفاض لقيمة الدولار حيث تصبح
أسعار النفط تتماشى وتطور العملات الرئيسية بما فيها الدولار الأمريكي .

- عدم ارتفاع المنتجات الطاقوية البديلة للنفط:

لقد كان للطفرة النفطية الأولى اثر كبير على العالم حيث برزت للوجود دراسات اقتصادية أثبتت أهمية الفحم في الأجلين المتوسط والطويل نظرا لعمره الاحتياطي الذي هو اكبر من العمر الاحتياطي للنفط، و على هذا الأساس أكد أعضاء الوكالة الدولية للطاقة على ضرورة تطوير تكنولوجيا و وسائل الاستفادة من الفحم و بذلك زاد الطلب الأوروبي عليه في الفترة مابين 1973 و 1975، إلى انه سرعان ما أثبت فشل هذه الطريقة " بسبب عدم ارتفاع المنتجات الطاقوية البديلة للنفط بشكل كاف، و بوتيرة سريعة لتعويض النفاذ الطبيعي الهائل للمواد الطاقوية المعروفة، و الذي تسبب في تغير مفاجئ بين الطلب الطاقوي الكامن و العرض النفطى الضروري"1.

3. الطفرة النفطية الثالثة:

تختلف الظروف المحيطة بالطفرتين الأولى والثانية عن الطفرة الثالثة ففي الوقت الذي استندت الأولى و الثانية بصورة كاملة على العوامل السياسية، فهناك عوامل أخرى أسهمت في الطفرة النفطية الثالثة من بينها ما يلي:

- التغير في موقف السعودية فتح الجال لإجراءات أوبك لرفع الأسعار:

عملت السعودية دائما على جعل أسعار النفط معتدلة وملائمة لمتطلبات النمو الاقتصادي العالمي وبالذات في الولايات المتحدة التي تعد أكبر مستورد للنفط في العالم (13 مليون برميل يوميا)، وهي التي انتهجت سياسة الإغراق في منتصف ثمانينيات القرن العشرين والتي أدت إلى انميار أسعار النفط في عام 1986، بصورة مواتية للاقتصاد الأمريكي من ناحية، ولإجبار باقي الدول المصدرة

^{1:} Ayoub, Antoine : Le pétrole : économie et politique, éd. Economica, Paris, 1996, p166.

للنفط على الإقرار بوضع السعودية كمنتج مرجح للنفط لديها أكبر طاقة إنتاجية عاملة واحتياطية داخل المنظمة، وثاني أكبر طاقة إنتاجية واحتياطية بعد الاتحاد السوفيتي في ذلك الحين.

وقد اضطرت السعودية لتغيير سياساتها تحت ضغط الحاجة الداخلية والخارجية لرفع إيراداتها النفطية، فقامت بجهد منظم وحازم لرفع أسعار النفط بالتعاون مع باقي أعضاء منظمة الأوبك وبالتعاون مع المنتجين من خارجها من أجل تحقيق هدفها برفع الأسعار. وكان ذلك التوجه السعودي ناتجاعن أن التدهور الذي حدث في أسعار النفط عام 1998، قد وضع السعودية في موقع حرج للغاية بعد أن تجاوز عجز ميزانيتها العامة نحو 12 مليار دولار، وبعد أن اضطرت للاستدانة، خاصة أن حرب الخليج الثانية وما تلاها من صفقات هائلة لشراء السلاح من الولايات المتحدة لإرضاء المجمع الصناعي العسكري الأمريكي، كانت قد استنزفت إمكانياتها المالية، وهو الأمر الذي كان من شأنه أن يضع الدولة السعودية في موقف حرج داخليا في حالة استمرار أسعار النفط عند مستواها المنخفض الذي انحدرت إليه في عام 1998 والذي كان يهدد بعجزها عن توفير الخدمات العامة لمواطنيها بالمستويات التي تعودوا عليها، أو تقديم الإعانات تحت مختلف المسميات لهم. ولذلك عملت الدولة السعودية مدفوعة بمصالحها الحيوية داخليا، على رفع أسعار النفط، وشكلت بالتالي عملت الدولة السعودية الأمريكية في سوق النفط، حيث ساهمت سياستها في سوق النفط في رفع تحديا حقيقيا للإستراتيجية الأمريكية في سوق النفط، حيث ساهمت سياستها في سوق النفط في رفع ألمعار في عامي 1999، 2000.

- الزيادة المستمرة في الطلب العالمي :

أسهم تحسن نمو الاقتصاد العالمي في ارتفاع الطلب على النفط ،" حيث ارتفع معدل نمو الاقتصاد العالمي بصورة متسارعة ليبلغ نحو 2.5 % و 3.1 % و 4.8 % و 5.3 % خلال أعوام 2001 و 2002 و 2003 و 2004 على التوالي و استمر في مستويات المرتفعة ليبلغ خلال عامي 2005 و 2006 نحو 4.9 % و 5.4 % على التوالى " 2.

كما قامت الكثير من الدول الصناعية الكبرى، و عدد من الدول النامية خاصة الصين بزيادة الطلب على النفط ،و هذا نتيجة النمو العلمي وتنامي مستويات الرفاهية في تلك الدول ، لتكتسى

_

^{1 :} أحمد السيد النجار: الطفرة النفطية العربية الثالثة: دراسة للملامح والأسباب وآليات التوظيف، كراسات إستراتيجية ، السنة السادسة عشرة - أحمد السيد النجار: الطفرة النطلاع: 19 سبتمبر العدد رقم 165 ، مركز الأهرام للدراسات السياسية و الإستراتيجية ، مؤسسة الأهرام ، القاهرة ، جويلية 2006 ، تاريخ الاطلاع: (http://acpss.ahram.org.eg/ahram/2001/1/1/SBOK50.HTM)

^{2:} محمد العجمي: في دراسة عن فوائض الطفرة النفطية الثالثة ، مجلة أخبار النفط و الصناعة ، العدد451 ، أبوظبي، افريل 2008، ،ص 4 .

الطفرة النفطية الثالثة صفة متميزة ألا وهي أن الزيادة في أسعار النفط تفسر في جانب كبير منها إلى تنامى الطلب عليه و ليس تراجع المعروض مثلما كان الحال في الطفرتين السابقتين .

- دور الشركات النفطية العالمية:

" سعي الشركات النفطية الكبرى لرفع أسعار النفط، لتحقيق أرباح استثنائية ، خاصة التي تمتلك أبارا أو احتياطيات ضخمة في الدول النفطية ، وفقا لاتفاقيات تقسيم الإنتاج المبرمة بينها و بين تلك الدول " 1 ، وبالتالي فإن الشركات النفطية هي صاحبة مصلحة أصيلة في رفع أسعار النفط حتى لو تعارض ذلك مع المصالح الإجمالية لمجتمعاتها، ومن المؤكد أن ارتفاع أسعار النفط بنسبة حتى لو تعارض ذلك مع المصالح الإجمالية لمجتمعاتها ومن المؤكد أن ارتفاع أسعار النفط بنسبة كبيرة عن الملك المتحققة عام 2005 قد أدى إلى ارتفاع الدخل الصافي لكبريات الشركات النفطية بنسبة كبيرة عن تلك المتحققة عام 2004 .

- تقصير الدول المستهلكة في تطوير المصافي:

ظلت صناعة تكرير النفط في الدول الصناعية المتقدمة التي تعد المستهلك والمستورد الأكبر للنفط في العالم، تتعرض لضغوط من جماعات حماية البيئة في تلك البلدان نظرا لما تحدثه هذه الصناعات من تلويث للبيئة،" ونتج عن هذه الضغوط حالة من الجمود في تلك الصناعة التي لم ترفع طاقاتها بصورة جدية لزمن طويل، خاصة أن معدل نمو الطلب في تلك البلدان كان محدودا بسبب الضرائب الباهظة المفروضة على استهلاك المنتجات النفطية في الولايات المتحدة والبلدان الأوروبية واليابان، وقد أدى تقصير الدول المستوردة للنفط في توسيع طاقات التكرير لديها إلى حدوث خلل فني أو تقني في سوق النفط، ففي الكثير من الحالات كان النفط الخام متوافراً في حين أن المصافي لم تكن لديها الطاقات الكافية للتكرير مما أدى إلى زيادة أسعار المنتجات بوطأتها الثقيلة على المستهلكين" 2.

- المضاربة:

شيوع أعمال المضاربة في السوق النفطية، من خلال قيام المضاربين و صناديق الاستثمار بالمضاربة في أسعار البراميل الورقية و الاستثمار في الأسواق الآجلة .

^{1 :} محمد العجمى: المرجع السابق ، ص 5

[.] أحمد السيد النجار: مرجع الكتروني سابق 2

ثانيا: مشكلة الطاقة الاستيعابية للدول النفطية.

قد كثر استخدام فكرة القدرة على الاستيعاب في الدراسات الخاصة بالتنمية الاقتصادية للدلالة على ضعفها في البلاد النامية عموما، و قد ساهمت تقارير البنك الدولي للإنشاء و التعمير هذه الفكرة، و تعددت الدراسات لتفسير هذه الظاهرة و لتحدد مكوناتها.

1. مفهوم الطاقة الاستيعابية:

بالرغم من أن فكرة الطاقة الاستيعابية استخدمت في الفكر الاقتصادي بمعرفة أنصار نظرية الركود للدلالة على نقص فرص الاستثمار، و نصل إليها حينما تكون الكفاية الحدية لرأس المال اقل أو متساوية مع سعر الفائدة، إلا أن بعض الكتاب من أنصار المدرسة الكينزية استخدمها للدلالة على حجم امثل للاستثمارات يترتب عن تجاوزه عدم حدوث زيادة في الإنتاج، ويفسر ضعف المقدرة على الاستيعاب في تلك الحالة الأخيرة ليس بسبب عدم كفاية الطلب الفعلي ،و لكن بسبب عدم كفاية عوامل الإنتاج الأخرى التي تضافره مع رأس المال ، خاصة السكان و مستوى التقدم التكنولوجي .

و عليه تعني الطاقة الاستيعابية "لدولة ما بصفة عامة ، كمية رأس المال التي يمكن ان تستوعبها هذه الدولة بكفاءة، أي كمية رأس المال التي يمكن أن تستثمر داخل هذه الدولة بصورة مجدية " 1 .

كما يمكن تعريف الطاقة الاستيعابية على أنها " مجموعة من العوامل ، و المحددات الاقتصادية التي يتوقف عليها قدرة الدولة على تدوير رؤوس الأموال، سواء من المحددات العينية ، أو المحددات المالية للاقتصاد المحلى " 2.

و عليه فان الطاقة الاستيعابية للدول النفطية تعرف على أنها " الاستخدام المنتج لعائدات النفط داخل الدول المصدرة و تتوقف كفاءة الاستيعاب على فاعلية سياسات التنمية التي تضعها الحكومة على مستوى التخطيط و التنفيذ " 3.

¹ : معهد البحوث و الدراسات العربية: ا**ستخدامات عوائد النفط العربي حتى نحاية السبعينات** ، المنظمة العربية للتربية و الثقافة و العلوم ، دار غريب للطباعة ، القاهرة ، 1977 ، ص 78.

^{2 :} إمام محمد سعد : البتر ودولار و الاستثمار الأجنبي ، دراسة تحليلية لتداعيات البترودولار على أسواق رأس المال و التمويل الدولي ، المكتب العربي للمعارف ، الطبعة الأولي ،القاهرة ، 2014 ، ص 174.

^{3 :} عبد الخالق فاروق : **النفط و الأموال العربية في الخارج** ، خمس دراسات في الاقتصاد الدول المعاصر ، دار الرفاعي للطباعة ، الطبعة الأولى ، القاهرة ، 2002 ، ص 78.

2 . المحددات الاقتصادية للطاقة الاستيعابية :

المقدرة الاستيعابية لاقتصاد ما تتوقف على عوامل ، و نذكر منها :

- محددات الاقتصاد الكلى:

و هي بدورها مجموعة العوامل التي ترتبط بأداء الاقتصاد الكلي ، مثل معدل النمو في الناتج القومي الإجمالي ، و معدلات النمو في الاستثمارات القائمة .

- القدرات المالية للدولة:

و تشير هذه الجزئية إلى قدرة سوق المال في التخصيص الأمثل للموارد المالية و الموارد ذات الكفاءة و القيمة المضافة والموارد ذات الكفاءة و القيمة المضافة الأعلى .

- القدرات المؤسسية:

هي القدرة و الكفاءة لمؤسسات الاقتصاد المحلي على إعداد الخطط و البرامج ، والتي من شانها تحقيق الكفاءة الاقتصادية ،و كذلك تنفيذ المشاريع والبرامج في التوقيت المناسب ، و التي تعمل على تحقيق الاستيعاب الأمثل لرؤوس الأموال . 1

- حجم السكان:

إن نقص حجم عدد السكان عن الحد اللازم يشكل محددا لضعف القدرة على الاستيعاب، لكونه من المحددات التي تحد من استغلال المجالات الاستثمارية المتاحة في أي اقتصاد، فقد تكون هناك فرص عديدة للاستثمار و لكن لا توجد الأيدي العاملة الكافية للعمل بالمشروعات الاستثمارية الجديدة أو قد تكون غير مؤهلة للعمل فيها، و هذا ما يجعل استغلال هذه المحالات الاستثمارية المتاحة أمر غير ممكنا.

و كذلك لكون حجم السكان يؤثر أيضا على مبدأ التنويع في الاقتصاد هذا من خلال الاستهلاك و الاختلاف في الأذواق و منه الطلب في السوق المحلى لهذه الدول .

- حجم السوق:

فكلما اتسم السوق المحلي بضيق الحجم كلما دل ذلك على انخفاض القدرة الاستيعابية للسوق من استيعاب رأس المال المرغوب في استثماره ،و مثال على ذلك فان حجم السوق الذي لا يستوعب

 $^{^{1}}$: إمام محمد سعد : مرجع سابق ، ص 1

غير عدد معين من مخرجات احد المصالح ، و من ثم فان ذلك سيؤثر على الطاقة الإنتاجية لهذه الصناعة ، و بالتالي معدل الاستثمار ، و التدوير بها سيكون منخفضا.

- الموارد الطبيعية:

فنقص الموارد الطبيعية أو عدم تنوعها بالقدر الكافي يؤدي إلى عدم تنويع الهيكل الإنتاجي في هذه الدول ، لاسيما الدول العربية منها ، فقد تتوافر الموارد المالية ولكن و بسبب قلة الموارد الطبيعة يصبح الاستثمار في بعض الصناعات غير ممكنا.

و يجب الإشارة أن العوامل السابقة المحددة للقدرة الاستيعابية تعمل و بشدة على ضعف القدرة على استيعاب رؤوس الأموال في المراحل الأولى للتنمية ، و لكن مع البداية الناجحة لعملية التنمية ، و مع استمرارها ، فان وطأتها تخف شيئا فشيئا ، و تزداد القدرة الاستيعابية ، و بعبارة أخرى ، فان القدرة الاستيعابية تكون في الفترة القصيرة محدودة للغاية ، و لكنها قابلة للاتساع مع الوقت في الفترة الطويلة ، و تفسير ذلك أن عملية التنمية تؤدي إلى تطوير بل و تنمية العوامل التي تفسر ضعف القدرة على الاستيعاب في المدة القصيرة .

 1 : أما عن أهم مظاهر ضعف القدرة الاستيعابية فهي

- المظهر الأول : ظهور الضغوط التضخمية بمعدل مرتفع، مما يؤدي إلى نتائج سيئة على إنتاجية الاستثمار وعلى مكونات الادخار القومي .

-المظهر الثاني: هو العجز المستمر والمتزايد في موازين مدفوعات هذه الدول، وهذا العجز يرجع أساسا إلى عدم النجاح في تغيير البنيان الأساسي للصادرات في حين أن بنيان الواردات يعرف تعديلا كبيرا لصالح استيراد السلع الاستثمارية و سلع الإنتاج الوسيط.

- و المظهر الأخير لضعف القدرة على الاستيعاب هو النمو غير المتوازن بين أقاليم الدولة المختلفة و ازدياد مساوئ توزيع الدخل القومي .

و بناءا على ما سبق فمحدودية المقدرة على الاستيعاب " تتحصل من ناحية في مدى توافر عوامل الإنتاج المتضافرة مع رأس المال في العملية الإنتاجية من ناحية ، و بالمقدرة على تجنب الضغوط التضخمية و المحافظة على توازن ميزان المدفوعات ، من ناحية أخرى .2

^{1:} السيد عبد المولي : **فائض الأموال العربية و إمكانية استثماره في المنطقة العربية** ، مجلة القانون و الاقتصاد للبحوث القانونية و الاقتصادية ، العدد الأول و الثاني ، القاهرة ، 1975 ، ص 300

 $^{^{2}}$: نفس المرجع السابق ، و نفس الصفحة .

و ليتم الحكم على القدرة الاستيعابية لبلد معين فقد اقترح كل من " M.F. Millikan " و اليتم الحكم على القالية: 1 " W.W.Rostow " المؤشرات التالية: 1

- القدرة على تحقيق بعض المشروعات الكبيرة.
- ارتفاع إنتاجية هذه المشروعات بالمقارنة بإنتاجية المشروعات العالمية المماثلة .
 - وجود برنامج للتنمية يتناسب مع التقسيم الدولي للعمل.

و من ناحية أخرى اخذ" P.N.Rosenstein-Rodan "عدة مؤشرات للحكم على القدرة الاستيعابية لبلد معين تتلخص في الأتى: 2

- زيادة حجم الاستثمارات في فترة زمنية تقدر في المتوسط بخمس سنوات، عن فترة زمنية مماثلة سابقا عليها.
 - معدل الزيادة في معدل الادخار الحدي خلال فترة زمنية متوسط تقدر بخمس سنوات.
- تقدير عام للتنظيم الإداري و الاقتصادي للبلد، و يتم ذلك وفقا لقدرتها على تنفيذ عدة برامج للتنمية بنجاح.

3. الطاقة الاستيعابية للدول النفطية:

واجهت الدول المصدرة للبترول بعد عام 1973 موقفا جديدا عليها في علاقاتها الاقتصادية بالعالم الخارجي تمثل في صورته النهائية في شكل انخفاض تدريجي ومستمر في قدرتها على استيعاب إيراداتها من النقد الأجنبي محليا بسبب تضخم إيراداتها من النقد الأجنبي فجأة دون زيادة مناضرة و سريعة في القدرة الاستيعابية الحاضرة لهذه البلاد، و لهذا بداكما لو كانت قدرة هذه الدول على استيعاب هذه الإيرادات ضعيفة للغاية، و قد بدأت هذه الظاهرة منذ أوائل الستينات و لكن بصورة بطيئة، و أخذت بعد 1973 تمثل بعدا جديدا هاما في العلاقات الاقتصادية الدولية.

و يمثل الجدول التالي تطور معامل استيعاب النقد الأجنبي للبلدان العربية المصدرة للنفط:

[:] السيد عبد المولي (بتصرف) : المرجع السابق ، ص ص 302–302، نقلا عن : 1

⁻M. F. Millikan and W. W. Rostow : A Proposal: Key to on Efl'ective Foreign Policy, Harper, New York, 1957.

^{2:} السيد عبد المولى (بتصرف): المرجع السابق ، ص 302، نقلا عن:

⁻Paul Narcyz Rosenstein-Rodan : **International Aid for Underdeveloped Countries**, Review of Economic Statics v 43, 1961.

الأقطار العربية النفطية	امل استيعاب النقد الأجنبي *في	الجدول رقم (2): تطور معا
الوحدة: نسب مئوية		

1981	1975–1974	1973-1968	1967-1963	القطر
-	30	33	_	أبوظبي
101.4	88	160	134	الجزائر
110	87	71	99	ليبيا
54.8	47	72	95	السعودية
161.4	46	84	96	العراق
70	118	74	286	عمان
27	31	52	33	قطر
40.3	31	45	62	الكويت

المصدر: محمود عبد الفضيل: النفط و الوحدة العربية، تأثير النفط العربي على مستقبل الوحدة العربية و العلاقات الاقتصادية العربية، مركز دراسات الوحدة العربية، الطبعة الخامسة، بيروت، 1985، ص 20.

و بتطبيق التحليل السابق للقدرة الاستيعابية لرؤوس الأموال على كل بلد من البلاد العربية المنتجة للبترول ، ومن خلال الجدول السابق يمكننا القول أن جل الدول العربية المنتجة للبترول تعاني من مشكل ضعف قدرتها على استيعاب جزء كبير من الفائض النقدي المتراكم لديها، و ذلك للأسباب التالية :

- تتميز البلاد المنتجة للبترول جميعا ، فيما عدا الجزائر و العراق ، بصغر الكتلة السكانية عن الحجم الملائم للاستغلال الأمثل للموارد الطبيعية المتاحة، وصغر الكتلة السكانية يؤدي إلى ضيق حجم السوق لتصريف إنتاج الوحدات الإنتاجية المثلى من الصناعات الحديثة كصناعة الحديد و الصلب، صناعة الآلات، و الصناعات البتر وكيماوية ، و الصناعات الكهربائية .
- كما تتميز البلاد المنتجة باعتمادها على قطاع أولي واحد، هو قطاع استخراج البترول ، و هو قطاع متطور نسبيا، و لكنه يخضع في معظم البلاد العربية المنتجة للبترول لسيطرة الأجانب، و يودع الجزء الأكبر من عائده في البنوك الأجنبية، و من ثم لا يشيع التقدم و النمو في بقية قطاعات الاقتصاد القومي، و منه لن يؤدي إلى ارتفاع القدرة الشرائية لأغلبية السكان،

^{*:} يمثل هذا المعامل النسبة بين إجمالي المدفوعات من النقد الأجنبي و جملة حصيلة إيرادات النقد الأجنبي (صافي فائض قطاع النفط و الإيرادات من الصادرات غير النفطية)

كذلك يؤثر توزيع الدخل القومي، في جانب العرض من حيث عدم تشجيع انتشار التدريب بين ذوي الدخول المحدودة ، و بالتالي الحد من تكوين قوة عمالية على مستوى عال من المهارة .

- تتميز البلاد المنتجة للبترول بضعف فرص الاستثمارات خارج القطاع البترولي فمن المعروف أن كثيرا من هذه الدول تفتقر إلى الإمكانيات الزراعية أو المنجمية الأخرى، و التي بدونها لا يمكن إنشاء حركة تصنيع شاملة .
- تتميز البلاد المنتجة للبترول بنقص " رأس المال الإنساني" اللازم لتشييد و استغلال رأس المال المادي، و الذي يعد أهم سبب لضعف القدرة على استيعاب رؤوس الأموال في بلدان الخليج العربي .

هذه الصعوبات و العقبات التي واجهت البلدان المنتجة للنفط ، كانت احد الأسباب التي أدت إلى عجز معظم البلدان العربية المنتجة للنفط عن توظيف الجزء الأكبر من عائداتها محليا، و المتأتية من النفط و ظهور ظاهرة الفوائض المالية و منه و عدم تحقيق التنمية الاقتصادية المطلوبة، و حملت هذه البلدان على تصدير جزء من رؤوس أموالها إلى الأسواق المالية الغربية، و إيداع أرصدة كبيرة في المصارف الأجنبية، و هذا يقودنا إلى دراسة الفوائض المالية و منه استثمارات الدول النفطية في الخارج والمخاطر التي تتعرض لها هذه الاستثمارات في الخارج ، و على وجه الخصوص في الولايات المتحدة والبلدان الصناعية الغربية في الفصل الموالي .

ثانيا: ظاهرة الفوائض المالية النفطية

حققت الدول النفطية إيرادات مالية ضخمة خلال الطفرتين الأولى والثانية ، و هذا ما وضعها أمام تحدي إدارة عوائد النفط غير المسبوقة بطريقة تحقق لها أقصى مردود، مع الأخذ في الحسبان الآجال الزمنية .

1. تعريف الفوائض المالية النفطية:

يعرف الفائض على انه" ما يزيد عن حاجة الدولة من الإنتاج أي أن الفائض يمثل قيمة الفرق النهائي من بيع حصيلة الإنتاج من ناحية و قيمة الجزء المستهلك من ناحية أخرى مع مراعاة حجم وطبيعة هذا الإنتاج. " 1

و عليه فان الفوائض النفطية تشير إلى القدر من العوائد النفطية التي لم يتم استيعابه من خلال الاقتصاديات المحلية للدول البترولية والذي يعود بنا في الأساس إلى مشكلة الطاقة الاستيعابية للدول البترولية والتي تزداد حدة في أوقات الطفرات النفطية، إلا أنها قائمة في كافة الأوقات، و لكن تزداد حجما و تأثيرا في أوقات الطفرات النفطية.

و بذلك فمفهوم الفوائض النفطية يخلف عن العوائد النفطية حيث يشير هذا الأخير إلى التدفقات المالية و الناتجة عن تصدير البترول للدول الغير البترولية .

و الفوائض المالية النفطية أو كما يطلق عليها أيضا " فوائض البترودولارية " ظهرت منذ الطفرة النفطية الأولى أي في سبعينات القرن العشرين ، و هي تلك الظاهرة التي نشأت بسبب التوزيع غير المتكافئ و غير العادل للثروة النفطية للوطن العربي من ناحية و بسبب استخدامها استخداما قطريا من ناحية ثانية . و بالنظر إلى محدودية الطاقة الاستيعابية للأقطار العربية النفطية (باستثناء العراق و الجزائر) فان تراكم الأموال قد خلق مشكلة الفوائض المالية عبر النطاق القطري ، و من بين العوامل الأخرى التي ساهمت كذلك في نشوء هذه الظاهرة نشير إلى الأتي منا : 2

- غياب التكامل الاقتصادي العربي الذي من شأنه استغلال هذه الموارد تكامليا .
- عدم انتهاج سياسة إنمائية سليمة في العديد من الأقطار العربية الأمر الذي يفسر هدر هذه الأموال بتوجيهها صوب مشروعات غير إنتاجية.

^{1 :} يسرى محمد أبو العلا : نظرية البترول ، بين التشريع و التطبيق ، دار الفكر الجامعي ، الإسكندرية ، الطبعة الأولى ، 2008 ، ص 225 .

² : منصور الراوي : **الاستثمارات العربية في الخارج : واقعها و مخاطرها** ، أفاق عربية ، تشرين الثاني ، السنة 15 ، العراق ، 1990، ص ص 58، 59.

- ارتباط الاقتصاد العربي عموما باقتصاد الدول الغربية ما يفسر توظيف معظم الأموال العربية في اقتصاديات تلك الأقطار بما يخدم مصالحها .
- إن بعض الأقطار العربية النفطية وبضغوط من الدول الغربية تنتج و تصدر من البترول الخام أكثر من توقعاتها الانفاقية .
- إن معظم الأقطار العربية و لاسيما النفطية منها ، حديثة العهد في مجال التنمية و التخطيط مما يفسر عجزها عن تحديد احتياجاتها للأموال بصورة دقيقة .

1. حجم الفوائض المالية النفطية:

على إثر ارتفاع أسعار النفط في " الطفرتين الأولى في الفترة 1973 - 1974، والثانية 1979 بقرار من منظمة الأوبك، تحققت لدى الأقطار الأعضاء فوائض مالية ضخمة لم تستطع طاقاتها الاستيعابية من امتصاصها ، حيث ارتفعت هذه الفوائض من 5 بليون دولار في نهاية عام 1973 إلى 60 بليون دولار في عام 1974، وبعدها انخفضت ثم عاودت الارتفاع في عام 1979، حيث وصلت إلى 106 بليون دولار عام 1980 لتبلغ نسبة الارتفاع في الأسعار حوالي 150% "أ، و تمثل الفوائض العربية منها ما يقارب 90 % منها و الجدول الموالي يوضح تطور الفوائض المالية العربية للفترة ما بين 1973 .

الجدول رقم (3): الفوائض العربية من 1973 إلى 1881 .

الوحدة : مليار دولار أمريكي

نسبة النمو في الفائض	حجم الفائض	السنة
-	5	1973
1040	57	1974
-41,05	33.6	1977
- 60,71	13.2	1978
309,09	60.6	1979
42,73	86.5	1980
- 37,68	53.9	1981
-	309.7	المجموع المتراكم

المصدر: منصور الراوي ،مرجع سابق ، ص 59 .

د عرفان تقي الحسني: مرجع سابق ، ص 193. 1

من خلال الجدول يتضح لنا أن الفوائض المالية شهدت نموا في الفترة ما بين 1973 إلى 1974، ثم تراجعت في السنتين التاليتين 1975 و 1976 و يرجع هذا الانخفاض في أحجام الفوائض إلى عدة أمور و منها:

- " ارتفاع أسعار الواردات و الخاصة بالدول النفطية ،
- ازدياد قدرتما على الاستيراد بشكل كبير لم يكن متوقعا نتيجة القيام بمشروعات إنشائية ضخمة،
- أخيرا الركود الاقتصادي الذي عرفته الدول الصناعية مما حال دون زيادة واردتما من النفط بالمعدلات السابقة " 1.

و مع بداية الطفرة النفطية الثانية عاودت الفوائض المالية في الارتفاع حيث بلغت سنة 1979 ما قيمته 60.6 مليار دولار مقابل 13.2 مليار دولار نهاية سنة 1978 بنسبة ارتفاع كبيرة جدا قدرة به 309,09 % و استمرت في الارتفاع لتعود بعد ذلك للانخفاض مع تراجع أسعار النفط ونهاية الطفرة النفطية الثالثة وكذلك بسبب تآكل هذه الفوائض بفعل الاستخدام المفرط لها من قبل حكومات الدول النفطية في مشاريع لم تجلب لها بعوائد مالية .

3. أوجه إنفاق الفوائض النفطية:

يمكننا تحديد عدة اتجاهات رئيسية لتوظيف العوائد النفطية الضخمة و هي :

- إعادة توزيع الثروة الناضبة على الأفراد:

توجه قسم كبير من الفوائض المالية للدول النفطية و بالأخص الخليجية منها إلى المجالات التالية: - إقامة مشروعات ضخمة في مجال البني التحتية من طرق و جسور و مستشفيات و مدارس. الخ - رفع مستوى الخدمات العامة المختلفة المقدمة للأفراد.

- -رفع مستويات الرفاهية لعموم الشعب باعتبارها احد قنوات تقسيم الثروة بين الأفراد.
- تملك بعض وسائل الإنتاج للسلع و الخدمات ، بصفة خاصة الخدمات العامة ، من اجل تسهيل تطبيق فلسفة دولة الرفاه ، و توفير فرص عمل للمواطنين .

^{1 :} حازم الببلاوي : **الفوائض المالية النفطية و البنيان الاقتصادي العالمي** ، النفط والتعاون العربي، تصدر عن الأمانة العامة لمنظمة الأقطار العربية المصدرة للبترول المجلد 4 ، العدد الرابع، الكويت ، 1978. ص 15 .

فاستخدام الفوائض المالية قام على فلسفة اقتسام الثروة ، أو إعادة توزيع الثروة الناضبة على الأفراد ، و على الرغم من أن هذا التوجه كان لحد بعيد منطقيا في حينها ، إلا أن النمط الذي سارت عليه عملية اقتسام الثروة قد تجاهل أهمية تنميتها . 1

- إنفاق العوائد النفطية في سبيل التنويع:

وضعت الأقطار النفطية خطط تنموية كمحاولة لخلق التنويع الاقتصادي و التقليل من الاعتماد على النفط إلا أنها أخفقت في تحويل الإقتصادات من اقتصادات ربعية تعتمد على الاستخراج، و الاستقطاع، والتوزيع، إلى اقتصادات تعتمد على العمل والإنتاج، وتنويع الأنشطة والصادرات، وتحويل الموارد الطبيعية الناضبة إلى أصول يتولد منها نموّ قابل للاستمرار المدى البعيد. فنموذج النمو السائد في دول النفطية و بالأخص دول مجلس التعاون الخليجي يعتمد على مداخيل النفط التي يعاد توزيعها في الاقتصاد من خلال آلية الإنفاق الحكومي. وجزء من هذا الإنفاق استهلاكي متعلّق بأجور المواطنين ورواتبهم في القطاع العامّ، وجزء آخر منه متعلّق بإنفاق رأسمالي في مشاريع التنمية، و البنى التحتية، والخدمات الاجتماعية.

و يجب الإشارة أنه وفق تجارب أغلب الدول النفطية وتاريخها الاقتصاديين " من النّادر - إنْ لم يكن من المستحيل - تقليل الاعتماديّة على النّفط عن طريق زيادة النّفقات المتربّبة من إيرادات النّفط. بل إنّ الدّولة النّفطيّة الوحيدة التي استطاعت، فعليّاً، تقليل الاعتماد على النّفطي النويج، نجحت في ذلك عن طريق إستراتيجيّة معاكسة تماماً، حيث اعتمدت فصل القطاع النّفطي عن باقي الاقتصاد، ومنع إنفاق إيرادات النّفط على المصروفات الجارية، بل وصبّتها أساساً في استثمارات سياديّة، وبعيدة المدى، وضمن صناديق أجيال قادمة " 2، وهو النقيض كليّاً مع الإستراتيجيّات المتبعة في كلّ دول النفطية، والتي تعتمد بشكلٍ شبه مُطلق على إنفاق إيرادات النّفط لتحريك إقتصاداتها.

_

أ : محمد إبراهيم السقا: استخدام العوائد النفطية ، حالة دولة الكويت ، المعهد العربي للتخطيط ، سلسلة اجتماعات الخبراء، العدد رقم 33 ، الكويت ، 2009 ، ص 8

[.] 2 : عمر هشام الشهابي و آخرون: الخليج **2013 ، الثابت و المتحول ،** مركز الخليج لسياسات التنمية ، الكويت ، 2 2 ، ص 94 .

-استقدام الأيدي العاملة:

لقد عملت الدول النفطية و بالأخص دول الخليج على زيادة القدرة الاستيعابية للاقتصاد من خلال استقدام عدد كبير من الأيدي العاملة *للإسهام بعملية التنمية الاقتصادية و الاجتماعية ، و هذا ما سبب بالضرورة تنمية السوق العقارية ، و إقامة المباني الحديثة السكنية و توفير جميع الخدمات اللازمة لها، فأصبحت الدول النفطية في عداد الدول المتقدمة بمبانيها السكنية و الخدمات المتوفرة فيها، و قد احدث هذا القطاع نشاطا تجاريا كبيرا ، و في المقابل لقد استنزفت عملية استقدام العمالة الكثير من الأموال النفطية لصالح العمال على شكل رواتب مغالى فيها .

- الإنفاق العسكري:

من بين الجوانب السلبية لاستخدام الفوائض النفطية ، مشتريات السلاح المتصاعدة ، و "الصفقات التي قدرت بالمليارات و قد رصدت لذلك نسبة 10% من هذه الموارد أي نحو 150 مليار دولار خلال العقدين السابع و الثامن " أمن القرن العشرين، و من مبررات ازدياد الإنفاق الدفاعي خلال هذه المرحلة الأوضاع الأمنية الصعبة التي أحاطت بدول الخليج خلال هذه الفترة خاصة بعد الثورة الإيرانية في عام 1979 وما مثلته من تحديدات مباشرة لهذه الدول عبر الحديث عن تصدير الثورة و إحياء بعض المطامع الإيرانية القديمة في الدول المجاورة، إضافة إلى الحرب العراقية — الإيرانية التي استمرت ثماني سنوات و فرضت على دول مجلس التعاون زيادة الإنفاق الدفاعي بشكل أو بأخر .

- المساعدات للدول غير النفطية:

لقد قدمت حكومات الدول النفطية ، " خاصة السعودية و الإمارات و الكويت ، كثيرا من المساعدات إلى بقية الدول النامية ، و كانت هذه المساعدات تحكمها اعتبارات إنسانية و تنموية، و لا شك أمنية " 2. و قد تنوعت هذه المساعدات عبر السنين من حيث حجمها ، و تطورها ، و مكوناتها ، و توزيعها الجغرافي .

^{*:} تشكّل العمالة الوافدة أكثرية القوى العاملة في جميع دول مجلس التعاون الخليجي الست؛ فضلًا عن كونما غالبية السكان في أربع دول أعضاء، هي: الإمارات والبحرين والكويت وقطر؛ حيث يزيد حجم العمالة الوافدة في دول الخليج العربية عن 17 مليون فرد، ويرتفع العدد ليصل إلى نحو 23 مليون فرد بعد إضافة أفراد الأسر؛ مما يعني قرابة نصف سكان دول الخليج العربية. وتستقطب السعودية وحدها أكثر من 9 ملايين عامل وافد مجلهم من الدول الآسيوية؛ مثل: الهند، والفلبين وباكستان وبنغلادش واندونيسيا وسريلانكا.

^{1 :} بشير الزهري : **الفوائض المالية العربية** ، جمعية العلوم الاقتصادية في القطر العربي السوري ، ندوات اقتصادية ، سوريا ، 1991، ص 39 .

² : يوسف خليفة اليوسف : مجلس التعاون الخليجي في مثلث الوراثة و النفط و القوي الأجنبية ، مركز دراسات الوحدة العربية ، بيروت ، 2011 ، ص 230 .

من حيث الحجم لقد قدرت مساعدات الدول النفطية العربية على سبيل المثال ارتفعت من 7.7 مليار دولار في النصف الثاني منها . و على مليار دولار في النصف الثاني منها . و على الرغم من انخفاض أسعار النفط عام 1982 إلا أنها حافظت على مستواها المرتفع لتصل إلى 32.7 مليار دولار في النصف الأول من الثمانينيات وذلك نتيجة رغبة الدول النفطية المانحة بتنفيذ التزاماتها السابقة " . 1

أما عن التوزيع الجغرافي و القطاعي للمساعدات ، فتنوعت المساعدات الرسمية الخليجية منها عبر الأعوام . فتوزيعها الجغرافي امتد عبر كثير من البلدان ، كسوريا و الأردن و فلسطين و السودان و السنغال و بنغلاديش . و كانت هذه المساعدات تتركز في السبعينات ، و في بداية الثمانينات ، في " تطوير مشروعات البنية الأساسية، و في دفع تكاليف الواردات النفطية، ثم توسع نطاقها بعد ذلك إلى دعم القطاع الزراعي و إدارة الموارد الطبيعية، و تنمية المشروعات الاجتماعية، و تخفيف الديون، و بناء القدرة الإنتاجية ، و علاج الأزمات الطائفية" 2 .

- الاستثمار في الدول الصناعية:

و بالرغم من محاولات الدول النفطية من زيادة الطاقة الاستيعابية لاقتصادياتها من خلال استقدام العمالة ومحاولة تنمية بعض القطاعات إلا أنها لم تنجح في استيعاب كل الفوائض المتأتية من الطفرتين الأولى والثانية و هذا ما قادها إلى توجيه القسم الأكبر من هذه الفوائض إلى استثمارات في الخارج و بالأخص في الدول الغربية ، و هذا ما سنتناوله بالدراسة في المبحث الموالي.

^{1:} جميل طاهر : النفط و التنمية المستديمة في الأقطار العربية : الفرص و التحديات ، المعهد العربي للتخطيط، الكويت ، ديسمبر 1997 ، ص 25.

 $^{^{233}}$ ص ، يوسف غليفة اليوسف : مرجع سابق ، ص

المبحث الثاني : الفوائض النفطية و دورها في نشأة صناديق الثروة السيادية

على إثر تنامي الفوائض المالية و مرور العالم بثلاث طفرات نفطية، برزت إلى الوجود أنماط كثيرة من الاستثمارات الحكومية لهذه الفوائض في الخارج ، ففي الطفرتين الأولى والثانية اتخذت شكلا غير منظم أطلق عليه "البترودولار" و لم تمض سوى سنوات قليلة ، حتى تلاشت تلك الفوائض ، مع تغير العلاقات في السوق النفطية و انخفاض الأسعار النفط ، و بالتالي انخفاض الإرادات النفطية ، ومع تكرار الحال في الطفرة النفطية الثالثة، و مرور الوقت وتطور الاقتصاد العالمي استعيض عن مفهوم البترودولار بمفهوم جديد هو صناديق لثروة السيادية كشكل أكثر تنظيما لإدارة الفوائض المالية .

أولا: توظيف الفوائض النفطية في الخارج خلال الطفرتين الأولى و الثانية:

أدت الثروة التي توافرت للدول النفطية جراء زيادة أسعار النفط خلال الطفرتين الأولى والثانية إلى تراكم فوائض مالية لدى الدول المنتجة للبترول " مثل السعودية والكويت والإمارات ، ولكن بسبب قصور القدرات الاستيعابية المحلية، و صعوبة التوظيف الاستثماري في عدد من الدول العربية ذات القدرات الاقتصادية المناسبة ، فقد توجهت جل الأموال العامة و الخاصة في الدول إلى التوظيف في الدول الصناعية الرئيسية و هي الولايات المتحدة واليابان وألمانيا وبريطانيا وفرنسا و عدد أخر من الدول الأوربية "أ، و عرف هذا النوع من التوظيف بالبترودلار 2.

1. حجم الفوائض النفطية المستثمرة في الخارج:

لقد شهد حجم الفوائض النفطية المستثمرة في الخارج نموا بالتزامن مع نمو الفوائض المالية خلال الطفرتين الأولى و الثانية، و قدرت بحوالي 267.75 مليار دولار سنة 1979 مقابل 141 مليار دولار، و مثلت حصة الدول العربية الأعضاء في الأوبك (الدول الخليجية والعراق وليبيا والجزائر) ما يزيد عن 90% من تلك الفوائض.

الجدول الموالى يبين نمو هذه الاستثمارات للفترة ما بين 1974 إلى غاية 1989:

^{1 :} أسامة الخولي ، عامر التميمي : **التغيرات العالمية الجديدة ة أثارها على التنمية العربية و الاستثمارات العربية في الخارج** ، سلسلة المحاضرات العامة ، المعهد العربي للتخطط بالكويت ، الكتيب رقم 6 ،الكويت ، ديسمبر 1993 ، ص 33 .

[:] البترودولار مصطلح اقتصادي لوصف قيمة النفط المشترى بالدولار الأمريكي. 2

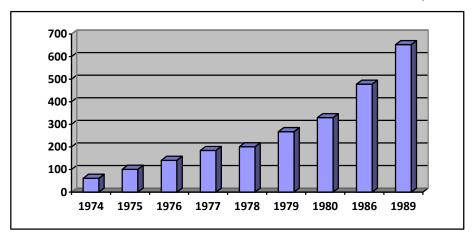
الجدول رقم (4): الفوائض المستثمرة خارجيا لدول أوبك من 1974 الى1989. الوحدة: مليار دولار أمريكي

تطور إجمالي استثمارات	الفوائض المستثمرة	السنة
أوبك	خارجيا	
61.5	61.5	1974
101.25	40.25	1975
141	39.25	1976
184.75	43.75	1977
201	16.25	1978
267.75	66.75	1979
330	62.25	1980
477.9	147.9	1986-1981
653	175.1	1989-1987

المصدر ، من اعدد الطالبة اعتمادا على :

رضا هلال : لعبة البترودولار : الاقتصاد السياسي للأموال العربية في الخارج ،سينا للنشر، الطبعة الأولى ، القاهرة ، 1992، ص ص 40-42.

الشكل رقم (1):الفوائض المستثمرة خارجيا دول أوبك خلال الفترة 1984-1989 .



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على الجدول السابق.

طبقا للجدول أعلاه و الشكل المرافق له، شهدت الفوائض المالية المستثمرة في الخارج لدول الأوبك تطورا كميا ، كان كما يلي:

- من 1974 إلى 1980: تمثل هذه الفترة الطفرتين الأولى و الثانية ، وشهدت نموا للفوائض المالية النفطية ومنه نموا في الفوائض الموجهة للاستثمار ، حيث و مع حلول عام 1980 بلغت 330 مليار

دولار مقابل 61.5 مليار دولار سنة 1974 أي بزيادة قدرها 268.5 مليار دولار أمريكي ، بمتوسط سنوي 55 مليار دولار، و تمثل الاستثمارات العربية ما نسبته 90% من هذه الاستثمارات و قدرت سنة 1980 بـ " 297 مليار دولار " 1

- من 1981 إلى 1989: و تمثل نهاية فترة الطفرة النفطية الثانية التي شهدت تراجعا في أسعار وصادرات نفط الأوبك ابتداء من عام 1982، و منه تراجعت العائدات النفطية وانخفض الفائض المالي السنوي القابل للاستثمار في الخارج، حيث بلغ حجم الاستثمارات الخارجية خلال الفترة (198-1986) ما قيمته 477.9 مليار دولار أمريكي، أي لم تزد فوائض أوبك المستثمرة في الخارج عن 147,9 مليار دولار، بمتوسط زيادة سنوي حوالي 24,9 مليار دولار.

- من 1987 إلى 1989: بعد تحسن أسعار النفط والعائدات النفطية بدءا من عام 1987 عادت فوائض الأوبك المستثمرة في الخارج التزايد بمعدل اكبر لتصل إلى 653 مليار دولار عام 1989 مقارنة بحوالي 478 مليار دولار عام 1986 ، أي بزيادة قدرها 175.1 مليار دولار .

أما فيما يخص التوزيع الجغرافي للاستثمارات العربية الخارجية و مجالات أنشطتها ، فانه الغالبية العظمى لهذه الاستثمارات تتدفق إلى الولايات المتحدة الأمريكية و أوروبا، و هذا لوجود اعتبارات كثيرة لجذب الفوائض النفطية لاستثمارها في الولايات المتحدة الأمريكية بوجه خاص و في دول الغرب عموما من أهمها :

- العائد الكبير:

كانت عائدات الاستثمارات العربية في الخارج كبيرة جدا في السبعينات والثمانينيات خاصة إذا كانت في صورة ودائع مصرفية، فمثلا نجد السلطات النقدية الأمريكية عمدت على رفع أسعار الفائدة، حيث "كان العائد على سندات الخزانة الأمريكية لأجل 10 سنوات يزيد على 7.5% خلال الخظر النفطي العربي عام 1973 و 11% خلال أزمة النفط الثانية عام 1979 " و نفس الأمر حدث تقريبا في بقية الدول الأوروبية و اليابان ، و الجدول الموالي يبين أسعار الفائدة الأمريكية عام 1980 .

² : رضا عبد السلام علي : اقتصاديات استثمار الفوائض النفطية ، دراسة مقارنة و تطبيقية على المملكة العربية السعودية ، دراسات إستراتيجية مركز الإمارات للدراسات و البحوث الإستراتيجية ، العدد 138 ،أبوظي ، 2008 ، ص 22.

نوع التوظيف	أسعار الفائدة الأمريكية
لأذون الخزانة الأمريكية (91 يوما)	12
الأوراق التجارية الممتازة	13
للصكوك الحكومية طويلة الأجل	10
الودائع لأجل (3 شهور)	14

الجدول رقم (5): أسعار الفائدة الأمريكية عام 1980

المصدر: عبد الخالق فاروق: النفط و الأموال العربية في الخارج ، دار الرفاعي للطباعة، الطبعة الأولى ، القاهرة ، 2002 ، ص 121.

- الاستقرار الاقتصادي والسياسي:

تتمتع الأسواق المالية للدول الغربية بدرجات عالية من الكفاءة والتنظيم ومن ثم يصبح في الإمكان الاستفادة إلى أقصى الحدود من الوسائل المتاحة لانجاز العمليات المالية المستمرة التي يتطلبها النشاط الاستثماري المباشر .

- اكتساب الخبرات والمهارات الفنية:

إن الدول الغربية لطالما كانت تتمتع " بتقدم تكنولوجي هائل مما قد يفيد المستثمرين العرب نتيجة اكتساب الخبرات و المهارات الفنية و أساليب التنظيم السائد في تلك الدول 1 .

2. انتشار الاستثمارات الخارجية:

استناد إلى دراسة الانتشار الفوائض المالية التي حصلت عليها الدول المصدرة للنفط و التي أجراها بنك England الانجليزي، و التي بدورها استندت إلى إحصائيات صندوق النقد الدولي حول الفوائض المالية، و معلومات من البنوك المركزية في دول أخرى، كما استندت أيضا إلى معلومات من بنك التسويات حول التغير الفعلى في مستويات ودائع البنك.

حيث أوضحت الدراسة " إن الدول المصدرة للنفط استخدمت الأسواق الأوربية على نطاق واسع، و يعد ذلك مسارا طبيعيا لوضع الفوائض المالية في هذه الحسابات لفترة محدودة من الوقت، حتى يتم تحديد الاتجاهات النهائية لهذه الفوائض، و مع ذلك ظهر في أواخر السبعينات، عندما

^{1 :} زين العابدين بدوي ناصر: الأبعاد الحقيقية لمشكلة استثمار رؤوس الأموال النفطية خارج المنطقة العربية ، مجلة الحقوق ، تصدر عن مجلس النشر العلمي ، جامعة الكويت ، المجلد 2 ، العدد 2 ، الكويت ، 1978، ص 133

^{*:} تتضمن هذه المجموعة على دول الأوبك و كذلك كلا من عمان البحرين و ترينداد و توباجو و بروناي ، حيث أن الدول السالفة الذكر هي دول من خارج الأوبك ، و تعد دولا مصدرة صغيرة ، لذا فان الاختلاف بين الدول المصدرة للنفط و دول الأوبك هامشي .

تركزت هذه الفوائض في عدد من الدول ذات القدرة الاستيعابية المنخفضة و ذات السيولة المرتفعة بالفعل ، اتجاه نحو زيادة استخدام بدائل استثمار طويلة الأجل حيث تم وضع نسبة كبيرة من الفوائض في الولايات المتحدة " أ.و بوجه عام ، فقد اتبع انتشار الفوائض المالية للدول النفطية هذه المبادئ : 2

- خلال الطفرة النفطية الأولى (1974-1973):

أدت فترات ازدهار سعر النفط إلى تركيز كبير للاستثمارات المالية في ودائع البنوك و السندات الحكومية قصيرة الأجل، و قد أشار التحليل الذي قام به بنك" England "إلى أن معظم ودائع البنوك قامت بإيداعها كل من إيران ونيجريا والسعودية، كما أن معظم السندات الحكومية و الاستثمارات طويلة الأجل في الدول النامية تمت من قبل الكويت والسعودية، أما بالنسبة لجانب الخصوم، فقد كانت هناك مسحوبات كبيرة من القروض من قبل الجزائر وإكوادور و الغابون و اندونيسيا.

- فترة تعديل السوق (1978-1975) :

أدت إلى ظهور اتجاه كبير نحو رؤوس الأموال في سندات و أذون خزانة أمريكية ، فضلا عن وضعها في استثمارات مالية أخرى (سندات ، أسهم ..الخ) . و لقد تم وضع هذه الإيداعات طويلة الأجل بشكل رئيسي من قبل إيران والكويت وليبيا والسعودية و الإمارات ، و في الوقت نفسه ، اعتمدت كل من الجزائر ، و إكوادور ، و الغابون ، و اندونيسيا ، و نيجيريا و فنزويلا بشدة على القروض طويلة لأجل ، كما و ضعت كل من إيران و العراق و الكويت و قطر و السعودية و الإمارات ودائع قصيرة الأجل بشكل رئيسي في السوق الأوروبية أو خارج الولايات المتحدة أو المملكة المتحدة .

- الطفرة النفطية الثانية (1980-1979):

ولدت فترة ازدهار أسعار النفط تدفقات مفاجئة لرأس المال إلى ودائع البنوك قصيرة الأجل، و هناك عامل واحد وراء هذا الاختيار يتمثل في الارتفاع الكبير في أسعار الفائدة في تلك الفترة ، نتيجة لطلب الدول المستهلكة للنفط للتمويل من البنوك .

^{1 :} حسين عبد الله و آخرون : الفوائض المالية العربية بين الهجرة و التوطين ، مؤسسة عبد الحميد شومان ، الطبعة الأولى ، 2007، عمان الأردن ، ص 79 .

^{. 81 ، 79} ص ص ألسابق ، عن المرجع السابق ، 2

و على الرغم من هذا التدفق إلى السوق الأوروبية ، إلا أن الدول ذات القدرة الاستيعابية المنخفضة مثل الكويت و قطر و السعودية و الإمارات وليبيا استمرت في وضع كميات كبيرة من رؤوس الأموال في أصول الأموال طويلة الأجل ، في حين ذهب بعض من الإيداعات إلى سندات و أذون الخزينة الأمريكية ، و لكن من الواضح ، إلى حد كبير ، أن معظم هذه الإيداعات ذهبت إلى استثمارات المحفظة (أسهم ، سندات ، عقارات ، الخ).

- فترة الطفرة النفطية الثانية (1983-1981):

إن هذه الفترة كان لها تأثير محدود على سوق رأس المال القصير الأجل حيث إن صافي القيمة الداخلة من قبل دول الأوبك انتهى عند حوالي 2 إلى 3 بلايين دولار ، و مع ذلك، يعد هذا الرقم مضللا بعض الشيء نظرا لأنه لم يسبق أن كان هناك مثل هذا التغير السريع ، و في الوقت نفسه قامت السعودية عام 1981 بزيادة ودائع البنك بحوالي 20 بليون دولار ، كما انخفضت ودائع كل من إيران و العراق و نيجيريا قد انخفضت بحوالي 22 بليون دولار على الأقل.

3. هيكل الاستثمارات الخارجية للدول النفطية:

أما عن الأشكال الأساسية لتوظيف الفوائض النفطية فقد انقسمت بين شراء العملات الأوربية (اليورودولار) ، و التوظيف في السوق المالية و النقدية (ودائع بنكية ، شراء الأوراق المالية)، و الاستثمار المباشر في الشركات الصناعية الحكومية و الخاصة ، و القروض بين الحكومات ، و القروض للمنظمات الدولية . و الجزء الغالب على هذه التوظيفات اتخذت الشكلين الأولين .

ومن اجل توضيح هـذه النقطة الجـدول المـوالي يعطينا صورة عن التوزيع الجغرافي و الهيكلي لاستثمارات دول الأوبك في العالم في عامي 1983 و 1986 .

الجدول رقم (6): هيكل استثمارات دول الأوبك في العالم عامى 1983 و 1986.

الوحدة: مليار دولار

نسبة التوزيع	1986	نسبة التوزيع	1983	البلدان الصناعية
12,68	56.8	14,2	57.8	بريطانيا
1,36	6.1	1,2	4.9	ا ودائع مصرفية بالجنيه الإسترليني
8,8	39.4	10 ,75	43.9	ودائع بالعملات الرئيسية الأخرى
0,89	4.00	0 ,83	3.4	سندات حكومية
1,63	7.3	1,37	5.6	استثمارات أخرى
18	86.00	13,9	56.9	دول السوق الأوربية المشتركة الأخرى (الإجمالي)
1,29	5.8	1,02	4.2	ودائع مصرفية بالعملات المحلية
4,31	19.3	5,04	20.6	ودائع مصرفية بالعملات الأوروبية
4,80	21.5	4,73	19.3	سندات حكومية
8,8	39.4	3,13	12.8	استثمارات اخرى
16 ,9	75.8	21,1	86.1	الولايات المتحدة
4,95	22.2	4,38	17.7	ودائع مصرفية
6,11	27.4	8,5	34.7	سندات حكومية
5,85	26.2	8 ,26	33.7	استثمارات أخرى
17,41	78.00	16,9	68.9	دول منظمة التعاون الاقتصادي و التنمية الأخرى
1,16	5.2	0,81	3.3	ودائع مصرفية بالعملات المحلية
5,78	25.9	6 ,59	26.9	ودائع مصرفية بالعملات الرئيسية الأخرى
3,68	16.5	5,68	23.2	سندات حكومية
6,78	30.4	3,8	15.5	استثمارات أخرى
9,1	40.8	9	36.6	مراكز الأفشور *:ودائع مصرفية
13,28	59.5	14,2	58	استثمارات في دول اقل نموا
2,68	12.00	1,9	7.7	إعتمادات القطاعات غير المصرفية
8,7	39.00	8,84	36.1	صندوق النقد الدولي و البنك الدولي
100	447.9	100	408.1	الإجمالي

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على:

⁻ رضا هلال : مرجع سابق ، ص 43.

⁻ هنري توفيق عزام :تدفق رؤوس الأموال العربية إلى الخارج ، مجلة التعاون ،السنة الرابعة، العدد السادس عشر، الرياض ديسمبر1989، ص 36

^{*:} هي مركز مالي مصنف على انه offshore ، أكثرها يتركز في الولايات المتحدة، ثم بريطانيا، ثم جزر الكايمان. و هونغ كونغ وسنغافورة .

طبقا للجدول أعلاه ، بلغ صافي الموجودات لدول الأوبك سنة 1986 حوالي 447.9 مليار دولار مقابل 408.1 مليار دولار ، و تركزت معظم استثمارات الفوائض النفطية لدول الأوبك و هذا في سنة 1983 في الولايات المتحدة الأمريكية بنسبة 21.1 % تليها بريطانيا بنسبة 14.2 %. هذا بالإضافة إلى الدول الأوروبية الأخرى بنسبة 13.9% و بالأخص في فرنسا و ايطاليا ، في الوقت الذي تشكل فيه الاستثمارات في الدول الأجرى الأعضاء في منظمة التعاون الاقتصادي و التنمية و خاصة اليابان والمراكز المالية في جنوب شرق أسيا حوالي 16.9 % من إجمالي الاستثمارات الفوائض النفطية لدول الأوبك ، أما الباقي فيتوزع في مراكز الأفشور ، و الدول النامية و صندوق النقد الدولي .

و يلاحظ من الجدول التناقص في نسبة حصة الولايات المتحدة الأمريكية من 21,1 % إلى 16,9 % سنة 1986 ، في المقابل 16,9 % سنة 1986 ، و كذلك حصة بريطانيا من 14,2 % إلى 12,68 % سنة 1986 ، في المقابل تزايد اهتمام استثمارات الدول النفطية الخارجية بمنطقة جنوب شرق أسيا خاصة سنغافورة و هونغ كونغ و جزر البهاما حيث " تسمح النظم السائدة في هذه الأماكن بتدفق الاستثمارات إليها بسهولة و حرية بعيدا عن العالم الغربي "1، يضاف إلى ذلك الاستثمارات التي قامت بحا الدول العربية لدى المؤسسات الدولية كالبنك الدولي و صندوق النقد الدولي و هذا " بحدف تجنب مخاطر تركيز الاستثمار العربي في الدول المتقدمة و توزيعه على مختلف دول العالم" 2 .

و تحتفظ بلدان الأوبك بقرابة 65 % من هذه الموجودات في قنوات استثمارية سائلة أو شبه سائلة مثل الودائع المصرفية و الأرصدة الذهبية و الأجنبية لدى صندوق النقد الدولي و الأوراق التجارية والاستثمارات قصيرة الأجل و يعود هذا التوجه لضمان السيولة بالرغم من قلة العائد الذي يتم الحصول عليه منها.

أما الباقي فقد جرى استخدامه في استثمارات طويلة الأجل مثل صناديق الإقراض للدول النامية و استثمارات أخرى تشمل امتلاك الأسهم و العقارات.

العدد 3 ، الكويت ، خريف المازكويا عبد الحميد : استثمارات العربية الخارجية بين الواقع والطموح ، مجلة العلوم الاجتماعية ، المجلد 3 العدد 3 ، الكويت ، خريف 1985 ، ص442.

 $^{^{2}}$: معهد البحوث و الدراسات العربية، مرجع سابق ، ص 25

ثانيا: أداء الاستثمارات الخارجية للدول النفطية خلال السبعينات و الثمانينات

بعد مضي سنوات قليلة انخفض حج الفوائض المالية النفطية وهذا بفعل لجوء بعض الدول النفطية إلى استعمال فوائضها المالية لتغطية العجز القائم في موازناتها بعد انخفاض أسعار النفط جراء الصدمة النفطية العكسية لستة 1986، بالإضافة إلى تناقض هذه الفوائض بسبب تعرض استثمارات هذه الفوائض لبعض الخسائر في الدول الغربية .

1. مخاطر الاستثمارات الخارجية:

يمكننا تحديد ثلاث مخاطر رئيسية على الأرصدة النفطية المودعة و المستثمرة في البلدان الرأسمالية الكبرى آنذاك و هي:

- تدهور أسعار صرف العملات الرئيسية و هبوط قيمتها الشرائية :

كان لربط النفط بالدولار الأمريكي أثارا سلبية عديدة ، فهو دفع بالقيمة الحقيقية للعوائد و الأرصدة النفطية نحو الهبوط الحاد على اثر التخفيضات و التدهور المستمر في أسعار صرفه .

- التضخم في الدول الغربية و أثره على الأرصدة :

تؤدي ظاهرة التضخم، و الذي ترتفع معدلاته إلى حدكير في الدول الغربية، إلى هبوط القوة الشرائية للودائع و استثمارات الدول النفطية في هذه الدول، و لم تتوقف " الآثار السلبية للتضخم على الأرصدة النفطية بشكل مباشر، بل عكست نفسها عبر معاملات التجارة الخارجية فارتفعت أسعار السلع الصناعية المصدرة من دول التضخم الكبرى إلى دول العالم الثالث و منها الدول النفطية بمعدل وصل في عام 1978 لأكثر من 300 % بالقياس بماكان عليه الحال عام 1973 " .

و لبيان مقدار الخسائر التجارية الناجمة عن هذين العاملين نورد هذه الأمثلة:

" بلغ مجموع خسائر الأقطار العربية النفطية في عام 1976 مبلغ 470 مليون دولار بسبب انخفاض سعر الجنيه الإسترليني مقابل الدولار حيث كان هناك نحو 6.5 مليار من الأموال العربية الموظفة في الخارج مقومة بالجنيه الإسترليني و خسرت دول الأوبك نحو 590 مليون دولار بسبب انخفاض سعر صرف الإسترليني تجاه العملات الأخرى و خسرت كذلك نحو 860 مليون دولار بسبب ارتفاع سعر الدولار تجاه حقوق السحب الخاصة .

^{1 :} عبد الخالق فاروق: **النفط و الأموال العربية في الخارج ، خمس دراسات في الاقتصاد الدولي المعاصر** ، دار الرفاعي للطباعة ، الطبعة الأولى ، القاهرة ، 2002 ، ص 92 .

و بذلك يبلغ مجموع الخسائر تقلبات أسعار صرف العملات الرئيسية نحو 2 مليار خلال الفترة مابين 1976 و 1978 .

و قدرت خسائر الأوبك عام 1978 ما بين 16 و 17.5 مليار دولار خلال سنة واحدة بسبب انخفاض سعر صرف الدولار يضاف إلى ذلك خسائر تقدر ما بين 14 و 21 مليار دولار بسبب التضخم العالمي الذي بلغ معدل نحو 10 و 15 % لنفس السنة " 1.

- احتمالات المصادرة و التجميد:

لا تقتصر المخاطر التي تعرضت لها أشكال استثمار العوائد النفطية في الخارج على النواحي الاقتصادية بل تشمل كذلك وبصورة خاصة المخاطر السياسية ، و التي تخص بدرجة كبيرة الإيداعات في البنوك الغربية و التاريخ مليء بالمصادرات و التأميمات للأموال في الدول الغربية إما لأسباب و حجج سياسية أو اقتصادية ، و مما يقوي " احتمال لجوء الغرب إلى هذا الأسلوب أن الاعتقاد الراسخ في الرأي العام هناك هو أن هذه الأموال ليست من حق الدول البترولية و إنما هي جزء مغتصب من حقوق الدول الصناعية " 2

و برزت هذه المخاطر بشكل كبير "بعد عملية تجميد الأرصدة الإيرانية في الولايات المتحدة ، في أعقاب الثورة الإيرانية ، بحيث نشأت في هذا الصدد ظاهرة (الرأس المال الرهين) " 3.

2. المأخذ على نمط إدارة الفوائض المالية النفطية:

و على العموم يمكن تقييم تجربة الدول النفطية و في مقدمتها الدول العربية في إدارة العوائد النفطية خلال الطفرتين الأولى و الثانية في النقاط التالية :⁴

- الزيادات الكبيرة التي طرأت على واردات الأقطار في سنوات السبعينات و الثمانينات ، سواء كان ذلك لمواجهة المتطلبات الاستهلاكية المتزايدة أو لأغراض التنمية الاقتصادية أو لتلبية الاحتياجات العسكرية ، أدت إلى زيادة معدلات تدفق الموارد المالية العربية إلى الدول الصناعية .

¹ : منصور الراوي : مرجع سابق ، ص 62

^{.59} معهد البحوث و الدراسات العربية: مرجع سابق ، ص 2

^{3 :} عاطف سليمان : الثروة النفطية و دورها العربي ، الدور السياسي و الاقتصادي للنفط العربي ، مركز دراسات الوحدة العربية ،بيروت ، 2009 ، ص 210 .

[.] باشا زکریا عبد الحمید $\, (\,$ بتصرف $\,) :$ مرجع سابق ، ص ص $\, -146 \, . \, .$

-إن الجزء الأكبر من المساعدات و القروض التي حصلت عليها الدول النامية استخدمتها في الاستيراد من الدول الصناعية، أي أن هذه الأموال استقرت في النهاية في اقتصاديات الدول الصناعية .

-إن الأموال التي أودعت في البنوك و مؤسسات التمويل في الدول الصناعية كان يعاد تدوير الجزء الأكبر منها بشكل قروض للدول النامية مقابل معدلات فائدة مرتفعة للغاية مما مثل عبئا متزايدا على هذه الدول بدأ يظهر أثره بوضوح في السنوات الأولى من الثمانينيات ، و قد تفاقم هذا العبء إلى الحد الذي أصبح يمثل أزمة رهيبة تمدد السوق النقدية الدولية .

- تدل الأحداث على أن العديد من الصفقات الاستثمارية العربية التي تمثلت في شراء عقارات أو حصص من شركات أميركية أو أوروبية كانت تتم بأسعار مغالي فيها بشكل كبير ، كما ساعد بعض هذه الصفقات في إصلاح الوضع المالي المتدهور للشركات التي تم شراؤها مما جنبها الانهيار و الإفلاس . هذا بالإضافة إلى بعض رجال الأعمال الأميركيين كانوا يرون في بيع حصة من شركاتهم لمستثمرين عرب فرصة جيدة لفتح مجالات جديدة لمنتجاتهم في أسواق الشرق الأوسط .

- ترتب أيضا على مساهمة الأقطار النفطية في تقديم معونات و تيسيرات مالية ملموسة للدول النامية ان تقاعست الدول الصناعية عن تقديم الحد الأدنى لالتزامها بمساعدة هذه الدول ، و يظهر ذلك جليا من انخفاض نسبة المعونات التي قدمتها الدول الصناعية للدول النامية والتي بلغت عام 1989 معدل 0.36 % من إجمالي دخلها القومي.

و بذلك يمكن القول إن المستفيد الأكبر من عملية تدوير الفوائض النفطية هي الدول الصناعية حيث ساعدت هذه الأخيرة على تحقيق الاستقرار النقدي في هذه الدول من حيث توفير السيولة اللازمة للاستثمار و بالتالي زيادة التشغيل و الإنتاج .

3 . ضرورة استثمار أفضل للفوائض المالية المتأتية من الطفرة النفطية الثالثة

و هناك العديد من الأسباب التي استدعت استثمارا أفضل للطفرة النفطية الثالثة ، أهمها :

- ثمة فرصة أخرى أتيحت للدول النفطية لإحداث تنمية حقيقية يجب عدم إهدارها ، خاصة و أن هناك " مؤشرات عديدة في العالم تقول أن أزمة الطاقة تدفع إلى التفكير الجدي في البحث عن مصادر بديلة للنفط، وهناك خطط و استراتيجيات كبيرة في الولايات المتحدة و أوروبا من اجل ذلك كما أن هناك توسعا ملحوظا في بناء محطات الطاقة النووية للأغراض السلمية ، و هذا يعني أن الأمر

يتعلق بمستقبل النفط كمصدر للطاقة ، و ما يشير إليه البعض من انتهاء عصر النفط 1 ، بالإضافة إلى كون احتياطات الدول النفطية و بالأخص العربية منها مرشحة للنضوب .

- لكون هذه الطفرة هي الثالثة من نوعها فانه من المفترض أن تكون الدول النفطية قد استوعبت بحربة الطفرتين السابقتين ، فحددت الأخطاء ونتائجها السلبية وحفظت الدروس ، ففي الطفرة الأولى و الثانية كانت الدول العربية النفطية مثلا تفتقر إلى الهياكل الاقتصادية و المادية القادرة على استيعاب الفوائض المالية بشكل سليم ، و هذا ما يبرر اندفاعها نحو الصرف على البنية التحتية بشكل كبير .

- جاءت الطفرة النفطية الثالثة بعد فترة تعثر اقتصادي شهدتها الدول النفطية ، نظرا لانخفاض أسعار النفط بشكل كبير بداية من النصف الثاني من عقد التسعينيات، أي أن هذه الدول رأت كيف تأثرت إقتصاداتها سلبيا بمجرد انخفاض أسعار النفط وتوقفت المشروعات واختلت الميزانيات وموازين التجارة الخارجية ... الخ، وهذا من المفترض أن يدفعها إلي الاستخدام السليم لفوائض النفط لبناء اقتصاد لا يتأثر بتقلبات الأسعار.

- جاءت الطفرة النفطية الثالثة في ظل تزايد ملحوظ في عدد السكان في الدول النفطية ، وفي ظل مشاكل اقتصادية في مقدمتها مشكلة البطالة، وهذا يعني أن مجتمعات الدول النفطية وعلى الأخص الدول الخليجية قد أصبحت مجتمعات معقدة تحتاج إلى أكثر من زيادة الرواتب أو الصرف على الخدمات الاجتماعية، وإنما إلى تنمية اقتصادية وبشرية حقيقية طويلة الأمد.

^{1:} محمد ناصر شحاتة: الخليج و الطفرة النفطية الثانية .. أولويات الإنفاق ، مجلة السياسة الدولية ، العدد 171، المجلد 43، القاهرة، يناير 2008 ،ص 65.

ثالثا: نشأة صناديق الثروة السيادية .

إن مصطلح صناديق الثروة السيادية صيغ في سنة 2005 من قبل الصحفي أندرو روزانوف 1، في مقاله الشهير" من يملك ثروة الأمم؟"، و المنشور في مجلة المصارف المركزية ، حيث كانت مقالة أندرو روزانوف نذيراً بالنهاية الأولية للصعود الهادئ لصناديق الثروة السيادية، محددة هذه الصناديق بصفتها فئة استثمارية عالمية فاعلة، وصحيح أن صناديق الثروة السيادية كانت موجودة منذ وقت طويل، إلا أنها لم تنتقل من كونها لاعباً هامشياً إلى لاعب مركزي في التمويل العالمي سوى في منتصف العقد الأول من القرن الحالى، حيث بدأ النظر إليها بهذه الصفة.

إلا أن صناديق الثروة السيادية ذاتها وجدت وتعددت من حيث النشأة والانتماء الجغرافي على مدى ما يزيد عن نصف قرن ، و الجدول الموالي يبن التطور العددي لصناديق الثروة السيادية .

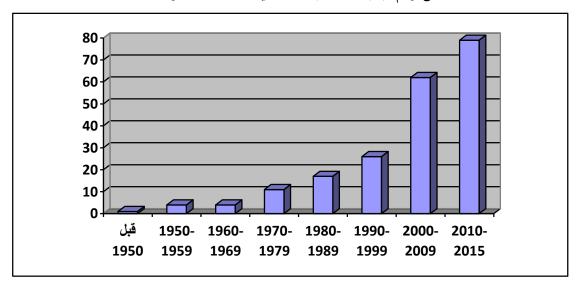
الجدول رقم (7): النمو العددي لصناديق الثروة السيادية:

أهم الصناديق	مصدر غير سلعي	من مصدر سلعي	العدد	الفترة
– صندوق مدرسة الدائم تكساس	0	1	1	قبل 1950
هيئة الاستثمار الكويتية	0	3	3	1959-1950
صندوق احتياطي معادلة الإيرادات(كيرباتي)				
مجلس الاستثمار ولاية نيو مكسيكو				
-	0	0	0	1969-1960
جهاز ابوظبي للاستثمار	1	6	7	1979-1970
تيماسيك القابضة (سنغافورة)				
صندوق ألاسكا الدائم				
حكومة سنغافورة للاستثمار	1	5	6	1989-1980
وكالة الاستثمار في بروناي				
صندوق الاحتياطي العام للدولة				
صندوق معاشات التقاعد الحكومي – العالمي-النرويج	4	5	9	1999-1990
شركة SAFE الاستثمار (الصين)				
مؤسسة الاستثمار الصينية	15	21	36	2009-2000
صندوق ضبط الإيرادات الجزائري				
صندوق التنمية الوطنية من إيران	6	11	17	2015-2010
صندوق الاستراتيجي الإيطالي				
_	27	52	79	المجموع :

المصدر: من إعداد الطالبة بناءا على معطيات من: معهد صناديق الثروة السيادية لشهر سبتمبر 2016.

¹: Andrew Rozanov: **Who holds the wealth of nations?**, Central Banking Quarterly Journal, May 2005, Volume 15, Number 4, p 1. Available at:

⁽http://piketty.pse.ens.fr/files/capital21c/xls/RawDataFiles/WealthReportsEtc/SovereignFunds/General/Rozanov2005.pdf)



الشكل رقم (2): التطور العددي لصناديق الثروة السيادية

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على الجدول السابق.

من خلال الجدول أعلاه و الشكل المرافق له، يتجلى بوضوح دور الطفرات النفطية في نشأة صناديق الثروات السيادية وكذلك زيادة أعدادها حيث تأسست أول موجة من صناديق الثروات السيادية من قبل الدول المنتجة للنفط بعد زيادة أسعار النفط في السبعينيات والثمانينيات، وهناك 36 صندوقا تزامن تأسيسهم مع ارتفاع أسعار النفط خلال الطفرة الثالثة للنفط، وهذا ضمن 79 صندوقا للاستثمارات الوطنية التي تملكها حكومات دول، و تكون نصفها تقريباً منذ سنوات طويلة كوسيلة لتحوط الدول النفطية للمستقبل من خلال استثمار عوائد بيع الثروات الناضبة بغرض توفير دخل سنوي مستقر لأطول مدة ممكنة وتخفيف التذبذب الحاصل في عوائد بيع هذه الثروات نتيجة لعوامل السوق، و هناك عدة اعتبارات كانت وراء إنشاء صناديق الثروة السيادية بالنسبة للدول النفطية أهمها:1

الاعتبار الأول: هو النضوب الطبيعي للموارد، و الحاجة إلى بناء أصول أخرى ، تدر دخلا للأجيال ، تعوض نضوب الأصل الحالي واستغلال إيراداته من قبل الجيل الحالي، و هو ما اصطلح عليه بالعدالة بين الأجيال، و بمقتضى ذلك الاعتبار فقط ، فإن الدول ذات العمر القصير لاحتياطي الأصل الناضب، يكون لديها حافز أكبر للادخار من الدول ذات العمر الزمني الأطول لاحتياطها ، كدول الخليج مثلا ، التي يتراوح فيها عند مستويات الإنتاج الحالية بين عشرين إلى أكثر

^{1:} ماجد عبد الله المنيف: صناديق الثروة السيادية و دورها في إدارة الفوائض النفطية ، بحوث اقتصادية عربية ،تصدر عن مركز دراسات الوحدة العربية ، العدد 47، لبنان ، صيف 2009، ص ص 60 ، 61.

من مائة عام ، و بمتوسط 75 عاما لدول الخليج مجتمعة ، أما إذا أخذنا نظرة شاملة للنضوب (أي تقلص الطلب على النفط ، و بالتالي إنتاجه و صادراته ، بسبب البدائل بغض النظر عن النضوب)، و أضفنا أن العمر الزمني للاحتياطي غير ثابت ، إذ يمكن أن يتسارع بالاستغلال المفرط ، و يمكن أن يرتفع بالتطور التقني و زيادة الاستثمار لتطوير الاحتياطي ، يصبح العمر الزمني للاحتياطي حينئذ غير ذي أهمية بالنسبة إلى قرار إنشاء الصندوق الادخاري من عدمه .

- الاعتبار الثاني: يتعلق بالطاقة الاستيعابية للاقتصاد الوطني و إمكانات تنويع قاعدته، و هذه تعتمد على حجم الاحتياطي والإنتاج، و بالتالي العائدات للفرد، و كذلك حجم الاقتصاد، و مقارنة بتلك العائدات، و عوامل أخرى مرتبطة بالإمكانات الحالية و الممكنة لذلك الاقتصاد، و هذا يعني أن الاقتصاد صغير الحجم قليل السكان، و ذا إمكانات التنويع المحدودة، لديه حافز اكبر لإنشاء صناديق ادخار العوائد النفطية.

و جاءت الموجة الثانية من صناديق الثروات السيادية بعد تطور مفهوم هذه الصناديق ، حيث أصبحت تستخدم لإدارة الرصيد الفائض من العملات الأجنبية كما في حالات كل من الصين واليابان وكوريا الجنوبية وسنغافورة وغيرها من الدول الأسيوية، حيث تمكنت هذه الأخيرة من تحقيق طفرة تنموية كبرى مكنتها من تحقيق نقلة نوعية في مجال التصدير ، حتى باتت "تستحوذ على حوالي طفرة تنموية كبرى مكنتها من تحقيق نقلة نوعية في مجال التصدير ، حتى باتت "تستحوذ على حوالي طفرة من إجمالي الصادرات العالمية السلعية ، و هو ما ولد فوائض ضخمة في الموازين التجارية لتلك الدول " ألدول " أل

و إن كان للطفرات النفطية دور مهم في بروز فكرة إنشاء صناديق الثروة السيادية إلا أن إنشاء أول صندوق سيادي في العالم كان قبل وقوع الطفرة النفطية الأولى، حيث تم تأسيس أول صندوق سيادي في خمسينيات القرن الماضي وهو الهيئة العامة للاستثمار الكويتية و هذا سنة 1953 و كان الغرض من الهيئة استخدام" عائدات النفط لإنشاء صندوق للمستقبل وهذا للحد من اعتمادها على واحد من الموارد غير المتجددة"2، و كذلك "الصندوق الاحتياطي لمعادلة الإيرادات في كيرباتي "سنة

²:Sovereign Wealth Fund Institute :**Kuwait Investment Authority**, Updated 2008, Available at: (http://www.swfinstitute.org/fund/kuwait.php).

¹² ص عبد السلام على : مرجع سابق ، ص 1

^{*:} أنشئ قبل نحو 60 سنة من قبل المستعمر البريطاني لإحدى الجزر الصغيرة في المحيط الهادئ (جزيرة كيرباتي) بغرض استثمار الفوائض من تصدير سماد الطيور وذلك بحدف المحافظة على دخل مستقر يمكن الصرف منه لإدارة شؤون الجزيرة. ولا يزال هذا الصندوق قائماً حيث نمت موارده إلى أن وصلت إلى 9 أمثال الدخل السنوي للجزيرة.

1956، و مع ذلك يمكن أن يضم البعض مؤسسة النقد العربي السعودي بوصفها جزءا من الفوج الأولي من الصناديق، إلا أن مؤسسة النقد العربي السعودي هي البنك المركزي للمملكة العربية السعودية ، و بالتالي فهي ليست صندوقاً مخصصاً لهذا الغرض "1".

و خلال سبعينيات القرن الماضي، تم تأسيس عدد من صناديق الثروة السيادية الجديدة و منها صندوق تماسيك المملوك من سنغافورة سنة 1974 و صندوق ألاسكا سنة 1976 و في نفس العام تم إنشاء هيئة أبوظبي للاستثمار ، بهدف استثمار الفوائض المالية لإمارة أبوظبي .

و لم يشهد عقدا الثمانينيات والتسعينيات نشاطاً يذكر في ما يتعلق بإنشاء صناديق الثروة السيادية ، باستثناء شركة الاستثمارات البترولية الدولية في أبو ظبى التي أنشئت في العام 1984 .

وفي مطلع القرن الحالي ازداد عدد صناديق الثروة السيادية بشكل كبير، حيث تم إنشاء " أربع و عشرين من صناديق الثروة السيادية غير التقاعدية الأربعة والأربعين التي كانت موجودة بحلول العام عشرين من صناديق الثروة السيادية الآن تبعاً لأحدث تقرير صادر عن معهد صناديق الثروة السيادية 2 صندوق.

و تعد أسباب انتشار صناديق الثروة السيادية التي يصعب معها إرجاع الطفرة غير المسبوقة في عدد صناديق الثروة السيادية وحجمها إلى عامل واحد محدد بعينه ، و الأرجح أنما نتاج تضافر مجموعة من العوامل و التطورات التي تزامنت أو تفاعلت فيما بينها وعلى رأسها :4

- الارتفاع المطرد لأسعار الطاقة ،
- النمو المتسارع لعدد من الدول اقتصاديا،
- تراكم احتياطي النقد الأجنبي لدى حكومات الدول المصدرة للسلع المصنعة أو للطاقة ،

¹: Sven Behrendt and Bassma Kodmani : Managing Arab Sovereign Wealth in Turbulent Times- and Beyond , Number 16, D.C.: Carnegie Middle East Center, April 2009, p 4 , Available at: (http://carnegieendowment.org/files/sovereign_wealth_turbulent.pdf)

²: Edwin M. Truman, " **A Blueprint for Sovereign Wealth Fund Best Practices"**, Number PB 08-3, Washington, D.C.: Peterson Institute for International Economics, April 2008, p 2, Available at: (http://www.iie.com/publications/pb/pb08-3.pdf).

³: Sovereign Wealth Fund Institute: Sovereign Wealth Fund Rankings, .2015

⁴: Martin A. Weiss, **Sovereign Wealth Funds: Background and Policy Issues for Congress**, CRS Report For Congress , Congressional Research Service , Order Code RL34336, Updated September 3, 2008, p p 6-8, Available at: (http://fpc.state.gov/documents/organization/110750.pdf)

- تراكم بعض الخبرات و المعرفة بأسواق المال العالمية لدى الدول المعنية على نحو دفعها لعدم الاكتفاء بالأدوات التقليدية للاحتفاظ بالأرصدة التي تعد أنها تزيد على الحدود المتعارف عليها ، و المتبعة في السياسات النقدية (سواء كان ذلك يعادل ثلاثة أشهر من الواردات أو ما يغطى عاما) .

- من خدمة الدين الخارجي و من ثم فقد اتجهت الدول لاستغلال الفوائض من خلال تنويع استثماراتها الخارجية طلبا لزيادة العائد ، حتى مع التعرض للمخاطر في بعض الأحيان . ويتأكد ذلك الاتجاه في حالة دول مجلس التعاون الخليجي على سبيل المثال ، في ضوء الإحصائيات التي تبين تراجع نسبة ودائعها الرسمية في البنوك الأجنبية إلى إجمالي أرصدتها الأجنبية من نحو 45 % عام 2001 إلى 27 % عام 2006 ، بما يظهر اتجاها واضحا نحو التنويع .

- إعطاء اعتبار من جانب بعض الدول التي أنشأت صناديق الثروة السيادية لأهمية الاستثمار في أسواق الدول المتقدمة ، فضلا عن عائده المباشر الذي يعد أيضا ضمانة لاستمرار النمو العالمي في إطار الاعتماد المتبادل الذي يعود بالنفع على الطرفين .

و يجب الإشارة انه و بالموازاة مع تطور صناديق الثروة السيادية من حيث العدد أو الجهة التي أنشأته، حدث أيضا تطور من حيث التسمية، ففي البداية استعمل مصطلح البترودولار و هذا للدلالة على الفوائض الدول النفطية و الموظفة في الخارج، إلا أن هذا المفهوم أوسع من مفهوم صناديق الثروة السيادية لأنه يشمل مختلف آليات توظيف الفوائض النفطية و التي تمثل صناديق الثروة السيادية نوعا من هذه الآليات.

ثم استخدم مصطلح صناديق النفط لأنها كانت تعتمد على عوائد النفط ، و سميت أيضا بصناديق الموارد الطبيعية "خاصة عندما تتحقق العوائد من مصادر طبيعية أخرى غير النفط كالحديد و الفحمالخ "1" ، و في الأخير و مع تبني الدول غير النفطية إنشاء هذه الصناديق ظهرت تسميتها الحالية صناديق الثروة السيادية و هذا سنة 2005 .

 $^{^{1}}$: رضا عبد السلام على ، مرجع سابق ، ص 26 .

المبحث الثالث: مفهوم صناديق الثروة السيادية.

إن وصف صناديق الثروة السيادية لم يستخدم إلا منذ 2005 ، و هذا بالرغم من أنها وجدت و تعددت من حيث النشأة و الانتماء الجغرافي على مدى ستون سنة ، لذلك ثمة اختلافات في الأدبيات المتاحة حول مفهوم و دور هذه الصناديق .

أولا: تعريف صناديق الثروة السيادية

بعد ظهور مصطلح صناديق الثروة السيادية سنة 2005 تكاثرت الدراسات التي تعني بهذه الصناديق و كان جلها من مؤسسات مالية خاصة و دولية و مراكز أبحاث في الدول الغربية ، و في البداية تميزت هذه الدراسات باختلافات كبيرة لتقديرات أصول صناديق الثروة السيادية و هذا بسبب عدم وجود إجماع على تعريف دقيق لهذه الصناديق، و نذكر أهم التعاريف :

تعرف الخزانة الأميركية صناديق الثروة السيادية بأنها " الاستثمار الحكومي الذي يتم تمويله من احتياطيات النقد الأجنبية للدول المالكة ، و التي تدار بشكل مستقل عن احتياطيات النقد الأجنبية الرسمية من السلطات النقدية " 1 ، وتحدف إلى الربح من خلال الاستحواذ على حصص في أسهم الشركات الأجنبية " 2 .

بينما يعرف نائب مكتب الشؤون الدولية "Clary Lowery" صناديق الثروة السيادية وهذا في خطابه يوم 21 جوان 2007 كما يلي: "صندوق الثروة السيادية هو عبارة عن آلية حكومية استثمارية وظفت لتبادل الممتلكات الأجنبية بمعزل عن الاحتياطات الرسمية" 3.

و يعرفها معهد ماكينزي الدولي" McKinsey Global Institute "بأنها" تلك الممولة من احتياطيات البنوك المركزية و تهدف إلى تعظيم العوائد المالية ضمن حدود خطر معينة ، و بذلك فمعهد ماكينزي يستثني من هذه الأموال الشركات القابضة الحكومية مثل تيماسيك (سنغافورة) وخزانة (ماليزيا) " 4 .

¹ :International Monetary Fund : **Sovereign Wealth Funds - A Work Agenda** , Prepared by the Monetary and Capital Markets and Policy Development and Review Departments, Washington, D.C.: International Monetary Fund , February 29, 2008, p 37, Available at: (http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/022908.pdf).

²: Lee Hudson Teslik: **Sovereign Wealth Funds**, Updated: January 28. 2009, Available at: (www.cfr.org-publication-15251.htm).

³: Stephen Jen: **The Definition of a Sovereign Wealth Fund**, Morgan Stanley Research, October 2007, Available at: (http://sovereignwealthfunds.files.wordpress.com/2008/01/the-definition-of-a-sovereign-wealth-fund-morgan-stanley-october-2007.pdf).

⁴: International Monetary Fund, Sovereign Wealth Funds - A Work Agenda", Op-Cit, p 37.

و يعرفها معهد صناديق الثروة السيادية *، بأنها " آلية أو أداة ينشئها بلد لديه فائض مالي محقق نتيجة فائض الميزان التجاري، أو بسبب ارتفاع الإيرادات العامة للدولة بمدف ادخار أو استثمار هذا الفائض داخليا أو خارجيا في الأسواق المالية العالمية أو البنوك و المؤسسات المالية الدولية " أ.

و يعرفها البنك الألماني دويتشه " Deutsche Bank " بأنها " الوسائط المالية المملوكة للدولة التي تحتفظ و تدير الموارد المالية العامة ، و تستثمرها في أصول متنوعة ، و تلك الموارد ناتجة من سيولة إضافية في القطاع العام ، بسبب فوائض أو الاحتياطات الرسمية للبنوك المركزية "2 .

أما ايدوين ترومان "Edwin M. Truman "، من معهد بيترسون للاقتصادي الدولي **في واشنطن ، فيعرف تلك الصناديق بأنها " قنوات من الأصول الدولية ، التي تملكها و تديرها الحكومات لتحقيق أهداف اقتصادية و مالية متنوعة ، و أحيانا أصول محلية " 3.

كما تعرفها منظمة التعاون الاقتصادي و التنمية بأنها " وسائط استثمار مملوكة للحكومة يتم تمويلها من موجودات الصرف الأجنبي " 4.

تشير هذه التعاريف أن صناديق الثروة السيادية هي مجموعة غير متجانسة من الأموال التي تشترك ميزة واحدة رئيسية - ملكية الحكومة.

أما عن التعريف الأكثر استخداما و الذي يعبر عن المفهوم الشامل لصناديق الثروة السيادية هو تعريف صندوق النقد الدولي على أنها "صناديق أو ترتيبات للاستثمار ذات غرض خاص تملكها الحكومة العامة ****، وتنشئ الحكومة العامة صناديق الثروة السيادية لأغراض اقتصادية كلية، وهي صناديق تحتفظ بالأصول أو تتولى توظيفها أو إدارتها لتحقيق أهداف مالية، مستخدمة في ذلك استراتيجيات استثمارية تتضمن الاستثمار في الأصول المالية الأجنبية، وتنشأ صناديق الثروة السيادية في العادة معتمدة على فوائض ميزان المدفوعات، أو عمليات النقد الأجنبي الرسمية، أو عائد الخصخصة، أو فوائض المالية العامة، أو الإيرادات المتحققة من الصادرات السلعية، أو كل هذه

^{* :} هي مؤسسة متخصصة في دراسة استثمارات الحكومات والصناديق السيادية، وهو موجود بشيكاغو بالولايات المتحدة الأمريكية.

¹:Sovereign Wealth Fund Institute: About Sovereign Wealth Funds, 2008,

²: Deutsche Bank : Sovereign wealth funds - state investments on the rise, Deutsche Bank Research , September 2007, p 2 , Available at:

⁽http://www.dbresearch.de/PROD/DBR_INTERNET_DE-PROD/PROD000000000015270.pdf)

^{**:} معهد بيترسون للاقتصاد الدولي ، الولايات المتحدة الأمريكية.

³:: International Monetary Fund: "Sovereign Wealth Funds - A Work Agenda", Op-Cit, p 37.

⁴ :OECD: **investment of sovereign wealth funds: are new rules needed?**, Investment Newsletter — Issue 5, October 2007, p 4, Available at: (http://www.oecd.org/investment/mne/39534401.pdf)

^{***:} تضم الحكومة العامة كلا من الحكومة المكزية و الحكومات دون المركزية .

الموارد مجتمعة، و يضم صندوق النقد الدولي في تعريفه هذا "صناديق استقرار العائدات*، و صناديق الادخار، و صناديق تمويل التنمية، و صناديق احتياطات التقاعد الحكومية غير المقترنة بالتزامات تقاعدية صريحة "1.

و بذلك فإن الأصول المستبعدة من صناديق الثروة السيادية تتضمن احتياطيات النقد الأجنبي التي تحتفظ بها السلطات النقدية للأغراض التقليدية المتعلقة بميزان المدفوعات والسياسة النقدية، أو أصول المؤسسات المملوكة للدولة بمفهومها التقليدي، أو صناديق تقاعد موظفي الحكومة، أو الأصول التي تدار لصالح أفراد.

و عليه فان المفهوم الشامل لصناديق الثروة السيادية لا يفرق بين الصناديق العائدة إلى الدول النفطية الناتجة من إنتاج و تصدير المورد الناضبة و تلك العائدة إلى حكومات دول ناتجة من فوائض في ميزانها الجاري بسبب الزيادة في صادراتها و تراكم احتياطيات صرف أجنبي لديها كالصين و سنغافورا ، كما لا يعترف بالوجود المؤسسي للصندوق لذلك يتم إدراج الاحتياطات الحكومية التي تديرها مؤسسة النقد العربي السعودي ضمن صناديق الثروة السيادية على الرغم من عدم وجود إطار مؤسسي مستقل للاستثمار .

2. الخصائص:

يوجد الكثير من المفاهيم المتصلة بصناديق الثروة السيادية "كالاحتياطات الرسمية ، و صناديق المعاش التقاعدي السيادي ، حيث هذه الأصناف من الأموال العامة تمتاز بخصائص مختلفة.

لقد حاول ستيفن جين " Stephen Jen " من بنك مورغن ستانلي "Morgan Stanley" إعطاء خصائص صناديق الثروة السيادية و هذا من خلال المقارنة بين هذه المفاهيم و استعان في دراسته برسوم بيانية تظهر علاقة هذه الأصناف من الأموال العامة بنسبة النقد الأجنبي المكون لها و طبيعة الديون ومدة الاستثمار و قابلية تحمل كل صنف للمخاطر، و خلصت الدراسة لكون صناديق الثروة السيادية تتميز عن باقى المفاهيم الأخرى بمجموعة من الخصائص و المتمثلة في : 2

^{*،} صندوق ضبط الإيرادات الجزائري هو من صناديق استقرار العائدات.

^{1:} International Monetary Fund, "Sovereign Wealth Funds - A Work Agenda", Op-Cit.

²: Stephen Jen: The Definition of a Sovereign Wealth Fund, Op-Cit p 4.

- السيادة:

تتفق صناديق الثروة السيادية في خاصية السيادة أي ملكية الصندوق تعود للدولة، فهي عبارة عن صناديق تستثمرها الحكومات من اجل أرباح تستخدم لأهداف اشمل .

- التعامل بقدر أكبر مع العملات الأجنبية:

صناديق الثروة السيادية "ليست بالضرورة تحتاج إلى أن تكون مكونة 100%من العملات الأجنبية لكن غالبا ما تكون تحتوي على نسبة معينة من العملات الأجنبية ومن أجل توضيح الفكرة نستعين بالأمثلة التالية: 1

- شركة تماسيك السنغافورية :" Singapore's Temasek Holdings ".
 - خزينة ماليزيا بمارد: " Malaysia's Khazanah Nasional BHD ".
- أموال الجالية الكندية (كيباك):" (Canada's Fond des generations (Quebec).

ليست كل أموال هذه المؤسسات من العملة الأجنبية و لكن نعتبرها صناديق ثروة سيادية بسبب امتلاكها لعرض مرتفع من العملات الأجنبية .

- عدم وجود ديون:

وتتميز صناديق الثروة السيادية بعدم امتلاكها ديوناً مصرحاً بما أو غير مصرح بما .

- قدرة أكبر على تحمل المخاطر،

صناديق الثروة السيادية تتحمل أعلى درجة للمخاطرة مثلها مثل صناديق المعاش التقاعدي السيادية و صناديق التحوط و في المقابل فان الاحتياطات الرسمية الأجنبية تتميز بانخفاض درجة تحمل المخاطر الائتمانية ، ويفسر هذا كون أغلب الاحتياطات الرسمية المحتفظة تكون على شكل سندات سادية .

- أفق استثماري طويل الأمد .

صناديق الثروة السيادية تتميز بطول آفاق استثمارهما مثلها مثل صناديق المعاش التقاعدي السيادية ، بالمقابل صناديق التحوط و الاحتياطات الرسمية الأجنبية تتميز بآفاق استثمارية قصيرة.

و يجب الإشارة أن صناديق الثروة السيادية في الأصل مجموعة غير متجانسة تختلف فيما بينها من حيث درجة كل خاصية من الخصائص السابقة الذكر فليس كلها تتوافق مع هذا النموذج الذي

¹: Stephen Jen: The Definition of a Sovereign Wealth Fund, Op-Cit, p 3.

وضعه ستيفن جون من مورغن ستانلي و لكن اغلبها يتوافق مع هذه الخصائص ، و تشترك في ميزة واحدة رئيسية - ملكية الحكومة.

 1 و نخلص لكون صناديق الثروة السيادية تتميز عن غيرها من الهيئات المالية الأخرى ب 1

- تتميز عن البنوك المركزية من حيث أهدافها، فهي تسعى إلى الاستثمار وليس إلى إدارة السياسة النقدية وسياسة الصرف، ويغلب على محفظة أصولها الاستثمار في الأسهم في حين أن البنوك المركزية، ولكونها ملزمة بالاحتفاظ بمستوى معين من السيولة لمواجهة التغيرات في أسعار الصرف، تستثمر أساسا في السندات. وهذا بالرغم من أن بعض الدول مثل الصين والنرويج توكل مهمة إدارة صناديقها السيادية إلى أقسام في البنوك المركزية لصالح وزارة المالية.

- تتميز عن صناديق المعاشات العمومية بكون موارد هذه الأخيرة تأتي أساسا من الاشتراكات من جهة، وهي تهدف إلى تمويل معاشات الأجيال القادمة من جهة ثانية.

- تتميز عن المؤسسات العمومية، حيث تأخذ المؤسسات العمومية شكل شركات تجارية وتخضع موجب ذلك للقانون التجاري. في حين أن الصناديق السيادية عبارة عن صناديق استثمار، و وظيفة الشركات الأساسية هي إنتاج السلع والخدمات في حين أن الوظيفة الأساسية للصناديق السيادية هي استثمار الأصول المالية.

^{1:} عبد الجيد قدي: الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة ، مداخلة في مؤتمر: الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي ، جامعة الجنان ، طرابلس – لبنان 13–14 آذار 2009، ص 1، تاريخ الاطلاع: 20-06-200، على الرابطة: (http://www.jinan.edu.lb/Conf/Money/1/phdkeddi.pdf)

ثانيا: أنواع صناديق الثروة السيادية.

بالموازاة مع التطور المفاهيمي لصناديق الثروة السيادية ظهرت عدة تقسيمات لها ففي البداية ساد تقسيمها طبقا لمصادر التمويل: صناديق سلعية و صناديق غير سلعية، و من ثم استخدم التقسيم الذي وضعه صندوق النقد الدولي و الذي يعتمد على التفرقة بين الصناديق طبقا لأهدافها الرئيسة، و إضافة لهذين التصنيفين التقليديين، قام الكثير من الباحثين بتقديم اقتراحات حول تقسيمات أكثر حداثة و وفقا لمعايير مختلفة، نذكر منها:

1. حسب مصدر التمويل:

من أول التصنيفات التقليدية لصناديق الثروة السيادية هو تصنيفها وفقا لمصادر أصولها ، و هي : — صناديق سلعية: وهي " الصناديق التي أنشئت من عائدات صادرات السلع الأساسية المملوكة من قبل الحكومة أو من خلال الضرائب " أ ، وفي مقدمتها النفط و الغاز ، و تعد الكويت الدولة الرائدة في مجال تأسيس صندوق يضمن للأجيال القادمة الحق في الانتفاع بالموارد الطبيعية الوطنية .

- صناديق غير سلعية: و هي الصناديق التي تتكون من موارد غير سلعية أنشئت" من خلال تحويل الأصول من احتياطات النقد الأجنبي الرسمية" 2، و تعد سنغافورة أول دولة تؤسس صندوقاً مهماً لا تغذيه عوائد الموارد الطبيعية، ففي عام 1981 قامت بإنشاء شركة استثمار حكومة سنغافورة.

لقد اعتبر سابقا هذا التصنيف من التصنيفات الدقيقة في تحليل أهداف صناديق الثروة السيادية و دورها ، إلى انه و مع مرور الزمن أصبح من الصعب اعتماده لتعدد أهداف و توجهات الصناديق التابعة لنفس الفئة، فمثلا الصناديق السلعية تخدم أهدافا متعددة لاسيما تثبيت إيرادات الموازنة و الادخار للأجيال اللاحقة و دعم ميزان المدفوعات عند الحاجة ، لكن بالنظر إلى الارتفاع الحاد و المستمر في أسعار معظم المواد الأولية في السنوات الأخيرة ، تحول العديد من الصناديق المنشأة أساسا لتثبيت إيرادات الموازنة أو دعم ميزان المدفوعات إلى صناديق ادخار حيث يمكنها الاستثمار في نطاق أوسع بكثير من صناديق التثبيت أو الدعم المالي التي تركز عادة على التوظيف من موجودات سائلة و معدنية المخاطر.

_

¹: Bill Brummitt. Devlin Will: **A few sovereigns more**: **the rise of sovereign wealth funds**, 2008, p 5, Available at: (www.treasury.gov_au-documents-1329).

²: Sovereign Wealth Fund Institute: **About Sovereign Wealth Funds**, 2008, Op-Cit.

2. حسب الهدف من إنشائها:

تنشئ الحكومات صناديق الثروة السيادية لأسباب عديدة و تشير تحليلات صندوق النقد الدولي إلى وجود خمسة أنواع من هذه الصناديق يمكن التمييز بينها عموما وفقا لهدفها الأساسى:

- صناديق الاستقرار: التي يتمثل هدفها الأساسي في حماية الميزانية و الاقتصاد ككل من تذبذبات أسعار السلع (النفط في العادة)"¹، و من أمثلتها: صندوق شيلي للاستقرار الاقتصادي والاجتماعي، و صندوق تنظيم الإيرادات الجزائري، و صندوق الاحتياطي في روسيا.

- صناديق الادخار للأجيال القادمة: التي تعدف إلى تحويل الأصول غير المتجددة إلى حافظة أصول أكثر تنوعا²، لتجنب المشكلات التي تنجم عن ما يعرف بالمرض الهولندي^{*}، ويمثل هذا النوع مع صناديق التثبيت، وفقا لبعض الدراسات، حوالى ثلثى عدد صناديق الثروة السيادية³.

- شركات استثمار الاحتياطات: التي لا تزال أصولها تدرج في الغالب ضمن فئة الأصول الاحتياطية ويتم إنشاؤها لزيادة العائد على الاحتياطيات، و يعد الاستثمار في الاحتياطات الدولية بمثابة كيان منفصل ، وظيفته إما خفض التكاليف السالبة الناجمة عن الاحتفاظ بالاحتياطات أو مواصلة السياسات الاستثمارية ذات العوائد المالي ، و ينظر في أحيان كثيرة إلى الموجودات التي تقع ضمن الترتيبات الأخيرة بأنها ما زالت تعد ضمن نطاق الاحتياطات على الرغم من انخفاض سيولتها و ارتفاع درجة مخاطرها بسبب تفضيل العائد المرتفع على السيولة . 4

- صناديق التنمية: التي تساعد في العادة على تمويل المشاريع الاجتماعية الاقتصادية أو تشجيع السياسات المتبعة في قطاعات النشاط والتي يمكن أن تعزز نمو الناتج المحتمل في البلد المعني.

^{1:} نشرة صندوق النقد الدولي الإلكترونية: صندوق النقد الدولي يكثف عمله المعني بصناديق الثروة السيادية ، 4مارس2008، ص 2، على الرابط: (http://imf.org/external/arabic/pubs/ft/survey/so/2008/POL030408Aa.pdf)

[.] 3 - المرجع السابق ، ص ص 2 : المرجع

^{*:} ينشأ المرض الهولندي عندما تسبب التدفقات الداخلة للعملة الأجنبية زيادة في أسعار الصرف الحقيقية في البلد المتضرر. ويتمثل تأثير المرض الهولندي في خفض القدرة التنافسية الخارجية، مما يؤدي إلى إضعاف الصادرات الصافية، والإسهام بالتالي في فقدان وظائف في الصناعات ذات الصلة. والنتيجة النهائية إلحاق الضرر بالصناعات التي لا تقوم على الموارد من جراء زيادة الثروة التي تولدها الصناعات القائمة على الموارد.

³: Cornelia Hammer and others :**Sovereign Wealth Funds: Current Institutional and Operational Practices**, International Monetary Fund, WP/08/254 IMF Working Paper, Monetary and Capital Markets Department , November 01, 2008 , Available at:

⁽http://www.thepresidency.gov.za/ElectronicReport/downloads/volume_4/business_case_viability/BC1_Research_Material/S overign_Wealth_Funds2.pdf)

^{4 :} صفاء عبد الجبار الموسوي ، واثق علي محي المنصوري : اقتصاديات صناديق الثروة السيادية ،الطبعة الأولى، دار الأيام للنشر و التوزيع ، الأردن ، 2015 ، ص 22.

- صناديق احتياطيات طوارئ التقاعد: التي تغطي (من مصادر بخلاف اشتراكات الأفراد في معاشات التقاعد) التزامات التقاعد الطارئة غير المحددة في الميزانية العمومية للحكومة." وتقدر نسبة هذا النوع حوالي 20 % من إجمالي عدد الصناديق السيادية".

وينبغي في واقع الأمر توخي المرونة في استخدام هذا التصنيف ،" نظرا إلى أن أهداف صناديق الثروة السيادية قد تكون متعددة أو متداخلة أو قد تتغير بمرور الوقت، ومثال ذلك أن بعض صناديق استقرار المالية العامة قد تطورت لكي تصبح صناديق ذات أهداف ادخارية، لأن الاحتياطيات المتراكمة تجاوزت على نحو متزايد المبالغ المطلوبة لتحقيق استقرار المالية العامة على المدى القصير أو الحدّ من تأثير تدفقات العملات الأجنبية الداخلة" 2، مثال ذلك صناديق التثبيت في دول كروسيا و بتسوانا ضمت مع صناديق الادخار عندما زادت التراكمات الاحتياطية بما يفوق الكميات المطلوبة للتثبيت المالي في المدى القصير "3.

و تجدر الإشارة إلى أن اختلاف أهداف صناديق الثروة السيادية و تعددها " يلقي بظلاله على تنوع استراتيجيات الاستثمار التي تتبعها تلك الصناديق، و موازنتها بين العوائد و المخاطر و الأفق الزمني الذي يحكم هذه الاستثمارات. فعلى سبيل المثال، صناديق التثبيت أو الاستقرار تحافظ على قدر اكبر من السيولة، و هي ذات أفق استثماري قصير الأجل، مقارنة بصناديق الثروة السيادية ذات الأهداف الادخارية، و التي تنخفض احتياجاتها للسيولة"4.

و قد أعادت عدة بلدان النظر في أهداف صناديق الثروة السيادية التي تملكها و أعادت تصميم هياكلها لتوسيع نطاق ادوار السياسات و أهداف الاستثمار الخاصة بها، وقد حدث هذا خلال الأزمة المالية العالمية ، حيث أنيط ببعض صناديق الثروة السيادية دور أكثر فعالية في تحقيق استقرار النظم المالية المحلية. ونظرا إلى حدة الأزمة، حرصت الحكومات على التوجه إلى صناديق الثروة السيادية لدعم شركاتها المحلية المتعثرة أو تخفيض العجز المالي الحكومي أو تمويل برامج التحفيز السيادية لدعم شركاتها المحلية المتعثرة أو تخفيض العجز المالي الحكومي أو تمويل برامج التحفيز

^{1 :} هشام حنضل عبد الباقي: رؤية لتفعيل دور صناديق الثروة السيادية لتجنب الأزمات المالية و الاقتصادية في دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية ، مجلة التعاون ، العدد 69 ، الرياض، المملكة العربية السعودية، مارس 2010 ، ص 29.

²: Udaibir S. Das and others: **Economics of sovereign wealth funds: issues for policymakers**, Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2010, p61.

^{3:} هشام حنضل عبد الباقي ، مرجع سابق ، ص 28 .

^{4:} حسن حجازي: قوة جديدة في الاقتصاد العالمي: صناديق الثروة السيادية بعد الأزمة المالية ، مجلة السياسة الدولية ، العدد184 ،المجلد 46 ، مطابع الأهرام الجارية قليوب ، مصر ، افريل 2011، ص ص 45 155 .

الاقتصادي. وقد يؤدي الدور الذي اضطلعت به الصناديق في إدارة ا لأزمة إلى تغييرات في الإطار التشريعي لبعض هذه الصناديق. و من أجل التفريق بين الأنواع الخمسة السابقة الذكر الجدول التالي يعطى صورة عن خصائص كل نوع و أمثلة عنه.

الجدول رقم (8): الأنواع الخمس لصناديق الثروة السيادية

نماذج عن الصندوق	خصائص الصندوق	نوع الصندوق
- صندوق الاحتياطي الروسي(RRF)	الأفق الزمني للاستثمار قصيرة ومتوسطة الأجل	صناديق الاستقرار
- هيئة الاستثمار الكويتية (KIA)	مستثمر على المدى الطويل	صناديق الادخار
- صندوق المعاشات التقاعدية الحكومي		للأجيال القادمة
للنرويج (GPFG)		
- الشركة الصينية للاستثمار (CIC)	المدى الطويل ،	شركات استثمار
- حكومة سنغافورة للاستثمار (GIC)	أكثر عدوانية في متطلبات العودة.	الاحتياطات
- صندوق التنمية لبلدان الشمال (NDF)	يركز على الجوانب الاجتماعية، و أقل تركيزاً	صناديق التنمية
- صندوق التنمية الأوروبي(EDF)	على العائدات.	
- صندوق المستقبل الحكومي الأسترالي	معظمها على المدى الطويل،الرغبة في المخاطرة	صناديق احتياطيات
(AGFF)	والاستثمار،أفق زمني يعتمد على الاتجاهات	طوارئ التقاعد
	والجدول الزمني لالتزامات المعاشات التقاعدية	
- تيماسيك القابضة (Temasek)	مستثمر استراتيجي على المدى الطويل،	إدارة الأصول
	حصص كبيرة	الحكومية

Source: Afshin Mehrpouya and others: An Analysis of Proxy Voting and Engagement Policies and Practices of the Sovereign Wealth Funds, IRRCi SWF, Report October 2009, p 9-10.

3. صناديق الثروة السيادية وفقا لتصنيف دكسون و مونك :

تقدم آدم دكسون " Adam Dixon " و أشبي مونك " Adam Dixon " باقتراح التصنيف أكثر تفصيلا و دقة لصناديق الثروة السيادية يرتبط هذا التصنيف بالدولة و سيادتها، و يتضمن خمسة أنواع رئيسية هي: صناديق ما بعد الاستعمار ، صناديق الربع ، الصناديق المنتجة، الصناديق المناطقية (الإقلمية) ، و الصناديق الأخلاقية (الفاضلة) ، و كما يشير هذان الباحثان فان هذا التصنيف الاستقرائي لا يحل محل التصنيفات الأخرى، " بل هو اختزال تاريخي لتحقيق فهم

^{* :}University of Bristol

^{** :}University of Oxford

أعمق للأهمية المحتملة طويلة المدى للصناديق الثروة السيادية و العوامل التي قد تعزز تطور الصناديق الجديدة في البلدان المختلفة بصورة اكبر"1.

و فيما يلي شرح لأنواع صناديق الثروة السيادية كما أوردها دكسون و مونك:

- صناديق الثروة السيادية لمرحلة ما بعد الاستعمار:

يعتبر هذا النوع من الصناديق وسيلة زيادة قدرة الدولة على الاندماج، و بالتالي القيام بتحسين – جزئي – للعجز السيادي الملاحظ في هذه الدولة، و يفسر ذلك بكون " أن دول ما بعد الاستعمار ، وخاصة الصغيرة منها لا تستطيع في نظام عالمي من 195 دولة ، أن تنسجم بسهولة داخل مجموعاتها الحدودية، و نتيجة لذلك ، قد تسعى دول ما بعد الاستعمار إلى أن تستقل بنفسها ، و أن تكتسب قبولا على نطاق أوسع من مجموعات الدول النظيرة الأكثر قوة "2، و في هذا السياق يستطيع الصندوق السيادي أن يعطى الدولة قدرة اكبر على : 3

أ. الاندماج مع الدول الأقوى من خلال الاستثمار بما.

ب. الاندماج في مؤسسات مثل الشركات متعددة الجنسيات أو أي شركات غير حكومية أخرى لها قدرة هائلة إن لم تكن مطلقة في الاقتصاد العالمي و بالتالي على الصعيد السياسي .

- صناديق الثروة السيادية الربعية:

بالنسبة للدولة الربعية ⁴ التي تعرف بأنها الدولة التي يعود ربعها الخارجي إلى الحكومة مثل بيع الموارد الطبيعية في الأسواق العالمية، تشارك نسبة قليلة فقط من السكان في إنتاج هذا الربع، ونتيجة لذلك، فإن الدولة الربعية لا تحتاج إلى فرض ضرائب على السكان، و إذا فرضتها، فإنها ستفرض نسبة ضعيفة جدا، و هذا ما يجنبها تقريبا من المساءلة الشعبية التي تأتي نتيجة فرض الضرائب، و بذلك يكمن دور صناديق الثروة السيادية في كونه " مؤسسة التي تستخدم لتوفير ضمان طويل الأمد يصون السيادة المحلية (النظام الحاكم) و الحفاظ عليها ، بل تعزيزها — و هذه هي النقطة الأهم "5.

^{1 :}راشد بن حمد الشرقي : صناديق الثروة السيادية في سياق العولمة الاقتصادية ، ثلاث نماذج إماراتية ، المؤسسة العربية للدراسات و النشر ، الطبعة الأولى ، بيروت ، 2015، ص 58 .

² :Adam Dixon and Ashby H. B. Monk : **Rethinking the Sovereign in Sovereign Wealth Funds**, August 3, 2010, Discussion Paper, p 13, Available at: (https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1652701.158)

³ :Ibid, p p 13-14.

^{4 :} للاطلاع أكثر انظر : حازم الببلاوي : ا**لدولة الربعية في الوطن العربي** ، المستقبل العربي ، السنة العاشرة ، العدد 103 ، سبتمبر 1987 . Adam Dixon and Ashby H. B. Monk , Op-Cit , p15.

و لقد استشهد في هذا الصدد " بحيئة الاستثمار الكويتية و وكالة بروناي للاستثمار كأمثلة عن دول ربعية تملك هذا النوع من صناديق الثروة السيادية " 1 .

- صناديق الثروة السيادية المنتجة (الإنتاجية) :

تشكل معظم الاقتصاديات الوطنية جزءا من "شبكة الإنتاج العالمية المركبة التي تميز إنتاج و توزيع و استهلاك السلع و الخدمات في اقتصاد يزداد عولمة 2 و بحسب دكسون و مونك ، فان الوظيفتين الرئيسيتين اللتين تميزان السبب الجوهري لصناديق الثروة السيادية المنتجة هما :

- أ. محاولة استخراج الجزء الأكبر من القيمة الناتجة من سلاسل القيمة العالمية ، و بالتالي تقليل عدم التماثل الموجود في الشبكات العالمية ،
- ب. القيام باستثمارات إستراتيجية في بعض الأنشطة (مثل البحث و التطوير و التوزيع) و التي تستطيع جزئيا إعادة تشكيل الشبكة .

و يرى دكسون و مونك كذلك أن هذا النوع من صناديق الثروة السيادية مرتبط بالدول الأسيوية عالية النمو، و خير مثال على هذا النوع هو مؤسسة الاستثمار الصينية التي تأسست سنة 2007.

- صناديق الثروة السيادية المناطقية (الإقلمية):

" على الرغم من التطورات الكبيرة في سياسات التجارة الحرة إلا أن جميع الحكومات في العالم تبدي قلقا دائما تجاه الضغوط التنافسية التي تفرضها هذه السياسات على شركائهم و على اقتصاداتهم، و تحاول بعض الحكومات أن تلعب دورا متوازنا بين إشباع المصالح المحلية، و البقاء ملتزمة للتجارة الحرة " 3.

تمثل صناديق الثروة السيادية المناطقية نمطا من الأدوات التي تستخدمها الحكومات لمساعداتها في لعب هذا الدور المتوازن، و كما يفسر كل من دكسون و مونك فان " السبب الجوهري الصريح أو الضمني لإقامة هذه الصناديق هو دعم تنافسية الشركات المحلية داخليا و خارجيا على حد سواء"4، و كمثال على هذا النوع من الصناديق، استشهد دكسون و مونك بصندوق الاستثمار الفرنسي الجديد الذي أنشأته الحكومة الفرنسية عام 2008 و الذي خصص له ما قيمته 20 مليار يورو، ومن

¹: Adam Dixon and Ashby H. B. Monk, Op-Cit, p 17.

²: Ibid, p 19.

³: Ibid, p 20.

⁴: Ibid, p 21.

المفارقات، فإن الدافع لإنشاء هذا الصندوق نابع من مخاوف الحكومة الفرنسية آنذاك من استحواذ صناديق الثروة السيادية الأخرى على الاستثمارات الإستراتيجية .

- صناديق الثروة السيادية الأخلاقية (الفاضلة)

تواجه الديمقراطيات المتقدمة المعاصرة موضوعان رئيسيان للعدالة بين الأجيال و" هما: التدهور البيئي و الشيخوخة الديمغرافية . و يخلف هذان العنصران أثارا قوية على السيادة المحلية في المدى البعيد ، و يمكن لأي فشل في التخطيط لهما أن يتسبب في خسارة السلطة و السيطرة محليا . و على هذا النحو ، أصبحت مواجهة ذلك مصدرا لشرعية العديد من صناديق الثروة السيادية ، وعليه نعرف هذه الصناديق السيادية بأنها فاضلة أو أخلاقية ، مع الإشارة لكون هذه الصناديق تراعي السلوك الأخلاقي في جميع أنحاء العالم، سواء كان ذلك من حيث البيئة أو أي شيء آخر (مثل حقوق الإنسان) "أ. و يرى دكسون و مونك ان هذا النوع من صناديق الثروة السيادية مرتبط بالدول الأوروبية التي تتميز بشيخوخة مواطنيها السريع و بمراعاتها لمسائل البيئة و كمثال على الصناديق الفاضلة نجد صندوق معاشات التقاعد الحكومي النرويجي .2

بالرغم من أن دكسون و مونك حاولا من خلال هذا التصنيف أن يقدما تصنيف غير تقليدي لصناديق الثروة السيادية و التي تتوافق تقريبا مع الاهتمامات و الأولويات المختلفة الخاصة بالدول المستضيفة لهذه الصناديق، إلا أن بعض هذه الأنواع النموذجية التي تم تقديمها تفتقر إلى أي جوهر حقيقي أو قدرة تفسيرية، فمثلا وصف أخلاقي على الصندوق النرويجي لا يضيف عمقا حقيقيا جديدا للوصف القياسي بأنه سوى صندوق تقاعد تملكه الحكومة له الاهتمامات الاجتماعية و البيئية و الأخلاقية نفسها التي تعمل بما الكثير من الصناديق الكبيرة في اميركا و المملكة المتحدة و أوروبا ، كما أن وصف إنتاجي لصندوق الثروة السيادية الصيني لم يأتي بالجديد لما ذكر سابقا في تصنيف صندوق النقد الدولي لصناديق الثروة السيادية أو لما سيتم التطرق إليه في شرحنا لمجوعة الأدوار لصناديق الثروة السيادية أو لما سيتم التطرق إليه في شرحنا لمجوعة الأدوار لصناديق الثروة السيادية .

و مع ذلك يعتبر هذا التصنيف إضافة جديدة و غير تقليدية في تصنيف صناديق الثروة السيادية و بالأخص في الجزئية الخاصة بتصنيف الصناديق لما بعد الاستعمار " لأنه لم يرد في الدراسات الحالية

60

^{1:} Adam Dixon and Ashby H. B. Monk, Op-Cit, p 23

²: Ibid, p 24.

أي ذكر للإرث الاستعماري للعديد من الدول ، و التي تنطبق على صناديق الثروة السيادية المواكبة لتنمية اقتصادات الأسواق الناشئة" 1 .

4. التصنيفات الأخرى لصناديق الثروة السيادية:

بالإضافة إلى ما سبق ، يوجد تصنيفات أخرى لصناديق الثروة السيادية و منها :

- يمكن تصنيف صناديق الثروة السيادية إلى مجموعتين صناديق خاملة و صناديق فعالة هما :²
- صناديق ثروة سيادية خاملة: فهي تلك الصناديق التي كانت موجودة لبعض الوقت، و ذات غاية استثمارية لفترة محددة، و رغم أن تلك الصناديق غيرت من مهامها في قطاعات اقتصادية عديدة، فليس لها عمليات اقتصادية معينة مع إدارتها للشركات المكتسبة.
- صناديق ثروة سيادية فعالة: هي على عكس الصناديق الخاملة جاءت لتحدد ملامح صناديق الاستثمار السيادية في المستقبل، و تحتفظ باستثمارات فعالة في إدارة الشركات و مخصصات استثمارية، كما أنها تعكس استراتيجيات اقتصادية طموحة للدول، و يمكن لهذه الصناديق أن تتولى مهام أي عدد من صناديق الاستثمار، نظرا لكونها تملك مجالات كبيرة و غير محدودة للاستثمار، لهذا فان دورها في التنمية الاقتصادية و الاجتماعية اكبر من أي صناديق أخرى.
 - $^{-}$ و يمكن تصنيف صناديق الثروة السيادية وفقا لوظيفة الصندوق $^{-3}$
 - صناديق ادخار على غرار الصندوق النرويجي .
- صناديق استثمارية تقوم بتوظيف أصولها في الأسواق المالية بشكل قيم منقولة مثل جهاز أبوظبي للاستثمار .
 - و كذلك تصنف وفقا لدرجة الاستقلالية إلى:
- صناديق سيادية حكومية: تابعة للحكومة و لا تتمتع باستقلالية القرار و لا تخضع للرقابة المستقلة و المساءلة مثل الصناديق السيادية للإمارات العربية .

^{..61} مرجع سابق ، ص 1 : راشد بن حمد الشرقي ، مرجع

^{2 :} شريف شعبان مبروك : صناديق الثروة السيادية بين التحديات الغربية و الأفاق الخليجية ، مركز الإمارات للدراسات و البحوث الإستراتيجية ، العدد 146 ، الطبعة الأولي ، ابوظبي ، 2009 ، ص 42

 $^{^{27}}$ ص ، مرجع سابق ، ص على على المنصوري ، مرجع سابق ، ص : 3

- صناديق سيادية مستقلة ، تديرها الحكومة بالإضافة إلى البنك المركزي، كما أنها تخضع لرقابة و مساءلة السلطة التشريعية و الرأي العام مثل الصندوق النرويجي .
- و بالإضافة لما سبق يمكن أن نظيف أبعاد جديدة لتصنيف صناديق الثروة السيادية ، كتصنيف الصناديق وفقا للبعدين و هما حجم سوق الدولة المنشئة للصندوق و حجم الصندوق و هذا من شأنه أن يفسر السلوك الاستثماري الذي تتخذه الصناديق :
- صناديق الثروة السيادية الكبيرة و التابعة للدول الصغيرة: تتميز الدول الصغيرة المالكة لصناديق سيادية ذات أحجام كبيرة بعجزها عن منافسة الدول الكبيرة في مجال الانخراط في الشؤون الدولية، وذلك بسبب محدودية الإمكانات من حيث المعلومات والقدرة على فرض دبلوماسيتها على الأحداث العالمية، وذلك عائد إلى صغر حجم تمثيلها الدبلوماسي، و هذا ما يجعلها توجه استثمارات صناديقها السيادية للخارج و تكون أكثر انتقائية للاستثمارات التي تساهم فيها، و في الأغلب تكون هذه الاستثمارات غير مربحة من الناحية المادية و لكن من ناحية الإعلامية مهمة جدا فهي تعتبر إشهار مجاني للدولة، و هذا السلوك يكون في العادة نتاج عقدة الدولة الصغيرة .
- صناديق الثروة السيادية الصغيرة و التابعة للدول الصغيرة : و على عكس الدول الصغيرة السيابقة فان هذه الدول المالكة للصناديق لا تملك قدرا كبيرا من الأصول يؤهلها إلى القيام باستثمارات كبيرة تسمح لها بلفت الانتباه .
- صناديق الثروة السيادية التابعة للدول الكبيرة: في الأغلب لا تأخذ هذه الصناديق بعين الاعتبار استجابة وسائل الإعلام لاستثماراتها و هي تركز أكثر على جانب العائد المالي من هذه الاستثمارات.
- و هناك تصنيفات أخرى سوف نتطرق لها في سياق دراستنا لمختلف التحديات ، كتصنيف الصناديق وفقا لمعيار الشفافية، و وفقا للأهداف الاستثمارية. (أنظر الملحق رقم (1))

ثالثا: دور صناديق الثروة السيادية

تستفيد من صناديق الثروة السيادية كل من الدول المالكة (خاصة دول مجلس التعاون الخليجي) ، و الدول المضيفة لها (خاصة الولايات المتحدة الأمريكية و دول الاتحاد الأوروبي) .

1 . دور صناديق الثروة السيادية بالنسبة للدول المنشئة لها

إن صناديق الثروة السيادية تدير أصولا بهدف تحقيق أرباح، و لكن هناك دوافع أعمق و إستراتيجية من وراء الاهتمام بالأرباح، و عليه نستطيع أن نقسم الأهداف من إنشاء هذا النوع من الصناديق إلى أربعة أنواع رئيسية و أخرى إضافية :

-الاستقرار:

يمكن أن يشكل صندوق الثروة السيادية ستارا واقيا يحمي الاقتصاد المحلي بصورة عامة و الميزانية العمومية بصورة خاصة من التذبذب في أجواء الاقتصاد العالمي ، و تنشأ التقلبات عادة من التذبذب في أجواء الاقتصاد العالمي التي تتعرض لها اقتصاديات الأسواق الناشئة أو من التذبذبات في أسعار السلع المصدرة التي تؤثر بالتحديد على اقتصاديات الأسواق الناشئة المتخصصة في النفط و الغاز .

" و يؤكد أنصار إنشاء صناديق الثروة السيادية على أهميتها في تحقيق الاستقرار المالي للسياسة المالية و الموازنة العامة ، حيث لا يترتب في وجودها على الفوائض المفاجئة حصول اضطراب أو توسع غير منظم في الإنفاق العام سيتبعه الكثير من الاختلالات .

كما أن صناديق الثروة السيادية تدعم السياسات المالية خلال سنوات التراجع في عوائد تصدير السلع (النفط و الغاز) ، بحيث لا تتعطل خطط و برامج التنمية، و بذلك يتحقق الاستقرار شبه الدائم في السياسة المالية العامة و الوضع الاقتصادي كله " 1.

- الادخار:

تهدف صناديق الثروة السيادية إلى ضمان حصة من الثروات للأجيال القادمة، بحيث يكون في مقدورهم التمتع بمستويات معيشية لا تقل عما تتمتع به الأجيال الحالية، فالأصول المدرة للربع في إقتصادات الأسواق الناشئة كالنفط و الغاز ، هي أصول محدودة و غير متجددة ، مما يعني انه إذا انفق كل العائد على الاستهلاك الحالي فان الأجيال اللاحقة ستحرم منها ، و لذلك يمكن الحفاظ

 $^{^{1}}$: رضا عبد السلام علي : مرجع سابق، ص ص 28 .

على هذه الثروة، و أيضا زيادتها لصالح الأجيال القادمة، عبر استثمار جزء من هذا العائد في صناديق الثروة السيادية التي تقوم بدورها باستثماره في أصول مالية و غير مالية أخرى .

- التنويع و التنمية:

يستطيع صندوق الثروة السيادية أن يقوم بدور أداة لتطوير التنوع الاقتصادي، و بالتالي النمو الاقتصادي، و قد تحققت التنمية حتى الآن في عدد من اقتصاديات الأسواق الناشئة كدول الخليج العربي باعتبارها منتجا و مصدرا لسلعة واحدة، و مع ذلك ، فقد أشارت الدراسات النظرية إلى أن الاعتماد الكلي المفرط على قطاع اقتصادي واحد يعوق النمو الاقتصادي لأي دولة، و ذلك بجمعها غير قادرة على مقاومة ضغوط التقلبات الاقتصادية و / أو بتعويض قدرتها على الاستفادة من المزايا المتعددة — من حيث التأثر و العوامل الخارجية المتعلقة بتنمية رأس المال البشري و غير البشري — الناتج عن التنوع عبر قطاعات اقتصادية متنوعة . و بالقدر الذي يخصص فيه صندوق الثروة السيادية رأس المال المتراكم تحت إدارته لمشاريع استثمارية مختلفة ، فانه يستطيع أيضا أن يقلل من الاعتماد على سلعة واحدة أ

- إدارة الأصول:

يستطيع صندوق الثروة السيادية مساعدة الحكومة في إدارة احتياطي الصرف بطريقة فعالة من حيث التكلفة. ويتم الاحتفاظ باحتياطي النقد الأجنبي في العادة للمساعدة في استقرار سعر صرف العملة المحلية مقابل العملات الرئيسية الأخرى كالدولار مثلا، و هذا هدف ضروري بدوره لاستقرار أسعار الصادرات و الواردات، ولاعتبارات تتعلق بالسلامة و السيولة نجد أن غالبية الاحتياطي الأجنبي تكون على هيئة سندات أميركية باعتبارها الأكثر أمانا و لها سوق من الأكثر عمقا و سيولة العالم. و مع ذلك، فان الجانب السلبي في كون السندات الأمريكية أكثر أمنا و سيولة هو ضعف مردودها. و يعتبر تجميع كتلة ضخمة من الاحتياطي المتمثل أساسا بسندات الخزانة الأمريكية عملا اقتصاديا جيدا إلى حد معين (إذ يجب أن يكون بحجم الاحتياطات كبيرا في عصر العولمة المالية الحالي حيث يقوم المضاربون الخاصون بجلب كتل نقدية كبيرة لتحمل الهجوم على عملة محددة كما ظهر خلال أزمة النظام المالي الأوروبي 1992 و أزمة النقد الأسيوي عام 1997) . غير أن من النتائج المباشرة لذلك أن تجميع هذه السندات إلى ما بعد الكتلة الحرجة قد يكون عملا غر فعال و لا طائل

64

^{. 18} مرجع سابق ، ص 1 . راشد بن حمد الشرقي: مرجع

منه . لذلك ، فان الحكومات تستطيع بتحويل فائض احتياطي المقتنيات إلى الصناديق الثروة السيادية التي تعتبر كيانات استثمارية منفصلة ، تقليل تكلفة أرصدة احتياطي النقد الأجنبي ، و في الوقت نفسه ، زيادة العائدات الاستثمارية 1.

-الأدوار الأخرى:

تقوم صناديق الثروة السيادية في مجلس التعاون الخليجي بأدوار إيجابية في المنطقة، بما في ذلك" المساعدة في توفير الاستقرار الاقتصادي، والاستثمار الطويل المدى، والسعي وراء تحقيق العائدات المالية المرتفعة، ولكن هناك خطوات إضافية يمكن لهذه الصناديق اتخاذها بمدف تعزيز دورها، و تشمل : 2

- نقل المعرفة من خلال الاستثمارات: يمكن لصناديق الثروة السيادية أن تكون وسيلة للتعاون مع إدارات الشركات المستثمر فيها والتعرف على نماذج عمل مختلفة، بالإضافة إلى إجراءات واستراتيجيات من شأنها أن تضيف إلى الخبرات المحلية. كما تساعد الاستثمارات في الشركات المتعددة الجنسيات على كسب التكنولوجيات المهمة، والمعرفة من خلال توفير الحوافز لهذه الشركات والضغط عليها من أجل زيادة القيمة محلياً ونقل المعرفة والخبرة. ومحليا يمكن للصناديق السيادية في مجلس التعاون الخليجي أن تبادر باستثمارات تستهدف القطاعات التي تكمل استثماراتا العالمية بحدف إطلاق عجلة النمو الاقتصادي.
- التخفيف من حدة الأزمات الاقتصادية: يجب على صناديق الثروة السيادية في مجلس التعاون الخليجي أن تستخدم ثروتها في المراحل التي تتميز بحركة اقتصادية ضعيفة بمدف إطلاق عجلة النمو الاقتصادي والحفاظ على تمويل الاستثمارات الإستراتيجية.
- تعزيز التعاون الإقليمي والدولي: على صناديق الثروة السيادية في مجلس التعاون الخليجي النظر في تأسيس صناديق مشتركة على المستويين الإقليمي والدولي. فإقليميا، تتضمن فوائد الصناديق المشتركة تشارك المخاطر، وزيادة الفرص الاستثمارية. ودوليا، يمكن للصناديق المشتركة أن تسهل دخول الأسواق و تعزيز آليات نقل المعرفة.

²: Richard Shediac, Hatem Samman: **The Vital Role of Sovereign Wealth Funds in the GCC's Future**, Printed in USA, Ideation Center Insight, 2009, p 20-21.

^{. 18 ، 17} ص ص 1 : راشد بن حمد الشرقي ، مرجع سابق ، ص ص 1

- تعزيز الشركات الحكومية: تمثل الشركات الحكومية جزءا كبيرا من النشاطات الاقتصادية في دول مجلس التعاون الخليجي، مما قد يمثل فرصة لإدارة مجموعات من الشركات المملوكة من الدولة تحت مظلة شركة قابضة تعمل بأسس تجارية. هذا سوف يمكن للحكومات من خلق تحالفات أعمال مهمة، بالإضافة إلى وفرات الحجم والنطاق.
- تنفيذ الإصلاح وكسب الثقة: إن إقدام صناديق الثروة السيادية لدول مجلس التعاون على تغييرات تدريجية بهدف تحسين الحوكمة والشفافية بمكن أن يخفف من القلق بشأن تأثير الشفافية على الأداء المالي للصناديق السيادية عبر نشر تقارير متأخرة بهدف تفادي أي نشر للمعلومات الاستثمارية الدقيقة .

و بالرغم من الدور الكبير الذي تقوم به صناديق الثروة السيادية على المستوى المحلي من الاستقرار، و التحويل للأجيال اللاحقة ، و التنويع الاقتصادي و إدارة الأصول ، إلا أن لهذه الصناديق أيضا سلبيات يمكن تقسيمها إلى أربع فئات :

- الحسارة الأولى: فقدان الهوية الثقافية: غالبية الصناديق تستخدم مديرين أجانب إما لتوفيق العوائد، على الرغم من أن مديري الاستثمار في القطاع العام يتمتعون بخبرة جيدة في أسواق الدخل الثابت، إلا أن لديهم طاقة محددة للاستثمار في أنواع الأصول الأخرى، مثال ذلك حقوق الملكية. لذا فهي تلجأ إلى المديرين الخارجيين من ذوي الخبرة (و يتمتعون باستقلال في صنع القرار) و هذا لضمان وضع أفضل لتعظيم عائدات استثماراته العالمية بما فيها من مخاطر محسوبة. وفي ما يتعلق بالموظفين الأجانب، يتمثل الجانب السالب في انه قد تتخذ قرارات استثمارية مهمة لا تراعي القيم الثقافية و الأخلاقية و السلوكية لدولة موطن الصندوق.
- الخسارة الثانية: الخسارة الناجمة عن ضخامة حجم الأصول التي تتولى إدارتها صناديق الثروة السيادية و قدرتها على اجتذاب المؤسسات الأجنبية الساعية للحصول على مصادر التمويل الخارجية. و ترتبط هذه الخسارة كذلك بإمكانية إغراء صناديق الثروة السيادية لشراء أصول في الاقتصاد الغربي تشمل عقارات و أسهما و سندات مالية بأسعار تتجاوز أسعارها في السوق، و ليس من المستغرب أن تقوم بعض المؤسسات العامة أو الخاصة في الغرب، التي تبهرها رؤوس

الأموال الكبيرة لصناديق الاستثمار في اقتصاديات الأسواق الناشئة ، بكل ما في وسعها لإقناع هذه الصناديق بالاستثمار في الاتجاه الذي يحقق لها الأرباح . 1

الخسارة الثالثة: الخسارة المترتبة على اتساع تعرض محفظة الأصول لتقلبات الاقتصاد العالمي و تتمثل هذه الخسارة المحتملة من صناديق الثروة السيادية الجانب العكسي تماما لواحدة من الفوائد، ألا و هي الاستقرار. ففي الوقت الذي يساعد فيه تنويع الاستثمارات عبر مجموعات عالمية محتلفة من الأصول، وفي مناطق محتلفة، على تلطيف التقلبات في أسعار السلع المصدرة، و بالتالي التقلبات في عائدات الموازنة العامة، فإن الجانب السالب للاستثمار العالمي هو تعريض محفظة الأصول لتقلبات الاقتصاد العالمي. وبرز هذا الضرر من صناديق الثروة السيادية أكثر خلال الأزمة المالية العالمية 2008.

الخسارة الرابعة: الخسارة الناجمة عن غياب الشفافية: تتداخل هذه الخسارة و المحتملة لصناديق الثروة السيادية مع الخسارة الثانية في أنما تعودان بنا مرة أخرى إلى موضوع أحجام الأصول، و لكن هذه المرة في ترابط مع موضوع الشفافية. فإذا أضيف إلى ضخامة حجم الأصول في تلك الصناديق أنما ، خلافا لوسائل الاستثمار الأخرى ، غير ملتزمة بأية مطلوبات توازي حجم تلك الأصول ، فإن هذا الاعتبار نفسه يثير قلق الجهات المنظمة الأجنبية و يدفعها لتبني إجراءات صارمة تحد من قدرة هذه الصناديق على المناورة. كما أن الشفافية هي المسألة الحاسمة هنا ، فكلما تدى مستوى الشفافية في ما يتعلق بحجم الأصول و الاستراتيجيات الاستثمار ، كما زاد خوف الجهات المنظمة الأجنبية من نوايا هذه الصناديق ، فيتعاظم بالتالي عنف ردة الفعل على ذلك . 3

2. دور صناديق الثروة السيادية على مستوى الاقتصاد العالمي:

إن صناديق الثروة السيادية لها دور كبير في تحقيق استقرار الأنظمة المالية و الاقتصاد العالمي، و قد سجلت تامارا غوميز" Tamara Gomes " أربع طرق رئيسية تستطيع من خلالها صناديق الثروة السيادية نقل الأثر الاستقراري ، و هي :

 $^{^{23}}$ ص ، مرجع سابق ، ص 1

^{2:} راشد بن حمد الشرقي ، المرجع السابق ، ص 24.

[.] المرجع السابق ، و نفس الصفحة . 3

- تنويع المحفظة و المشاركة في المخاطر:

تقوم صناديق الثروة السيادية بتنويع مخفضتها الاستثمارية من حيث نوع الأصول و من حيث العملات على حد سواء ،و هذا ما يجعل هذه الصناديق تتحمل " مستوى مخاطرة أعلى من مستوى مخاطرة استثمارات احتياطي النقد الأجنبي، يستطيع تحمل المخاطر العالمية هذا أن يسهل من المشاركة في المخاطر العالمية ، لان صناديق الثروة السيادية تنتقل عبر فئات أصول مختلفة " 1.

- توفير السيولة:

تستطيع الاستثمارات الكبيرة أن تلعب دورا مهما في الاستقرار من خلال توفير السيولة لأسواق المال، و إحدى ميزات صناديق الثروة السيادية التي يستشهد بها في العادة هي أنها ، بالنسبة لأحجامها الكبيرة ، تستطيع ضخ السيولة في أسواق رأس المال العالمية ، و بالتالي يتوفر رأس المال للباحثين عنه (أو لمن يطلبون) . و في الوقت نفسه ، تتيح لها إقبالها للمخاطر أن توفر رأس المال للكيانات الاستثمارية التي يتهرب منها من يتجنبون المخاطر. وقد برز هذا الأثر بشكل واضح في الآونة الأخيرة ، عندما ساهمت صناديق الثروة السيادية في إعادة رسملة المؤسسات المالية المتعثرة نتيجة لازمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة و هذا ما كبدها خسائر كبيرة 2.

- أفق استثمار طويل الأجل:

تركز صناديق الثروة السيادية على العائدات طويلة الأجل ، كما تركز أيضا على العوامل الخارجية الايجابية المنبثقة عن هذه الاستثمارات ، مثل الوصول إلى الأسواق يضاف إلى ذلك أن صناديق الثروة السيادية ليست تحت وطأة الاستدانات الكبيرة ، كما أن متطلبات الكفاية المالية لديها بسيطة جدا، و خلافا للمؤسسات الأخرى الكبيرة مثل صناديق التحوط . و علاوة على ذلك ، فان التركيز على العائدات طويلة الأجل و عدم وجود متطلبات كفاية مالية محددة يقللان من مخاطر التصفيات السريعة للاستثمارات ، و بالتالى من الأثر على عدم الاستقرار المالى .

- تسهيل تعديل الاختلالات العالمية:

انخفضت عائدات الخزانة الأميركية في بداية أواسط العقد الأول من هذا القرن بسبب التدفقات المالية الكبيرة من اقتصاديات الأسواق الناشئة ، و بخاصة من دول شرق أسيا، لأغراض تتعلق بحفظ

¹: Tamara Gomes :**The Impact of Sovereign Wealth Funds on International Financial Stability**, Discussion Paper/Document d'analyse 2008-14, Bank of Canada Discussion Paper 2008-14, September 2008, p. 7, Available at: (http://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2010/01/dp08-14.pdf)
²: Ibid, p. 8.

الاحتياطات، غير أن "كميات كبيرة من الأموال التي كانت ستستثمرها الهيئات النقدية في الأحوال العادية قد حولت و سيستمر تحويلها إلى صناديق الثروة السيادية. و نظرا إلى أن استثمارات صناديق الثروة السيادية في الأسهم الخاصة و بعض الأصول أكثر من استثماراتها في السندات محدودة الدخل فان استثماراتها قد تساهم في الانقلاب التدريجي لهذا الأثر. فعن طريق تنويع المحفظة الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية من حيث العملات، قد يسهم في انخفاض قيمة الدولار الأمريكي. و هذا من شأنه أن يسهم في خفض العجز في الحساب الجاري الأمريكي، و منه التعديل التدريجي من الاختلالات العالمية التي كانت سائدة خلال السنوات الأخيرة " 1.

و أضيف على ما جاءت به تمارا غوميز من فوائد لصناديق الثروة السيادية في كون هذه الصناديق تعد عامل مهم في زيادة التكامل الاقتصادي العالمي و زيادة الشراكة و ربط المصالح المشتركة بين دول العالم .

و في المقابل ، تعتبر تمارا غوميز بأنه من المحتمل أن تشكل صناديق الثروة السيادية تمديدا للاستقرار المالي العالمي في بعض الحالات جراء خصائص هذه الأنشطة المدونة أعلاه نفسها : 2

- إثارة سلوك التجميع:

تكدس صناديق الثروة السيادية مبالغ بين أيدي عدد قليل من اللاعبين ، و تستثمر في أصول ذات مخاطر عالية أكثر مما تفعله السلطات المالية أو الأفراد العاديون ، و من هنا فان مشاركة لاعب كبير بشهية عالية للمخاطر قد يؤدي إلى سلوك في السوق يقود إلى نتائج سلبية ، فبعض عمليات صناديق الثروة السيادية مثلا ، كالبيع المفاجئ لكمية كبيرة من الأرصدة ، تستثمر سلوك التجميع الذي يؤثر بدوره على استقرار أسعار الأصول .

- غياب الشفافية و التقلبات قصيرة الأجل:

بوسع صناديق الثروة السيادية زعزعة استقرار الأسواق الصغيرة ، و ذلك بتشجيعها لبعض صغار التجار على تقليد استراتيجيات الصناديق التي تقوم إلى عمليات بيع و شراء كبيرة على جانب واحد من السوق . و من المحتمل أن يتفاقم هذا السلوك بسبب غياب الشفافية المتعلقة باستثمارات و استراتيجيات صناديق الثروة السيادية . و قد يؤدي غياب الشفافية حول ما تملكه صناديق الثروة السيادية إلى إثارة الشكوك في الأسواق .

¹: Tamara Gomes: Op-Cit, p 8

²: Ibid,, p p 8-12.

- الأهداف غير الاقتصادية و الحماية المالية:

على الرغم من أنها لا تمثل بالضرورة خطرا مباشرا على الاستقرار المالي العالمي ، إلا أن القلق يساور بعض المراقبين من ردة فعل حمائية عنيفة من مواجهة صناديق الثروة السيادية ، تقيد الاستثمار العابر للحدود و تبطئ بالتالي من النمو الاقتصادي . و قد تقود ردة فعل الحكومات الغربية تجاه صناديق الثروة السيادية إلى اعتماد حوافز تمنع حركة رأس المال الحر. و هذه السياسة قد لا تؤثر فقط على صناديق الثروة السيادية بل أيضا على بعض الاستثمارات المؤسسية ، مثل صناديق التقاعد الوطنية ، و على الرغم من تصريحات صناديق الثروة السيادية الكبيرة بأنها مستثمرة لأجل طويل ، و إنها مستثمرة سلبية فإنها تظهر القليل من الشفافية المتعلقة باستراتيجيات استثماراتها و بحياكل الحوكمة في شركاتها، و يثير غياب الشفافية هذا مخاوف تتعلق بأهدافها السياسية من وراء الاستثمار . و ستقلل الشفافية المتزايدة من هذا القلق و توفر جوا يقضى إلى مزيد من الاستثمار الأجنبي .

و يمكننا القول، أن نسبة الفوائد و الخسائر هذه تظل ايجابية على الدوام لأنها لو لم تكن كذلك ، لما كان لهذه الصناديق أن ترى النور و تستمر .

- فعلى مستوى الدول المنشئة له: من الواضح تماما أن فوائد صناديق الثروة السيادية للدولة المنشئة لها تزيد في العادة على الخسائر المحتملة فلو لم يكن الأمر كذلك لرجحت كفة الخسائر على الفوائد ،وانتهت ظاهرة صناديق الثروة السيادية و لما استمرار النمو و الازدهار .

- أما على المستوى الدولي : إن الميزات الايجابية لهذه الصناديق في النظام الاقتصادي العالمي تزيد عن السلبيات المحتملة، وهذا ما خلصت له تمارا غوميز " Tamara Gomes " و الكثير من الباحثين الغربيين أمثال ريتشارد ابشتاين " Richard A. Epstein " وأماندا روز "Amanda M. Rose" ، حيث يتفقون في كون ما تجلبه صناديق الثروة السيادية من الفوائد و المزايا لكل الأطراف هو على العموم أكثر بكثير مما قد تسببه من خسائر محتملة، و في نفس السياق يتفقون على ضرورة أن تخضع هذه الوسائل الاستثمارية الحكومية لمبادئ و معايير متفق عليها عالميا .

70

^{*:} سوف يتم التطرق لمختلف الآراء الخاصة بصناديق الثروة السيادية في الفصل الثالث.

خلاصة الفصل:

لقد تبنت الكثير من الدول إنشاء صناديق الثروة السيادية بعد تحقيقها لفوائض مالية ضخمة، وتزايدها كان بسبب ما تنطوي عليه من منافع اقتصادية ومالية مختلفة لكل من الاقتصاديات المنشئة لها و الاقتصاد العالمي ككل، فعلى مستوى الدول المنشئة لها تفيد صناديق الثروة السيادية في اجتناب دورات الرواج والكساد في بلدانها المنشئة، و تسهّل ادخار عائدات الفوائض التي تحققها المالية العامة من صادرات السلع وعمليات الخصخصة ثم تحويلها للأجيال التالية، كما تسمح صناديق الثروة السيادية أيضا بمزيد من التنويع في أصول الحافظة وبزيادة التركيز على العائدات مقارنة بما يحدث عادة في حالة الأصول الاحتياطية التي يديرها البنك المركزي، و تحد من تكاليف الفرصة البديلة لحيازة الاحتياطيات ، كما لديها ادوار إضافية يمكن لهذه الصناديق اتخاذها بحدف تعزيز دورها، وينطوي ذلك على المساعدة في نقل المعرفة من خلال الاستثمارات، وتعزيز النشاطات الاقتصادية من خلال إدارة الشركات الحكومية ودعم المشاريع الإستراتيجية، وتعزيز التعاون الإقليمي والدولي، والقيام بإصلاحات هيكلية للوصول إلى أفضل الممارسات المتبعة عالميا.

أما على المستوى العالمي ، فصناديق الثروة السيادية تساهم في استقرار الأنظمة المالية و الاقتصاد العالمي من خلال تنويع المحفظة و المشاركة في المخاطر ، و توفير السيولة ، و أفق استثمار طويل الأجل ، كما تسهل تعديل الإختلالات العالمية .

الفصل الثاني: صناديق الثروة السيادية الواقع و التحديات

المبحث الأول: صناديق الثروة السيادية كآليات تعامل. المبحث الثاني: أهم تجارب صناديق الثروة السيادية في العالم. المبحث الثالث: صناديق الثروة السيادية و تحديات النمو

تمهيد

تزايدت أهمية صناديق الثروة السيادية في الاقتصاد العالمي بصورة ملحوظة خلال العقدين الماضيين، خاصة علال الفترة التي ارتفعت فيها أسعار النفط بصورة تجاوزت المائة دولار للبرميل، وما صاحبها من ارتفاع في الفوائض المالية للدول المنتجة للنفط، والمتاحة للاستثمار عبر هذه الصناديق، بحيث أصبحت هذه الأخيرةلقي اهتماماً متزايداً ليس فقط بين الدول المنتجة للنفط، بل أيضاً بين الدول الجاذبة للاستثمارات.

وكان هذا النمو في الحجم و النفوذ لصناديق الثروة السيادية في العقدين الماضيين رغم العديد من التحديات التي فرضتها البيئة الاقتصادية و التي أثرت بدورها على مصادر تمويل الصناديق و على توجهاتها الاستثمارية ، فلقد عانت الكثير من الدول المالكة للصناديق من اضطرابات سياسية خلقت لها تحدي من اجل تجاوز مرحلة الأزمة و الاستمرار ، كحرب الخليج التي كان لها تأثير كبير على هيئة الاستثمار الكويتية و على باقي صناديق مجلس التعاون ، و من ثم جاءت أحداث 11 سبتمبر 2001 التي لا تزال إلى اليوم تؤثر على صناديق الثروة السيادية العربية و السعودية خاصة، و من بعدها ما سمى الربيع العربي لتخلق تحدي أخر واجه الصناديق العربية عامة .

و من ثم عانت الصناديق من أزمات متلاحقة بدايتا بالأزمة المالية العالمية لسنة 2008 و التي أثرت على صناديق الثروة السيادية من حيث حجم و تنوع استثماراتها، و حاليا تمثل الصدمة النفطية اكبر تحدي يواجه صناديق الثروة السيادية النفطية من اجل تطوير استراتيجياتها الاستثمارية طويلة الأمد بما يلي تلك التطلعات، بما في ذلك البحث بصورة متزايدة عن استثمارات بديلة.

وسنعالج هذا الفصل من خلال التطرق إلى:

- صناديق الثروة السيادية كآليات تعامل،
- أهم تجارب صناديق الثروة السيادية في العالم،
 - صناديق الثروة السيادية و تحديات النمو .

المبحث الأول: صناديق الثروة السيادية كآليات تعامل.

ارتفع عدد صناديق الثروة السيادية في العالم وازدادت موجوداتها وتوسعت استثماراتها على إثر تطور الاقتصاد العالمي، وهذا في الفترة ما بين نهاية القرن العشرين وبدايات الألفية الثالثة حيث شهدت هذه الفترة تأسيس منظمة التجارة العالمية وإبرام اتفاقات متعددة الأطراف ترمي إلى تحرير التجارة الخارجية وحركات رأس المال الأجنبي.

أولا: واقع صناديق الثروة السيادية

كانت اغلب التقديرات لحجم صناديق الثروة السيادية قبل 2008 مبنية على التخمينات في الأساس لذلك كان هناك تباين كبير في الأرقام عند تقدير أصول صناديق الثروة السيادية أو مدى سرعة نموها، و يمكن إرجاع هذا التباين في تحديد الحجم لكون معظم الصناديق تحيط نفسها بسرية كبيرة ولا تنشر حجم محافظها الاستثمارية، ناهيك عن مشكل أحر و كما سبق التطرق له هو عدم إجماع الباحثين على تعريف دقيق و موحد ، ولكن و مع تأطير مفهوم صناديق الثروة السيادية من قبل صندوق النقد الدولي و إنشاء معهد صناديق الثروة السيادية أصبح الأمر أسهل ، حيث تصدر هذه المؤسسة تقارير دورية منذ 2008 عن حجم و توزيع هذه الصناديق و مختلف المعلومات بشكل مستمر بالرغم من استمرارية عدم شفافية بعض هذه الصناديق، والجدول التالي يوضح لنا حجم صناديق الثروة السيادية لدول العالم وفقا لأخر تعديل للمعهد كما يلى:

الجدول رقم (9): تقدير أصول صناديق الثروة السيادية لدول العالم

الأصل	بداية	الأصول	اسم صندوق الثروة السيادية	البلد
نفط	1990	824.9	صندوق معاشات التقاعد الحكومي - العالمي	النرويج
نفط	1976	773	جهاز أبو ظبي للاستثمار	الإمارات العربية المتحدة - أبو ظبي
غير السلع	2007	746.7	مؤسسة الاستثمار الصينية	الصين
نفط	n/a	632.3	مؤسسة النقد العربي السعودي (سما)*	المملكة العربية السعودية
نفط	1953	592	هيئة الاستثمار الكويتية	الكويت
غير السلع	1997	547	شركة SAFE الاستثمار	الصين
غير السلع	1993	417.9	هيئة نقد هونغ كونج - المحفظة الاستثمارية	الصين - هونج كونج
غير السلع	1981	344	مؤسسة حكومة سنغافورة للاستثمار	سنغافورة

^{*:} القيادة السعودية بقيت حتى فترة طويلة مترددة في استغلال صناديق الثروة السيادية كوسيلة للانخراط في الأسواق المالية العلمية العربي. وهكذا لم تُعلن السعودي، السعودي، أي البنك المركزي السعودي، السعودي، البنك المركزي السعودي، تتولى إدارة احتياطيات المملكة من العملات الصعبة، لذلك يمكن أن يضم البعض مؤسسة النقد العربي السعودي بوصفها جزءا من الفوج الأولي من صناديق الثروة السيادية بالرغم من كونما البنك المركزي للمملكة العربية السعودية.

الفصل الثاني:

النفط والغاز	2005	256	جهاز قطر للاستثمار	قطر
غير السلع	2000	236	صندوق الوطني للضمان الاجتماعي	الصين
غير السلع	1974	193.6	تيماسيك القابضة	سنغافورة
غير السلع	2006	183	مؤسسة دبي للاستثمار	الإمارات العربية المتحدة - دبي
نفط	2007	110	مجلس أبو ظبي للاستثمار	الإمارات العربية المتحدة - أبو ظبي
غير السلع	2006	95	صندوق المستقبل الأسترالي	أستراليا
غير السلع	2008	85.1	سامروك-كازينا هيئة الأوراق المالية	كازاخستان
غير السلع	2005	84.7	شركة كوريا للاستثمار	كوريا الجنوبية
نفط	2000	77	الصندوق الوطني كازاخستان	كازاخستان
نفط	2008	73.5	صندوق الضمان الاجتماعي الوطني	روسيا
نفط	1984	66.3	شركة الاستثمارات البترولية الدولية	الإمارات العربية المتحدة - أبو ظبي
نفط	2002	66.3	شركة مبادلة للتنمية	الإمارات العربية المتحدة - أبو ظبي
نفط	2006	66	مؤسسة الاستثمار الليبية	ليبيا
نفط	2008	65.7	صندوق الاحتياطي	روسيا
النفط والغاز	2011	62	صندوق التنمية الوطنية	إيران
نفط	1976	53.9	صندوق ألاسكا للدعم الدائم	الولايات المتحدة - ألاسكا
النفط والغاز	2000	50	صندوق تنظيم العائدات	الجزائر
غير السلع	1993	41.6	خزانة ناسيونال	ماليزيا
نفط	1983	40	وكالة بروناي للاستثمار	بروناي
النفط وأخرى	1854	37.7	صندوق مدرسة الدائم تكساس	الولايات المتحدة - تكساس
نفط	1999	37.3	صندوق النفط الحكومي	أذربيجان
غير السلع	2008	25.5	صندوق الاستثمار الاستراتيجي	فرنسا
غير السلع	2001	23.5	صندوق الاستثمار الاستراتيجي أيرلندا	أيرلندا
غير السلع	2003	20.2	صندوق التقاعد في نيوزيلندا	نيوزيلاندا
النفط والغاز	1958	19.8	مجلس الاستثمار ولاية نيو مكسيكو	الولايات المتحدة - نيو مكسيكو
نفط	1976	17.5	الصندوق الاستئماني الادخار التراث ألبرتا	كندا
النفط والغاز	1876	17.2	صندوق جامعة الدائم	الولايات المتحدة - تكساس
النفط والغاز	2005	16.9	صندوق النفط	تيمور الشرقية
نحاس	2007	15.2	صندوق تحقيق الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي	تشيلي
نفط	2007	15	جهاز الإمارات للاستثمار	الإمارات العربية المتحدة - الاتحادية
غير السلع	2011	13	صندوق الاستثمار المباشر الروسي	روسيا
النفط والغاز	1980	13	صندوق الاحتياطي العام للدولة	سلطنة عمان
غير السلع	2006	11.1	شركة ممتلكات القابضة	البحرين
غير السلع	1999	9.2	صندوق الاستقرار المالي	بيرو
نحاس	2006	7.9	صندوق احتياطي التقاعد	تشيلي
نفط	2000	6.0	إيرادات النفط صندوق الاستقرار المكسيك	المكسيك
نفط	2006	6.0	صندوق عمان للاستثمار	سلطنة عمان

غير السلع	2011	6.0	صندوق الاستراتيجي الإيطالي	إيطاليا	
الماس والمعادن	1994	5.7	صندوق بولا		
		5.6		بوتسوانا	
المعادن	1974		الصندوق الاستئماني الدائم وايومنغ	الولايات المتحدة - وايومنغ	
نفط	2000	5.5	صندوق التراث وتحقيق الاستقرار	ترينيداد وتوباغو	
غير السلع	2008	5.3	صندوق سيادي في البرازيل	البرازيل	
نفط	2008	5.3	صندوق الاستثمارات العامة	المملكة العربية السعودية	
غير السلع	2007	5.0	صندوق التنمية الصيني الأفريقي	الصين	
نفط	2012	5.0	صندوق Soberano لأنغولا	أنغولا	
النفط والغاز	2011	3.2	صندوق تراث داكوتا الشمالية	الولايات المتحدة - داكوتا الشمالية	
النفط والغاز	1985	2.5	الصندوق الاستئماني ألاباما	الولايات المتحدة - ألاباما	
نفط	2012	2	المؤسسة الوطنية للاستثمار	كازاخستان	
غير السلع	2012	1.5	بايلسا تنمية والاستثمار	نيجيريا - بايلسا	
نفط	2012	1.4	هيئة الاستثمار السيادية النيجيرية	نيجيريا	
النفط والغاز	1986	1.3	الصندوق الاستئماني جودة التعليم ولاية لويزيانا	الولايات المتحدة - لويزيانا	
غير السلع	2012	1.2	دي بنما AHORRO فوندو دي	بناما	
نفط	2005	1.2	هيئة رأس الخيمة للاستثمار	الإمارات - رأس الخيمة	
غير السلع	2012	1.2	FINPRO	بوليفيا	
غير السلع	2012	1	FONSIS السنغال	السنغال	
نفط	2003	0.9	صندوق التنمية للعراق	العراق	
غير السلع	2003	0.8	صندوق الاستثمار الفلسطيني	فلسطين	
نفط	1998	0.8	صندوق التنمية الوطنية	فنزويلا	
الفوسفات	1956	0.6	صندوق احتياطي معادلة الإيرادات	كيريباس	
غير السلع	2006	0.5	صندوق تحقيق الاستقرار الاقتصادي	فيتنام	
نفط	1998	0.4	صندوق الثروة السيادية الغابون	الغابون	
نفط	2011	0.45	أموال البترول غانا	غانا	
غير السلع	2006	0.3	الوحدة الاستثمارية الحكومية	أندونيسيا	
النفط والغاز	2006	0.3	الصندوق الوطني للهيدروكربون الاحتياطيات	موريتانيا	
المعادن	2012	0.3	صندوق المستقبل الأسترالي الغربي	أستراليا	
المعادن	2011	0.3	صندوق الاستقرار المالي	منغوليا	
نفط	2002	0.08	صندوق الأجيال المقبلة	غينيا الإستوائية	
غاز	2011	n/a	صندوق الثروة السيادية بابوا غينيا الجديدة	بابوا غينيا الجديدة	
النفط والغاز	2008	n/a	صندوق تحقيق الاستقرار تركمانستان	تركمانستان	
النفط والغاز	2014	n/a	صندوق ولاية فرحينيا الغربية المستقبل	الولايات المتحدة - فرجينيا الغربية	
النفط والغاز	2014	n/a	صندوق النفط المكسيكي	المكسيك	
	79		عدد صناديق الثروة السيادية		
\$	7،156.9		, صناديق الثروة السيادية	مجموع أصول	
Sayras - Sayaraiga Waalth Fund Institute			"Sovereign Wealth Fund Pankings "Undated December 2015		

Source: Sovereign Wealth Fund Institute, "Sovereign Wealth Fund Rankings" Updated December 2015.

من خلال تحليلنا لمعطيات الجدول نخرج بعدة نقاط أهمها:

1. حجم صناديق الثروة السيادية:

إن الحجم الإجمالي لصناديق الثروة السيادية على النطاق العالمي زاد بصورة كبيرة على مدى اله 25 سنة الماضية،" و ربما كانت في عام 1990 حازت على أقصى تقدير 500 مليار دولار"، و لكن إجمالي قيمتها الآن يقدر به 7.16 تريليون دولار، و الجدول الموالي يبن نمو في حجم و عدد صناديق الثروة السيادية في الفترة ما بين 2007 و 2015 .

الجدول رقم (10): نمو صناديق الثروة السيادية من حيث الحجم و العدد للفترة ما بين2007-2015 الوحدة: تريليون دولار

2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	السنة
7,157	7,057	6,106	5,198	4,842	4,418	4,032	4,149	3,259	حجم صناديق الثروة السيادية
1.42	15.57	17.47	7.35	9.6	9.57	2.82-	27.3	-	نسبة النمو في الحجم
79	77	69	69	62	62	62	62	55	عدد صناديق الثروة السيادية

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على معطيات من معهد صناديق الثروة السيادية لشهر ديسمبر من كل سنة للفترة ما بين 2007 و 2015

نلاحظ من خلال الجدول النمو السريع في حجم و عدد صناديق الثروة السيادية، فمع حلول ديسمبر 2015 بلغ حجمها 7.157 تريليون دولار مقابل 3.259 تريليون دولار سنة 2007 أي بزيادة بنسبتها 119,6 %، و عدد صناديق الثروة السيادية يقدر حاليا بـ 79 صندوق في العالم مع زيادة بـ 24 صندوق مقارنة بسنة 2007 .

و رغم هذا النمو الكبير مقارنة مع سنة 2007 إلى أن حجم صناديق الثروة السيادية حاليا يناقض ما كان متوقع من قبل مؤسسة أنترناشونال فاينانشيال سيرفيس لندن (IFSL) و مورغان ستانلي، حيث توقعت الأولى سنة 2008 " أن حجم صناديق الثروة السيادية سيرتفع إلى 5 تريليون دولار في عام 2010". 2 بينما مورغان ستانلي توقعت أن عام 2010، و إلى أكثر من 10 تريليون دولار في عام 2015 ". بينما مورغان ستانلي توقعت أن يبلغ حجم " صناديق الثروة السيادية في عام 2015 بالتقريب 12 تريليون دولار ، و أن هناك إمكانية أن تتجاوز إجمالي حجم الاحتياطات الرسمية للعالم بحلول نهاية عام 2011". وخفض بعد ذلك

^{1:} سيمون جونسون: صعود صناديق الشروة السيادية ، مجلة التمويل و التنمية ، تصدر عن صندوق النقد الدولي ، المجلد 44، العدد 3 ، سبتمبر 2007، ص 56.

²: IFSL RESEARCH: **Sovereign Wealth Funds 2008**, International Financial Services London, APRIL 2008, p5 ,at: (http://optionarmageddon.ml-implode.com/wp-content/uploads/2008/06/cbs_sovereign_wealth_funds_2008.pdf).

³: Stephen Jen: **How Big Could Sovereign Wealth Funds Be by 2015?**, Morgan Stanley Research Global, 3 may 2007 ,p 1, Available at: (http://www.morganstanley.com/views/perspectives/files/soverign_2.pdf)

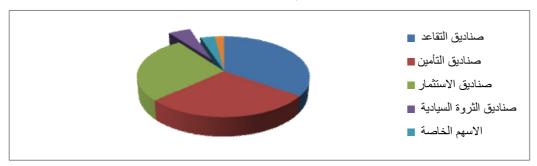
بنك مورغان ستانل توقعاته لنمو أصول هذه الصناديق إلى 10 تريليون دولار بحلول عام 2015 فيما يشير إلى أثر التقلبات الهائلة في الأسواق حتى على كبار المستثمرين "1".

و يمكن إرجاع نمو صناديق الثروة السيادية لمستوى اقل مماكان متوقع إلى عدة أسباب من أهمها:

- تعتبر توقعات المؤسسات السابقة الذكر مغالى فيها و هذا من اجل لفت انتباه الرأي العام الغربي.
 - السياسات الحمائية للدول التي تستثمر فيها هذه الصناديق،
 - -اثر الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على صناديق الثروة السيادية ،
 - تراجع أسعار النفط في الأسواق العالمية .

و رغم ذلك فحجم أصول صناديق الثروة السيادية كبيرة حين النظر إليها منفردة، و لكنها لا تبدو كذلك عند مقارنتها بحجم الأصول المالية العالمية و التي بلغت بنهاية 2013 نحو 164.1 تريليون دولار ، و أيضا عند مقارنتها بالأصول الواقعة تحت إدارة وسائل استثمارية أحرى مثل صناديق التقاعد أو الصناديق الاستثمار المشتركة و يقدر حجم أصول هذه المؤسسات الاستثمارية بنهاية 2013 بنحو 68.1 تريليون دولار، حيث لا تزيد صناديق الشروة السيادية عن 5% من إجمالي الأصول " 2، فهي أقل من صناديق التأمين و صناديق الاستثمار وصناديق التقاعد و هذا يعني أن "صناديق الثروة السيادية ليست أهم جهات الاستثمار المؤسساتية العاملة في الأسواق المالية العالمية ، وكذلك شركات التأمين ، الخهات العالمية الرئيسية الفاعلة " . (انظر الملحق رقم 2)

الشكل رقم (3): التوزيع العالمي لملكية الأصول، بحسب نوع المستثمر:



Source: Eliot Kalter, Op-Cit, P4.

¹: IFSL RESEARCH: Op-Cit, p 6.

²: Eliot Kalter: **Sovereign Wealth Fund**, **Investment Trends**, President of EM Strategies, and Co-Head of SovereigNET, The Fletcher School, Tufts University, January 2016. P 4, Available at: (http://fletcher.tufts.edu/~/media/Fletcher/Microsites/SovereigNET/Kalter_SWF%20Investment%20Trends.pdf).

^{3:} سفين بيرنت وبسمة قضماني: إدارة الشروة السيادية العربية في زمن الاضطراب وما بعده ، مركز كارنيغي للشرق الأوسط، العدد 16 ، أُبريل 2009 ، ص 43.

2. التوزيع الجغرافي لصناديق الثروة السيادية:

إن التطرق للتوزيع الجغرافي لصناديق الثروة السيادية مهم في دراستنا لأن الانتماء الجغرافي للصندوق يؤثر على نوعية التحدي الذي تفرضه العولمة الاقتصادية، و الجدول الموالي يبين لنا التوزيع الجغرافي لصناديق الثروة السيادية لعامى 2010 و 2015.

20	115	20	110	المنطقة الجغرافية					
عدد الصناديق	نسبة الأصول	عدد الصناديق *	نسبة الأصول						
19	% 40.24	18	%39.06	الشرق الأوسط و شمال إفريقيا					
18	% 39.74	16	% 39.76	أسيا و المحيط الهادي					
7	% 13.11	5	% 15.08	أوروبا					
21	% 2.80	15	% 2.70	أمريكا					
14	%4.11	8	%3.4	باقي مناطق العالم					
79	%100	62	%100	المجموع					

الجدول رقم (11): التوزيع الجغرافي لصناديق الثروة السيادية

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على:

Sovereign Wealth Fund Institute, "Sovereign Wealth Fund Rankings "Updated December 2015,

يتبين لنا من خلال الجدول أن صناديق الثروة السيادية تتركز في ثلاث مناطق هي :

- منطقة الشرق الأوسط: تستحوذ هذه المنطقة على 19 صندوق يدير ما يقارب 40.24 % من أصول صناديق الثروة السيادية بزيادة بسيطة مقارنة مع سنة 2010، و يمكن إرجاع سبب استحواذ دول المنطقة على النصيب الأكبر من أصول صناديق الثروة السيادية إلى الوفرة المالية التي تتميز بحا هذه الدول باعتبارها اكبر منطقة منتجة و مصدرة للبترول في العالم، و هو ما يبين أهمية الدور الذي يمكن أن تؤديه منطقة الشرق الأوسط في الاقتصاد العالمي.

- منطقة أسيا و المحيط الهادي: تستحوذ على 39.74 % من أصول صناديق الثروة السيادية تدار من 18 صندوق سيادي من أصل 79 صندوق موجود في العالم ، حيث تعد الصين و سنغافورة و ماليزيا من ابرز الدول الأسيوية التي لديها صناديق ثروة سيادية، و على عكس موارد دول الشرق الأوسط المتأتية من البترول فان هذه الدول تمول هذه الصناديق بشكل أساسي من الفوائض التجارية المحققة، بالإضافة إلى احتياطات الثروة التي تتوافر عليها دول المنطقة .

79

^{*:} تشمل القائمة الصناديق التي لا تزال تمارس مهامها إلى اليوم ، مع العلم أن هناك ثلاث صناديق كانت تنشط قبل 2015 و لم يعد لها وجود حاليا و هي : أيرلندا - صندوق الاحتياطي الوطني ، إيران - صندوق استقرار النفط ، تشاد - صندوق إدارة الإيرادات النفط (2008)

- منطقة أوروبا: التي تستحوذ على 13.11 % من أصول صناديق الثروة السيادية، و من ابرز الدول الأوروبية التي تملك مثل هذه الصناديق نجد النرويج باعتبارها اكبر الدول المنتجة و المصدرة للنفط في أوروبا بالإضافة إلى دول أحرى اعتمدت إنشاء صناديق سيادية بعد ستة 2008 مع ظهور المخاوف من احتمال أن تكون استثمارات الصناديق مدفوعة بدوافع سياسية .

ونلاحظ أيضا من خلال الاطلاع على التصنيف الصادر عن معهد صناديق الثروة السيادية أن هناك بعض الدول تحتوي على أكثر من صندوق سيادي، و الجدول الموالي يوضح ذلك:

الجدول رقم (12): الدول متعددة صناديق الثروة السيادية:

نسبة أصول كل دولة	حجم أصول مليار دولار	عدد الصناديق	الدولة
%1.97	141.2	9	الو م أ
%16.97	1214.8	7	الإمارات
%27.28	1952.6	5	الصين
%2.29	164.1	3	كازاخستان
%2.13	152.2	3	روسيا
%0.3227	23.1	2	الشيلي
%0.0838	6	2	المكسيك
%7.51	537.6	2	سنغافورة
%0.2654	19	2	عمان
%8.91	637.6	2	السعودية
%67.74	4848.2	37	المجموع الجزئي لـ10 دول
%32.26	2308.7	42	باقي دول العالم لـ 42 (تملك صندوق واحد)
%100	7156.9	79	المجموع

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على :

Sovereign Wealth Fund Institute, "Sovereign Wealth Fund Rankings", 2015, Op-Cit...

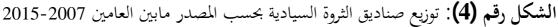
قامت بعض الدول بإنشاء أكثر من صندوق سيادي، وهذا الأسلوب تحوطي اعتمدته هذه الدول "من اجل تقليل المخاطر ويعطي فرصاً أكبر لتعظيم الفوائد على الثروات المستثمرة. كما أنها تعد محركاً استراتيجياً نحو التأثير القوي عالمياً عبر التكتلات المالية العالمية "1، حيث أن عشر دول من بين 52 دولة تملك 37 صندوق و تدير 67.74% من إجمالي أصول صناديق الثروة العالمية، وتصدرت الصين الترتيب العالمي بحجم صناديقها الخمس بنسبة 27.28% من إجمالي أصول صناديق الثروة العالمية الشروة العالمية المناديق الشروة العالمية الخمس بنسبة 27.28% من إجمالي أصول صناديق الشروة العالمية الخمس بنسبة العالمية المنادية الشروة العالمية الخمس بنسبة العالمية المنادية الشروة المنادية الشروة العالمية المنادية المنا

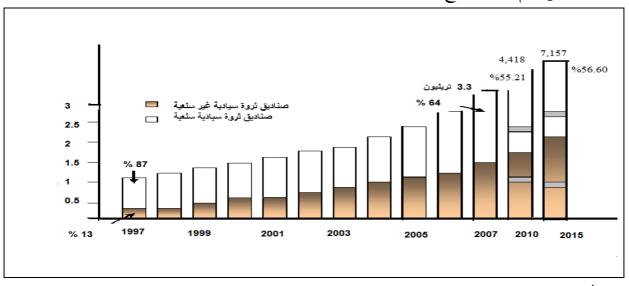
^{1:} حمد بن عبد الله اللحيدان: تنوع وتعدد الصناديق السيادية آمن وأفيد وأحوط ، جريدة الرياض ، العدد 17007 ، تاريخ النشر: 16 يناير 2015.

العالمية، وحلت الإمارات العربية في المرتبة الثانية عالميا بـ7 صناديق سيادية بلغت قيمتهما الإجمالية 1214.8 مليار دولار أميركي، ثم النرويج بصندوق وحيد بلغت قيمته 824.9 مليار دولار أميركي. أما من حيث عدد صناديق الثروة السيادية فحلت الولايات المتحدة الأمريكية في المرتبة الأولى بـ 9 صناديق قيمتها الإجمالية 141.2 مليار دولار أميركي.

3. توزيع صناديق الثروة السيادية بحسب المصدر:

شهدت نسبة صناديق الثروة السيادية غير سلعية نمو كبير منذ سنة 1990 إلى اليوم، ويعود ذلك إلى استمرار نمو الدول غير المصدرة للنفط و ذات الفوائض المالية الكبيرة مثل الصين و سنغافورة و كوريا الجنوبية بزيادة استثماراتها من خلال صناديق الثروة السيادية، و الشكل الموالي يبين نمو صناديق السيادية و هذا في الفترة مابين 1997 و 2015.





المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على:

- Sovereign Wealth Fund Institute: Sovereign Wealth Fund Rankings, Updated December 2010-2015.

إن صناديق الثروة السيادية الممولة من صادرات السلع الأساسية، وبصورة رئيسية من تصدير النفط و الغاز ، قدر "حجمها بـ 4.01 تريليون دولار في نهاية عام 2015، أي ما يعادل نسبة 56% من إجمالي حجم أصول صناديق الثروة السيادية، بينما صناديق الثروة السيادية الممولة من غير السلع، أي الممولة من نقل الأصول من احتياطيات النقد الأجنبي الرسمية، و في بعض الحالات من ميزانية الحكومة، و المعاش التقاعدي، والاحتياطات و عائدات الخصخصة فبلغ حجم أصولها بـ 3.1 تريليون دولار في نهاية عام 2015 أي ما نسبته 44% ، بالمقارنة مع عام 2007 كان حجم صناديق الثروة

⁻ IFSL RESEARCH : Op-Cit, p 1.

السيادية الممولة بالغاز و النفط تقدر بـ 2.1 تريليون دولار في نحاية عام 2007، أي ما يعادل نسبة 64% من إجمالي حجم أصول صناديق الثروة السيادية، بينما الصناديق الممولة من غير السلع فكان يبلغ حجمها أصولها بـ 1.2 تريليون دولار في نحاية عام 2007" أ، كما يلاحظ أن هذه الأحيرة (الصناديق السيادية الممولة من غير السلع) تحوز على نصيب متزايد من حجم الصناديق الكلي، حيث كانت تبلغ نسبتها في عام 1997 ما يقارب 13%، وتضاعفت سنة 2007 لتبلغ نسبتها 36% ، لتشهد استقرار نسبي في الفترة ما بعد 2007، و الجدول الموالي يوضح ثبات نسبة الصناديق الممولة من غير السلع في مستوى 44% .

الجدول رقم (13): توزيع صناديق الثروة السيادية وفقا لمصدر التمويل الوحدة: مليار دولار أمريكي

	2015			2010		المنطقة الجغرافية
عدد	نسبة	حجم	عدد	نسبة	حجم	
الصناديق	الأصول	الأصول	الصناديق	الأصول	الأصول*	
52	%56.69	4,057 .0	41	%57.91	2.380.7	صناديق ثروة سيادية سلعية
27	%43.31	3,099.9	21	%42.09	1.730.1	صناديق ثروة سيادية غير سلعية
79	%100	7,156.9	62	%100	4,110.8	المجموع

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على معطيات من معهد صناديق الثروة السيادية لسنتي 2010 و 2015

من خلال الجدول السابق يظهر الثبات النسبي لنسبة صناديق الثروة السيادية غير السلعية منذ 2010، و يمكن إرجاع سبب هذا الثبات النسبي لكون فكرة إنشاء صناديق الثروة السيادية لا تزال تشهد رواج بين الدول التي تعتمد على العائدات السلعية ،حيث أسست 11 صندوق سيادي ذات أحجام تتراوح بين متوسط و صغير الحجم مقابل 6 صناديق ثروة سيادية تابعة للدول التي تعتمد على موارد غير سلعية ، و يرجع هذا التزايد كذلك لكون الأزمة المالية و بالرغم من حدتما إلا أنها لم تؤثر على صناديق الثروة السيادية من حيث مصادر التمويل أو الاستخدامات ، فخلالها شهدت أسعار النفط صدمة عكسية لمدة سنة فقط ثم عاودت الارتفاع لذلك تزايدت التراكمات لدي الدول النفطية، و بالإضافة إلى ذلك الكثير من صناديق الثروة السيادية استفادت من الأزمة و حققت عوائد مالية من استثماراتها.

 $^{^{1}}$:IFSL RESEARCH: Op-Cit, p1.

^{*:} حجم الأصول لشهر نوفمبر 2010 ، في حين الأرقام الخاصة بسنة 2015 تخص شهر ديسمبر .

ثانيا: مصادر تمويل صناديق الثروة السيادية:

تمول صناديق الثروة السيادية "عادة من فوائض ميزان المدفوعات أو من عمليات النقد الأجنبي، أو من عائدات الخصحصة، أو من المدفوعات التحويلية الحكومية، أو من الفوائض المالية أو من إيرادات تصدير الموارد أو من هذه المصادر جميعها" أ، و هذا بالإضافة إلى عوائد استثماراتما، وتأتي غالبية تمويل هذه الصناديق من عمليات النقد الأجنبي الرسمية الناتجة من السلع الأساسية مثل النفط والغاز والمعادن، فلقد اشرنا سابقا أنما تمثل حاليا حوالي 56.69 % من إجمالي صناديق الثروة السيادية حيث تمثل الصناديق الممولة من النفط و الغاز فقط 56.6 %، هذا في حين تشكل الصناديق المرتكزة على احتياطي العملات الأجنبية حوالي 43,311% من مجمل الثروات المستثمرة، و تعد دراسة مصادر تمويل صناديق الثروة السيادية مهمة لكون التحديات التي تواجه صناديق الأحرى السيادية التابعة للبلدان المصدرة للنفط والمعادن تختلف عن التحديات التي تواجه الصناديق الأخرى من حيث تقلب المصدر الرئيسي لتمويل الصندوق، ويكتسب الأفق الزمني متوسط الأجل أهمية بالغة في منع تحول تقلبات مصادر التمويل السنوية إلى تقلبات في استخدامات الصندوق يمكنها أن تزعزع استقرار الصندوق وتقلل جودة استخداماته.

و مما سبق يمكننا تقسيم مصادر تمويل صناديق الثروة السيادية إلى نوعين ، و هي :

1. مصادر تمويل سلعية:

تتلقى صناديق الثروة السيادية التي تمول من موارد سلعية الأموال وفقا لخمسة طرق توصلنا إليها من خلال دراسة لعينة من صناديق الثروة السيادية التي تمول من موارد سلعية و بعد إزالة كل أوجه التكرار و التشابه خلصنا لكون صناديق الثروة السيادية من هذا النوع تمول وفقا لما يلى:

- كافة عوائد النفط:

و شأن ذلك الصندوق الروسي الذي تأسس سنة 2004 ، و يتلقى هذا الصندوق كافة العوائد ثم يضخ بشكل منتظم كمية من تلك العوائد في الميزانية (كالصندوق القائم في غينيا الجديدة) ، كما أن هذا الصندوق يسد العجز و يتلقى الفوائض 2 ، و تحدف هذه الطريقة في التمويل لفصل إيرادات النفط والغاز عن الميزانية و تحييد اثر التذبذبات في الأسعار عن الاقتصاد المحلي .

[.] 1 عبد المجيد قدي ، مرجع سابق ، 2 ، 1

 $^{^{2}}$: رضا عبد السلام على ، مرجع سابق ، ص

- نسبة ثابتة من عوائد النفط:

شأن صندوق ألاسكا الذي تأسس سنة 1976 ، يتلقى50 % من الإيرادات المعدنية مقابل 25 % سنة 1980، ويوزع أرباحا سنوية للسكان بناء على جزء من الأرباح المتحققة للصندوق، كضمان ضد الضغوط على إنفاق الإيرادات النفطية. ومن الناحية العملية، أصبحت الأرباح الموزعة على الإنفاق. باعتبارها استحقاقات، وحصلت الحكومة على قروض كبيرة أحيانا لتمويل الزيادة في الإنفاق. وتتعارض مراكمة الديون هذه مع التحويل المستهدف للموارد عبر الأجيال"1.

- نسبة من إجمالي العوائد الحكومية:

شأن صندوق الأجيال الكويتي الذي يمول بجزء من الإيرادات النفطية السنوية وتستخدم موارد الصندوق استخداما عاماً نسبيا، يشمل (رغم الاسم الذي يحمله الصندوق) تحويلات للميزانية.

- صافى العوائد الحكومية ، أو فائض الموازنة:

شأن ذلك الصندوق النرويجي و يتلقى الصندوق التدفقات الداخلة إلى الصندوق من كافة الإيرادات النفطية الصافية المحولة من الميزانية، بينما يعيد الصندوق إلى الميزانية المبلغ المطلوب لتغطية عجز الميزانية غير النفطي (والمحسوب في آخر تعديل للميزانية في أواخر العام)، وبالتالي فإن الاعتماد الصافي المحول إلى (المسحوب من) الصندوق يعكس إلى حد كبير فائض (عجز) الميزانية الكلي.

- عوائد النفط التي تتعدى توقعات الميزانية:

و شأن ذلك صندوق ضبط الإيرادات الذي يتلقى الإيرادات الهيدروكربونية التي تفيض عن تلك المحسوبة على أساس السعر المدرج في الميزانية، إلى جانب السلف الاستثنائية التي يحصل عليها من البنك المركزي لاستهلاك الدين.

و صناديق الموارد الطبيعية إجمالا تتخذ لها أهدافاً مختلفة، أهمها 2:

- صناديق الاستقرار: صُممت للحد من تقلبات أسعار الصرف والتضخم و/أو العائدات ولتزويد الحكومات بتدفق مستقر من العائدات التي تُغذي الميزانية السنوية.

^{1 :} صندوق النقد الدولي والبنك الدولي: ليبيا، أولويات إصلاح الإدارة المالية العامة في ظل الأوضاع الجديدة، إبريل 2012 ، ص 67.

^{2 :} أندرو باور: في حسن إدارة عائدات الموارد وإنفاقها ، معهد رصد العائدات ،نيويورك ، ديسمبر 2011 ، ص 1. على الربط : (http://www.resourcegovernance.org/sites/default/files/RWI_Parliamentary_Briefing_ManagingandSpending-AR.pdf)

- صناديق التوفير: لتوفير العائدات للأجيال المستقبلية من خلال استثمارات مربحة، وبهدف المحافظة على إرث الأمة، عادة ما تجري عمليات السحب في ظل ظروفٍ صعبة مثلاً حين تستنفذ عائدات الموارد.
- صناديق التنمية: فهي تُخصص عائدات النفط لخدمة مشاريع تنموية في قطاعات ذات مردود كبير مثل البنية التحتية والصحة أو التعليم.

و الجدول الموالي يعطي صورة عن عينة من صناديق الموارد السلعية، و هدف كل منها: الجدول رقم (14): أمثلة عن صناديق الثروة السيادية الممولة من الموارد الأولية

بة	إنشاء صناديق الثروة السياد	الدولة	سنة	المصدر		
استثمار الاحتياطات	احتياطي التقاعد	الادخار	الاستقرار الاقتصادي الكلي		التأسيس	
		هيئة الاستثمار الكويتية	هيئة الاستثمار الكويتية	الكويت	1953	النفط و
		صندوق الادخار ألبرتا		کندا	1976	الغاز
		هيئة أبو ظبي للاستثمار		الإمارات	1976	
		صندوق ألاسكا الدائم		و . م .أ	1976	
		صندوق الاحتياطي العام		ُ مان	1980	
		للدولة				
		وكالة الاستثمار في بروني		برويي	1983	
	صندوق معاشات التقاعد	صندوق معاشات التقاعد	صندوق معاشات التقاعد	النرويج	1996	
	الحكومي - العالمي	الحكومي - العالمي	الحكومي - العالمي			
		صندوق النفط الحكومي	صندوق النفط الحكومي	أذربيجان	1999	
			صندوق استقرار النفط	إيران	2000	
			صندوق استقرار النفط	المكسيك	2000	
		هيئة قطر للاستثمار		قطر	2000	
		صندوق الادخار وتحقيق	صندوق الادخار وتحقيق	ترینداد و توباغو	2000	
		الاستقرار	الاستقرار			
			الصندوق الوطني كازاخستان	كازاخستان	2001	
		صندوق الأجيال المقبلة		غينيا الاستوائية	2002	
		صندوق النفط	صندوق النفط	تيمور الشرقية	2005	
		صندوق الاحتياطي	صندوق الاحتياطي	البحرين	2006	
		هيئة الاستثمار الليبية		ليبيا	2006	
	صندوق الثروة الوطني		صندوق الاحتياطي	روسيا	2008	
		صندوق احتياطي		كيرباتي	1956	المصادر
		صندوق بولا		بوتسوانا	1996	السلعية
	صندوق احتياطي التقاعد			تشيلي	2006	الأخرى

Source : Peter Kunzel and others: **Investment Objectives of Sovereign Wealth Funds: A Shifting Paradigm**, Economics of Sovereign Wealth Funds Issues for Policymakers, —Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2010, p 138.

من الجدول أعلاه يتضح، إنه من الممكن أن تعمل صناديق الموارد الطبيعية كصناديق ادحار و استقرار في أن واحد، و اختيار شكل الصندوق "يتوقف على ظروف كل دولة و أوضاعها ، فالدول الصغيرة الحجم كالنرويج مثلا من مصلحتها إنشاء صناديق ادخار أو ما يسمى صناديق الأجيال لتستثمر في الخارج، أما البلدان الكبيرة مثل روسا فسيكون من مصلحتها اعتماد صناديق الاستقرار"1.

2. مصادر تمويل غير سلعية:

بعض صناديق الثروة السيادية يتم تمويلها بموارد غير سلعية أنشئت من خلال تحويل الأصول من احتياطات النقد الأجنبي الرسمية 2 ، و هناك ثلاثة مصادر لمثل هذه الصناديق وهي عوائد الخوصصة، فوائض المدفوعات الجارية، فائض الميزانية العامة للدولة 3 :

- عوائد الخوصصة:

دخلت الكثير من الدول في برامج واسعة لخوصصة القطاع العمومي أدت إلى حصولها على عوائد مالية ضخمة، وتتباين استعمالات الدول لهذه العوائد، فمنها من يوجهها مباشرة لتمويل الميزانية العمومية، وفي بعض الأحيان لتمويل برامج إعادة هيكلة الاقتصاد وسداد الديون، ونظرا لضخامة هذه العوائد وتخوفا من أن تقود إلى توسع كبير في الإنفاق العمومي يكون أكبر من الطاقة الاستيعابية للاقتصاد، والذي يمكن أن يؤدي إلى حالة من التضخم لا يمكن التحكم فيها، وانطلاقا من كون المؤسسات المخوصصة هي ملك عام لجميع الأجيال يتم تحويل كل أو جزء من عوائد الخوصصة إلى صناديق سيادية.

- فوائض المدفوعات الجارية:

ذلك أن الحجم الإجمالي العالمي من احتياطات العملات الأجنبية للبنوك المركزية ما فتئ تفي التعاظم بحيث تجاوز 07 تريليون دولار في سنة 2008 ، ولقد تزايد حجمها في سنة 2007 لوحدها به 1 تريليون دولار، وتملك الدول النامية 5/4 هذا المبلغ، ولقد استطاعت الكثير من الدول غير النفطية تحقيق فوائض مالية هامة، خاصة في أمريكا اللاتينية، بفضل تنافسيتها التصديرية على مستوى الأسواق العالمية بما يفيض عن احتياجات الاستثمار المحلى؛ مما دفعها إل تحويل جزء من هذه

. عبد الجيد قدي (بتصرف) : مرجع سابق ، ص ص 1، 2 . 3

^{1 :} رضا عبد السلام على : مرجع سابق، ص 28 .

²: Bill Brummitt[,] Devlin Will, : Op-Cit, p 120.

الفوائض إلى صناديق سيادية، بعد أن وازنت بين الاحتفاظ الاحتياطيات نقدية أو استثمارها بما يحقق لها عوائد.

- فائض الميزانية:

تلجأ بعض الحكومات مباشرة لما تحقق فائضا في الميزانية العامة للدولة إلى تحويل هذا الفائض لاستثماره في الأصول المالية قصد تحقيق عوائد من جهة ولتوجيه المعطيات الاقتصادية من جهة ثانية. ولما يلاحظ توالى تحقيق هذه الفوائض وارتفاع مستواها يتم اللجوء إلى تكوين صناديق سيادية قصد استثمارها وتنميتها بشكل أفضل.

و تتخذ الصناديق الممولة من مصادر غير المواد الأولية عدة أهداف منها الادخار و الاستثمار : الجدول رقم (15): أمثلة عن صناديق ثروة سيادية ممولة من مصادر غير سلعية

ادية	الدولة	سنة	المصدر			
استثمار الاحتياطات	احتياطي التقاعد	الادخار	الاستقرار الاقتصادي		التأسيس	
			الكلي			
		تيماسيك		سنغافورة	1974	فوائض المالية
شركة حكومية				سنغافورة	1981	
		الخزانة الوطنية		ماليزيا	1993	
	صندوق الاستثمار			ايرلندا	2000	
	الاستراتيجي أيرلندا					
	صندوق التقاعد في			نيوزيلندا	2001	
	نيوزيلندا					
	صندوق المستقبل			استراليا	2004	
	الأسترالي					
شركة استثمار				كوريا الجنوبية	2005	
شركة حكومي				سنغافورة	1981	الاحتياطات
شركة حكومية				كوريا الجنوبية	2005	
شركة استثمار				تشيلي	2007	

Source : Peter Kunzel and others: Op.Cit , p p 138-139.

من خلال الجدول ، نجد أن صناديق الثروة السيادية التي تمول بمصادر غير سلعية يكون لديها اهتمام اكبر بالاستثمار مقارنة بصناديق الممولة بموارد سلعية .

ثالثا: الاستراتجيات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية:

لا يمكن الحديث عن صناديق الثروة السيادية على أنها مجموعة متجانسة من الصناديق، بل هي في الأصل مجموعة غير متجانسة سواء من حيث الدول التي تملكها، أو من حيث أنواعها أو الأهداف التي تبعتها، و من ثم لا يمكن الحديث عن إستراتيجية موحدة تحكم توجهاتها الاستثمارية أو ما يطلق عليه التخصيص الاستراتيجي للأصول ، فعلى سبيل التوضيح ، تختلف أنواع الصناديق اختلافا جوهريا من حيث أهدافها الاستثمارية و تصرفاتها . فمؤسسات استثمار الاحتياطي – على سبيل المثال – لابد أن تأخذ في اعتبارها عند توظيفها لأموالها الانعكاسات المكنة لمخاطر موازين مدفوعات الدول التي تمتلكها، و من ثم ترغب في شمول محافظها أصولا سائلة ، كذلك يؤثر نوع الصندوق وهدفه في الأفق الزمني، كما تتأثر الأهداف الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية بمصادر أموالها إلى جانب الأصول و الالتزامات الأخرى من ميزانية الحكومة" 1 .

1. الخصائص العامة للمستثمرين في صناديق الثروة السيادية:

من أجل تصنيف المستثمرين من صناديق الثروة السيادية وفقا لإستراتيجية الاستثمار اعتمدنا على دراسة قامت بحا مؤسسة أنفيسكو الشرق الأوسط سنة 2011، و التي اعتمدت بدورها في تصنيفها على تحديد أهداف صناديق الثروة السيادية و قسمتها إلى أهداف رئيسية و أحرى ثانوية و هذا وفقا للشكل الموالى:

المخطط رقم (1): الإطار العام لتصنيف الخصائص العامة للمستثمرين في صناديق الثروة السيادية

	صناديق الثروة السيادية						
تثمار	الهدف الرئيسي - الاسن		التنمية	ف الرئيسي –	الهد		
الهدف الثانوي: لخاطرة \ العائد			الهدف الثانوي: دولي		الهدف الثانوي: محلي		
لخصائص العامة : مديرو الأصول			الخصائص العامة : داعمو السياسات	:	الخصائص العامة أجهزة التنمية		

المصدر: أنفيسكو الشرق الأوسط: تقرير شركة أنفيسكو الشرق الأوسط حول إدارة الأصول الاستثمارية للعام 2011 ، دبي، 2011، ص 5

^{1:} Peter Kunzel and others: Op.cit ,p p137-150...

^{*:} صناديق الثروة السيادية نوعان وفقا لموقفها من الاستثمار و هما ، صناديق ثروة سيادية استثمارية و أخرى خاملة مثل صندوق ضبط الإيرادات الجزائري ، و في هذه الجزئية نركز على صناديق الثروة السيادية الاستثمارية فقط .

من خلال الشكل أعلاه ، يتضح أن هناك العديد من الأهداف الأساسية لصناديق الثروة السيادية، و هذا ما يساهم في ارتفاع معدل التذبذبات في أفضليات الاستثمار للصندوق، و عليه مكن تصنيف صناديق الثروة السيادية الاستثمارية وفقا لأهدافها إلى أربع أنواع، و هي :1

- هيئات التنمية: تركز هذه الصناديق على مشاريع التنمية و الاستثمارات المحلية .
- داعمو السياسات: تستخدم هذه الصناديق الاستثمارات الدولية للدفع بنتائج السياسات الخارجية أو المحلية .
- -أدوات تنويع الاستثمار: تقوم هذه الصناديق بالاستثمار على نطاق عالمي لتنويع مصادر الثروة و الخفاظ عليها للأجيال القادمة ، و يتم في الغالب الرجوع إلى معيار عالمي لمخصصات الأصول و التوزيعات الجغرافية .
- مديرو الأصول: تركز هذه الصناديق بشكل حصري على عوائد الاستثمارات المعدلة حسب المخاطر، و تتمتع في الغالب بنطاق واسع يتيح لها الاستثمار على امتدادات واسعة من الأصول و المناطق.

يساعد هذا الإطار على تفسير سلوكيات استثمار صناديق الثروة السيادية من دون اللجوء إلى مقاربة كل صندوق ككيان مستقل، كما أنه يساعد على فهم التعقيدات التنظيمية عبر توفير آلية لتصنيف الأذرع المختلفة لصناديق الثروة السيادية في بلد واحد جنبا إلى جنب مع عدة صناديق ثروات سيادية في بلد أخر، و مع انه من الممكن نظريا أن يكون لصناديق الثروة السيادية عدة خصائص عامة، فقد اظهر التخصيص العملي لصناديق الثروة السيادية أن غالبيتها يقع ضمن فئة واحدة من تلك الخصائص.

2. السلوكيات الاستثمارية الرئيسية لصناديق الثروة السيادية:

تختلف السلوكيات الاستثمارية الرئيسية لصناديق الثروة السيادية من أفق زمني للاستثمار و تخصيص الأصول و هيكلة الأصول و كذلك درجة تحمل المخاطرة، باختلاف فئة الصندوق، و الجدول الموالي يعطي شرحا تفصيليا للسلوكيات الاستثمارية الرئيسية و الأساس المنطقي الداعم لخصائص كل مستثمر.

89

 $^{^{1}:}$: أنفيسكو الشرق الأوسط (بتصرف) : مرجع سابق ، ص 4.

الجدول رقم (16): السلوكيات الاستثماري الرئيسية لكل فئة من فئات صناديق الثروة السيادية

	أجهزة التنمية	داعمو السياسات	أدوات تنويع الاستثمار	مديرو الأصول
	أفضلية للأجل الطويل الذي	اجل متوسط إلى طويل وفقا	استثمارات طويلة الأجل،	مرن ، اجل متوسط إجمالا
·c	يتجاوز اجل القطاع	لطبيعة الاستثمار، صندوق	يتم استثمارها بالكامل	و لكن بأفاق متنوعة ،
الزمني	الخاص. صندوق انتهازي	انتهازي كبير للصفقات	بنسبة تصل إلى 95 % من	صندوق انتهازي اصغر
الأفق	متخصص في الصفقات	الكبرى (غالبا > 30%	قيمة الصندوق.	حجما (غالبا < 20 %
_	الصغيرة (غالبا > من	من الأصول الإجمالية)		من الأصول الإجمالية)
	الأصول الإجمالية)			
. 0:	متوسطة إلى عالية ، و لكن	عالية و لكن مع استعداد	نهج متوازن يتميز بعوائد	درجة تقبل مخاطر عالية مع
خصائص المخاطرة	مع استعداد لتقبل عوائد	لتقبل عوائد مستهدفة	مستهدفة بين 6-8 %	عوائد مستهدفة > 8% (
ى الع	مستهدفة منخفضة (سلبية)	منخفضة (سلبية) لتحقيق	على مدى 5-10 أعوام	غالبا ما تكون بمعدل
عائم	لتحقيق الأهداف المرتبطة	الأهداف المرتبطة	على التوالي .	عشوائي)
γ.	بالسياسات	بالسياسات.		
	استثمارات مباشرة في	استثمار مباشرة بمعظمها	أفضلية للهيكليات المتنوعة	استثمارات مباشرة بشكل
G.	معظمها ، غالبا ما تتشكل		مثل الصناديق أو صناديق	خاص ، إلا أنها تستخدم
هيكلية المنتج	من مجموعة شركات		المؤشرات المتداولة .	بعض الصناديق المدارة
هيك	استثمارية			خارجيا (و بخاصة صناديق
				التحوط)
	نسبة تعرض عالية لمخاطر	أصول تذكارية لبناء	ضوابط مرجعية متوافقة مع	مرن - لا مؤشر قياسي،
ول	الأسهم الخاصة و الأسهم	الخصائص و/أو	المستثمرين الأكثر تعقيدا و	نسبة تعرض عالية في
، الأصول	الإستراتيجية في	الاستثمارات المرتبطة	غير الخاضعين للالتزامات،	الغالب لمخاطر الأسهم
تخصيص	الاستثمارات في البنية	بالحكومات (مثلا: سندات	من نسبة تعرض عالية	الخاصة و الأسهم
g :	التحتية	الخزينة أو التعليم)	لمخاطر البدائل (~ 20 %)	الإستراتيجية و البدائل
				العالمية.
	محلي في الغالب (أو	دولي في الغالب	الضوابط المرجعية متوافقة	مرن – الأفضلية لاستثمار
برافي	إقليمي في حالات معينة)		مع مؤشر مورغان ستانيلي	الموضوعي مع نسبة تعرض
لنطاق الجغرافي			كابيتال انتر ناشيونال	عالية في الغالب بالمخاطر
لنطاق			العالمي	المحلية و معرفة واسعة في
				السوق
		_		

المصدر: أنفيسكو الشرق الأوسط ، المرجع السابق ، ص 5 .

من خلال الجدول ، تظهر الاختلافات بين صناديق الثروة السيادية، فعلى الرغم من أن صناديق الثروة السيادية تعتبر جهات استثمارية طويلة الأجل ، إلا أن داعمي السياسات و مديري الأصول

يسعون وراء الاستثمارات قصيرة الأجل، و على الرغم من أن العديد من العاملين في قطاع صناديق الثروة السيادية يعتبرونها جهات استثمارية محافظة و محدودة المخاطر ، فان أدوات تنويع الاستثمارات وحده (وهي الجهة الأكثر إفصاحا عن إستراتيجيتها الاستثمارية) تندرج ضمن هذه الفئة، ولا تعتبر هيئات التنمية و داعمو السياسات من الجهات الاستثمارية الحذرة أو المحدودة المخاطر ، إلا أنها تتميز بعائدات مستهدفة منخفضة كونها على استعداد للانخراط في استثمارات غير مربحة ، "و الواقع أن مديري الأصول هم عبارة عن مستثمرين يتبنون نهجا يتميز بقدر كبير من المخاطرة و يسعون للحصول على عوائد عالية وأداء استثماري يفوق التوقعات " أ.

3. التوزيع الجغرافي و القطاعي لاستثمارات صناديق الثروة السيادية:

من خلال الجدول السابق يظهر جليا أن النطاق الجغرافي لاستثمارات صناديق الثروة السيادية ينقسم إلى فئتين و هما نطاق محلي للاستثمار و أخر دولي، حيث نلاحظ أن أجهزة التنمية تركز على النطاق المحلي في حين داعمو السياسات يركزون في استثماراتهم على النطاق الدولي ، أما فيما يخص نوع الاستثمار فمعظم صناديق الثروات السيادية يفضل الاستثمارات المباشرة على عكس أدوات تنويع الاستثمار التي تركز في الاستثمار في الصناديق.

و بغض النظر عن نوع الصندوق وفقا لتصنيف أنفيسكو ، تتركز استثمارات صناديق الثروة السيادية في ثلاث مناطق و هي آسيا و الولايات المتحدة الأمريكية و الاتحاد الأوروبي، حيث تميل صناديق الثروة السيادية الأسيوية في استثماراتها بشكل أساسي نحو الأسواق المحلية أو البلدان المحاورة لها، في حين صناديق الثروة السيادية لدول مجلس التعاون تركز في استثمارها على منطقة الولايات المتحدة الأمريكية و بريطانيا و فرنسا.

و بلغ حجم استثمارات صناديق الثروة السيادية في الفترة ما بين 1995 و 2008* ما قيمته 187 مليار دولار توزعت وفقا للجدول التالي:

*: نركز على هذه الفترة في هذه الجزئية من الدراسة على اعتبار أننا سوف تتناول فترة 2008 إلى الآن في المبحث الثالث من هذا الفصل .

¹: انفيسكو الشرق الأوسط: مرجع سابق، ص 4.

الجدول رقم (17): استثمارات صناديق الثروة السيادية في العالم حسب القطاع بين عامي 1995 و جويلية 2008

النسبة	المبلغ (مليار دولار امريكي)	القطاع
%62	115.94	المالية
%9	16.83	العقارات
%7	13.09	الطاقة
%6	11.22	الخدمات
%5	9.35	التكنولوجيا
%11	20.57	أخرى
%100	187	الجحموع

Source :IFSL RESEARCH**: SOVEREIGN WEALTH FUNDS 2009**, International Financial Services London, MARCH 2009, p 6 , Available at: (http://www.afi.es/EO/swf_IFSL_2009.pdf)

وفقا للجدول استثمرت صناديق الثروة السيادية في المتوسط 62 % من مواردها في القطاع المالي، و 9% في القطاع العقاري، و 7 % في قطاع الطاقة، و النسبة المتبقية موزعة على عدد من قطاعات السلع الاستهلاكية و التقنية، وتختلف نسب كل منها من صندوق لأخر اعتمادا على إستراتيجية الاستثمار الخاصة بكل دولة، و التي تعتمد هي الأخرى على الهدف من تلك الاستثمارات، أو إنشاء الصندوق، فمثلا صناديق الثروة السيادية الخليجية تختلف عن بقية الصناديق و إن كانت أكثر تركيزا في قطاعي الطاقة و المالية، تتبعها قطاعات أخرى كالعقارات و الصحة و النقل، " و قد يكون التركيز على القطاع المالي ليس لاعتبارات ربحية فقط، و إنما للمساعدة على تدعيم المؤسسات المالية في الدول الصناعية وإضفاء المصداقية على الحكومات الخليجية في الغرب" أ.

كما يختلف التوزيع القطاعي لاستثمارات صناديق الثروة السيادية باختلاف الدول المستقبلة لاستثمارات هذه الصناديق ، و في هذا الصدد نميز بين ثلاث مناطق هي :

92

¹ :يوسف خليفة اليوسف : ا**لإمارات العربية المتحدة على مفترق طرق** ، مركز دراسات الوحدة العربية ،الطبعة الأولى ، بيروت ، ماي 2013 ، ص 191.

الجدول رقم (18): توزيع استثمارات صناديق الثروة السيادية خلال الفترة ما بين 1995 و 2008

آسيا		الولايات المتحدة الأمريكية		الاتحاد الأوروبي		
النسبة	المبلغ (مليار	النسبة	المبلغ (مليار	النسبة	المبلغ(مليار	القطاع
	دولار)		دولار)		دولار)	
%34.89	17.9	%89.62	59.6	%54.01	26.9	القطاع المالي
%5.46	2.8	%0.75	0.5	%12.65	6.3	الخدمات
%7.8	0.4	-	-	%11.85	5.9	الصناعة
%14.81	7.6	%0.6	0.4	%10	5.0	السلع
%13.25	6.8	%3.61	2.4	%9.27	4.6	العقارات
-	-	-	-	%1.60	0.8	الدفاع
%15.20	7.8	%0.9	0.6	%0.60	0.3	التكنولوجيا
%0.4	0.2	%0.3	0.2	-	-	زراعة
%14.42	7.4	-	-	-	-	البنية التحتية
%7.8	0.4	%4.21	2.8	-	-	أخرى
%100	51.3	%100	66.5	%100	49.8	الجحموع

المصدر: من إعداد الطالبة اعتماد على:

- Steffen Kern: **SWFs and foreign investment policies - an update**, Deutsche Bank Research, October 22, 2008, Available at: (https://www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_EN-PROD/PROD0000000000232851.PDF)

من خلال الجدول نلاحظ أن التوزيع القطاعي لاستثمارات صناديق الثروة السيادية يختلف حسب اختلاف الدولة المستقبلة للاستثمارات ، و هي موزعة كما يلي :

- في أوروبا: بحد أن الصفقات المبرمة من قبل صناديق الثروة السيادية ركزت على القطاع المالي بنسبة 54 % ، يليها قطاع الخدمات بنسبة 9.27 % .
- في الولايات المتحدة الأمريكية: ركزت صناديق الثروة السيادية بشكل اكبر على الاستثمار في قطاع المالية بنسبة 89.62 % أي ما يقابل 59.6 مليار دولار ، و حاء القطاع العقاري بنسبة 3.61% .
- في آسيا: تتوزع الاستثمارات صناديق الثروة السيادية على أكثر من قطاع ، حيث توزعت على كل من قطاع المالية بنسبة 34.89 % يليها قطاع التكنولوجي بنسبة 15.20% ، ثم البني التحتية بنسبة 14.42 % .

وفيما يخص توزيع استثمارات صناديق الثروة السيادية وفقا لأشكال الأصول، فهي تتنوع ما بين السندات الحكومية و أسواق المال العالمية و الاستثمارات العقارية و غيرها، و تختلف نسب كل منها باختلاف نوع و الغرض من الصندوق، فمثلا نجد صناديق الادخار كصندوق الأجيال في الكويت و جهاز أبوظبي للاستثمار أو جهاز قطر للاستثمار تركز على استثمارات طويلة الأجل، و بأدوات ذات العائد و درجة المخاطرة الأعلى ، كالاستثمار في أسواق المال العالمية ، أما استثمارات صناديق الاستقرار العائدات، فهي للأجل القصير أو المتوسط و إنما تتجه إلى الاستثمار في أدوات ذات درجة مخاطرة و عوائد اقل ، كالسندات الحكومية (مثل استثمارات مؤسسة النقد العربي السعودية و التي تعد كآلية لاستقرار العائدات) "1، و الجدول الموالي يوضح تطور توزيع الأصول للفترة ما بين 2002 إلى غاية 2014 ذلك :

الجدول رقم (19): توزيع استثمارات صناديق الثروة السيادية وفقا لنوع الأصول:

2014	2012	2007	2002	نوعية الأصول
%34.8	%33.3	%43.8	%48.3	النقد و الدخل الثابت
%37.6	%41.0	%40.0	%36.3	الأسهم
%27.5	%25.7	%16.2	%15.4	الأسهم الخاصة *
%100	%100	%100	%100	المحموع

Source: Elliot Hentov,: **How do Sovereign Wealth Funds1 Invest? A Glance at SWF Asset Allocation**, Official Institutions Group, December 2015, p2, Available at:. (https://www.ssga.com/investment-topics/asset%20allocation/2015/How-do-Sovereign-Wealth-Funds-Invest-A-Glance-at-SWF-Asset-Allocation.pdf)

من خلال الجدول يتضح أن صناديق الثروة السيادية تمتثل إلى الطريقة التقليدية في أسلوب تخصيص الحصص الذي يوازن بين احتياجات السيولة و البحث عن عائدات أعلى، حيث توزع العديد من الصناديق حصصها الاستثمارية على سلسة من أنواع الأصول تبدأ من الأقل مخاطرة و تنتهي بالأعلى مخاطرة، مع الإشارة أن هناك اختلافات في الطريقة و في النطاق الذي تنوع فيه صناديق الثروة السيادية محافظ استثماراتها، بحيث تتعادل هذه الاختلافات مع الأهمية المعلقة على الأهداف الإستراتيجية المنفردة،" ففي حالة صندوق الثروة السيادية الروسي مثلا، و هو كما يحوي اسمه صندوق الاستقرار الروسي، فإن الهدف الأساسي هو حماية الميزانية الحكومية من تقلبات عائدات النفط و الغاز، و يتم توجيه معظم استثماراته في سندات حكومية أجنبية و في بعض

^{1 :}عادل عبد الونيس عرفة ، مرجع سابق ، ص 66

^{*} و هي ترجمة لـ " Private Equity " الأسهم الخاصة : التي لا تتداول في الأسواق المالية مثل شركات المساهمة المغلقة والشركات العائلية من الشركات ذات المسؤولية المحدودة.

سندات الدخل الثابت، و في حالة صندوق الثروة السيادية النرويجي ، و الصندوق النرويجي للتقاعد – و الهدفان الرئيسيان لهما الادخار و الاستقرار – يتم توجيه الجزء الأكبر من الاستثمارات في مجموعة من سندات الدخل الثابت و الأسهم الخاصة . 1

و في الطرف الأخر من هذه السلسة من الأمثلة ، وكما هو الحال في جهاز أبوظبي للاستثمار و هيئة الاستثمار الكويتية ، حيث أن هناك خليطا من كل الأهداف الإستراتيجية المدرجة أعلاه ، نجد أن الاستثمارات تنتشر على امتداد سلسلة المخاطرة.

و في نفس السياق، هناك توجه من قبل صناديق الثروة السيادية على نحو متزايد نحو الاستثمار الأجنبي المباشر، إذ قدرته "لجنة الأمم المتحدة للتجارة و التنمية (أونكتاد) بنحو 39 مليار دولار فقط 2007 سنة 2007، وقد زاد عدد عمليات الاندماج والشراء عبر الحدود التي تشارك فيها صناديق الثروة السيادية من عملية واحدة في عام 1987 إلى 30 عملية في عام 2007 "و العوامل الدافعة لهذه المشاريع الاستثمارية الحديثة تتمثل في اتجاهات الأسواق المختلفة، بما يشمل التراكم السريع للاحتياطيات الناشئة عن فوائض التصدير، والتغيرات في المحددات الاقتصادية الأساسية العالمية، وظهور فرص استثمار جديدة تشمل الشركات المالية التي تعاني من ضعف هيكلي. (انظر الملحق رقم2)

أما فيما يتعلق بتوزيع الأصول وفقا للعملة فتشكل الأصول المقومة بالدولار نسبة عالية من استثمارات صناديق الثروة السيادية في العالم ، وان تفاوتت تقديراتها بين الدول، و هذا يرجع إلى مصادر تمويل الصندوق و كذلك إلى اختلاف التوزيع الجغرافي لاستثمارات كل صندوق .

^{. 20} مرجع سابق ، ص 1 : راشد بن حمد الشرقي

 $^{^{2}}$ عادل عبد الونيس عرفة ، مرجع سابق ، ص 2

^{3:} الأونكتاد: صناديق الثروة السيادية بدأت تلعب دوراً رئيسياً في الاستثمار الأجنبي المباشر عن طريق عمليات الاندماج والشراء، سبتمبر (http://unctad.org/Sections/press/docs/pr08037Rev.1_ar.pdf) ص2. على الرابط: (http://unctad.org/Sections/press/docs/pr08037Rev.1_ar.pdf)

المبحث الثاني: أهم تجارب صناديق الثروة السيادية في العالم

تعتبر التفرقة بين صناديق الثروة السيادية وفقا للانتماء الجغرافي و مصدر تمويل الصندوق إلى صناديق سيادية عربية (و هي صناديق نفطية) و أجنبية (اغلبها صناديق غير سلعية) أكثر دقة في دراسة التحديات التي واجهة صناديق الثروة السيادية، لذلك اعتمدت على هذين المعيارين في اختيار أهم النماذج العالمية في مجال صناديق الثروة السيادية .

أولا: صناديق الثروة السيادية العربية:

لقد اتبعت الدول العربية بوصفها دولا نفطية سياسات مختلفة لتحييد أثار التذبذب و اللايقين بالنسبة إلى الإيرادات النفطية، منها تبني أسعار متحفظة للنفط في تقديرات إيرادات الميزانية المالية للدولة، و إنشاء صناديق للثروة السيادية.

والجدول التالي يوضح لنا حجم صناديق الثروة السيادية العربية:

وه السيادية العربية	الجدول رقم (20): تقدير اصول صناديق الثر
القيمة	البيانات

النسبة	القيمة	البيانات	
%24	19	عدد صناديق الثروة السيادية العربية	
	79	عدد صناديق الثروة السيادية العالمية	
39.64%	2,836.9	مجموع أصول صناديق الثروة السيادية للدول العربية	
	7,156.9	مجموع موارد صناديق الثروة السيادية العالمية	

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على معطيات الجدول رقم (9) .

يظهر جليا أن صناديق الثروة السيادية العربية تدير ما يقارب 2,83 تريليون دولار أي ما يمثل 39.64 % من إجمالي أصول صناديق الثروة السيادية التي تبلغ 7.15 تريليون دولار، يقدر عدد الصناديق العربية بـ 19 صندوق من أصل 79 صندوق موجود في العالم حاليا، و تنتمي صناديق الثروة السيادية التابعة لهذه الدول إلى النوع السلعي أي أنها من مصادر الغاز أو النفط أو كلاهما معا، باستثناء صندوق الاستثمار الفلسطيني.

معظم صناديق الثروة السيادية للدول العربية أنشئت بعد سنة 2002 أي أثناء الطفرة النفطية الثالثة حيث تم تأسيس 14 صندوق ثروة سيادية من أصل 19 صندوق، و من أهمها جهاز قطر للاستثمار الذي أسس سنة 2005 ، و هيئة الاستثمار الليبية الذي أسست 2006 ، وهذا يرجع لكون الدول العربية قد استوعبت دروس تجربة الطفرتين السابقتين و أخطائها، و ما أدت إليه هذه الأخطاء من أثار سلبية ففي الطفرة الأولى و الثانية لم تتمكن هذه الدول من استغلال الجيد للعوائد المالية الكبيرة التي حققتها نتيجة الارتفاع الكبير في أسعار النفط، و لم تتمكن من استثمارها في بناء اقتصاد قوي، حيث ما زالت الإرادات النفطية في معظم دول مجلس التعاون مثلا تمثل ما يقرب من 60%من إجمالي الإيرادات، وفقًا للسنة المالية 2012 – 2013 بينما تقترب من 89.5% في المملكة العربية السعودية و 92.4% في الكويت، و نحو 63.8% في الإمارات، وهذا لا يتناسب مع الدول الأخرى الغنية بالموارد كالنرويج حيث لا تتجاوز الإيرادات النفطية 32 % من إيرادات الدولة "أ.

و تعد دولة الإمارات العربية هي الدولة الأنشط عربيا في إنشاء هذا النوع من الصناديق، حيث تملك 7 صناديق سيادية من مجموع 19 صندوق تابع للدول العربية.

و من بين صناديق الثروة السيادية الرائدة في المنطقة ، نحد جهاز أبوظبي للاستثمار و الذي يحتل المركز الثاني كأكبر صندوق ثروة سيادية في العالم و الأول عربيا بموجودات بلغت 773 مليار دولار ، و الهيئة العامة للاستثمار الكويتية بصفتهما أقدم صندوق في العالم و تدير 592 مليار دولار و تحتل المركز الخامس عالميا و الثالث عربيا ، وجهاز قطر للاستثمار و الذي بالرغم من حداثته فهو يضاهي من حيث الحجم و سلوك الاستثمار الصندوقين السابقين و يحتل المركز السابع عالميا و الرابع عربيا به 256 مليار دولار .

1. الهيئة العامة للاستثمار الكويتية (KIA):

الهيئة العامة للاستثمار 2هي أقدم صندوق للثروة السيادية في العالم. وتعود جذور الهيئة إلى مجلس الاستثمار الكويتي الذي أنشأ في عام 1953، قبل ثماني سنوات من استقلال الكويت في عام 1961. وفي عام 1982 تم إنشاء الهيئة العامة للاستثمار بموجب القانون رقم 47 باعتبارها هيئة حكومية مستقلة " قلم مكلفة بتحقيق عائدات طويلة الأمد من فائض عائدات النفط الكويتي، وتأمين مصدر بديل لمداخيل الحكومة حين تنضب مصادر النفط في البلاد " في وكهيئة حكومية مستقلة يشرف عليها وزير المالية الكويتي، تعتبر هيئة الاستثمار الكويتية مسؤولة عن إدارة وتصريف أمور صندوق الاحتياطي العام في الإمارة و أصول صندوق احتياطي الأجيال، إضافة إلى صناديق أخرى .

^{. 4 .} 2014 . خدة، أغسطس 2014 .

Home - Kuwait Investment Authority أ. الموقع الرسمي للهيئة العامة للاستثمار الكويتية

^{4:} سفين بيرينت :حين يتكلّم المال: صناديق الشروة السيادية العربية في خطاب العولمة ، العدد 12 ،بيروت، مركز كارنيغي للشرق الأوسط، أكتوبر 2008، ص8

فبالنسبة لصندوق الأجيال القادمة يتم بموجب القانون تحويل إليه ما لا يقل عن 10 % من جميع إيرادات الدولة سنوياً، وكذلك 10 % من صافي الدخل السنوي لاستثمارات صندوق الاحتياطي العام إلى صندوق الأجيال القادمة. ويتم إعادة استثمار كافة المداخيل الناتجة عن استثمارات صندوق الأجيال القادمة بموجب القانون، كما يتطلّب السحب من صندوق الأجيال القادمة إصدار تشريع محدد يجيز إجراء السحوبات. و يعد هذا الصندوق بمثابة "منصة لإنقاذ الأجيال".

في حين صندوق الاحتياطي العام، و لكونه مستودعاً للاحتياطي العام لدولة الكويت، فإن أصول الصندوق ومداخيله متاحة لاستخدام دولة الكويت على النحو الذي تحدده الحكومة عند عرض ومناقشة الميزانية السنوية للدولة في مجلس الأمة. و يعد هذا الصندوق" بمثابة "أمين الصندوق" و"صندوق الاستقرار" لدولة الكويت".

- تطور الهيئة العامة للاستثمار الكويتية:

بلغ حجم الهيئة العامة للاستثمار الكويتية في سنة 2015 حوالي 592 مليار دولار مقابل 213 مليار دولار سنة 2007 أي بزيادة نسبتها 177.93%، موزعة بين صندوق احتياطي الأجيال و صندوق الاحتياطي العام.

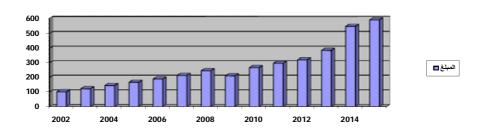
الجدول رقم (21): تطور حجم أصول الهيئة العامة للاستثمار الكويتية

الوحدة مليار دولار أمريكي

	•						
2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	السنة
245	213	188	166	144	122	101	المبلغ
2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	السنة
592	548	386	322	296	266	210	المبلغ

Source: Sovereign Wealth Center ,2016.

الشكل رقم (5): تطور حجم أصول الهيئة العامة للاستثمار



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على معطيات الجدول السابق

و فيما يخص تطور الصندوق من حيث الإدارة قام الصندوق بافتتاح مكتب تمثيلي للهيئة في الصين" في أكتوبر 2011 ليكون أولى مكاتب الهيئة العامة للاستثمار في الخارج منذ إنشاء مكتب الاستثمار الكويتي في لندن في عام 1953. ويعمل المكتب التمثيلي للهيئة في الصين بشكل وثيق مع مكتب الهيئة الرئيسي ومع مكتب الاستثمار الكويتي في لندن، وهو بمثابة منصة لاستكشاف الفرص الاستثمارية المربحة في الصين وشرق آسيا "1.

- إستراتيجية استثمار الهيئة العامة للاستثمار:

قدف الهيئة من خلال استثماراتها لتحقيق" عائد على الاستثمار طويل المدى للاحتياطيات المالية التي كلّفت دولة الكويت الهيئة باستثمارها، بغرض توفير مصدر إيراد بديل للإيرادات النفطية، مما يعزز من قدرة الأجيال الكويتية القادمة على مواجهة متغيرات المستقبل بقدر عال من الثقة " 2. وتعتمد الهيئة العامة للاستثمار كلياً في عملياتها الاستثمارية على مصادرها الذاتية لأن قانون إنشائها يمنعها من الاقتراض من أية جهات مالية. كما لا تستخدم الهيئة العامة للاستثمار أياً من منتجات المشتقات كأدوات استثمارية "3.و تستثمر الهيئة الأموال من خلال مديري صناديق الاستثمار الخارجيين .و يستثمر مكتب الاستثمار الكويتي في لندن الأموال بشكل مباشر.

و تتنوع المحفظة الاستثمارية للهيئة العامة للاستثمار من حيث العملات المكونة لها و نوع الأصل، و الجدول الموالي يبين مكونات المحفظة المالية للهيئة حسب الأرقام التي أعلنتها هذه الأخيرة في أواخر 2007.

الجدول رقم (22): تقديرات توزيع المحافظ المالية للهيئة العامة للاستثمار الكويتية نهاية عام 2007

تركيب محفظة الصندوق من حيث الأصول	تركيب محفظة الصندوق من حيث العملة
60 % أسهم	40 % دولار
25 % سندات	40% يورو وجنيه إسترليني وين ياباني
15 % أصول أخرى	20% عملات أخرى

Source: Brad Setser and Rachel Ziemba, Understanding The New Financial Superpower: The Management of Gulf Cooperation Council Official Foreign Assets, New York, Roubini Global Economics RGE, December 2007, P.14, Available at:.

(file:///C:/Documents%20and%20Settings/client/Mes%20documents/Downloads/SetserZiembaGCCfinal.pdf,)

^{1 :} الموقع الرسمي للهيئة العامة للاستثمار الكويتية Home - Kuwait Investment Authority

^{2 :} نفس المرجع السابق .

^{3 :} نفس المرجع السابق .

تركز هيئة الاستثمار الكويتية على الاستثمار في الأسهم بنسبة 60 % تليها السندات بنسبة 25% أما فيما يخص توزيع المحفظة من حيث العملات فهي تركز على العملات القيادية (الدولار و اليورو و الجنيه الإسترليني و الين الياباني) و هذا بنسبة 80 %، و في عام 2004، أوصت وثيقة المراجعة الإستراتيجية التي أعدتما وزارة المالية الكويتية الهيئة العامة للاستثمار بتنويع استثماراتما، مبتعدة عن السندات و الأسهم نحو فئات أحرى من الأصول مثل الأسهم الخاصة و العقارات و الأسواق الناشئة . أما فيما يخص التوزيع الجغرافي لاستثمارات الهيئة فيجب الإشارة لكون أن " جميع أصول صندوق احتياطي الأجيال موجودة خارج الكويت "1.

الجدول رقم (23): التوزيع الجغرافي لاستثمارات هيئة الاستثمار الكويتية للفترة ما بين 2005 الى 2011

نسبة الأصول	المنطقة
%33	أوروبا
%33	أمريكا الشمالية
%11	أمريكا الجنوبية
%11	آسیا
%11	الشرق الأوسط
%1	أخرى
100	المجمع

Source: Markus Massi, Mohamed El Abbouri: Mobilizing the potential of GCC Sovereign Wealth Funds for Mediterranean Partner Countries, The Boston Consulting Group, European Investment Bank (supervision); 30 August 2012,p 12, Available at: (http://www.eib.org/attachments/country/femip_study_potential_of_gcc_sovereign_wealth_funds_en.pdf).

تتركز استثمارات هيئة الاستثمار الكويتية على منطقتي أوروبا و أمريكا الشمالية (بالأخص الولايات المتحدة الأمريكية) بنسبة 66 %، في حين تتوزع النسبة المتبقية بالتساوي على ثلاث مناطق و هي أمريكا الجنوبية و أسيا والشرق الأوسط، أما عن أهم الاستثمارات التي قامت بما الهيئة فهي: الجدول, قم (24): أبرز استثمارات هيئة الاستثمار الكويتية

النسبة	المبلغ	المؤسسة
%7.1	-	الشركة الألمانية المصنعة للسيارات (ديملر اي حي)
%3.3	-	مجموعة الطاقة (بريتيش بتروليوم)
-	0.72 مليار دولار	بنك الصين الصناعي والتجاري.
-	3.0 مليار دولار	سيتي غروب
-	1.0 مليار دولار	ميرليلنش
-	1.0 مليار دولار	داو کیمیکال Dow Chemichal

Source : Hugo Toiedo: **Arab Sovereign Wealth Funds and their political implications**, Emirates Center for Strategic Studies and Research, Abu Dhabi, 2009, p 11

100

^{1:} شريف شعبان مبروك: مرجع سابق، ص 44.

وفي 6 ديسمبر 2009، أعلنت الهيئة العامة للاستثمار الكويتية في بيان أنها حولت أسهمها الممتازة في سيتي غروب إلى أسهم عادية، ثم باعتها كلها مقابل 4.1 مليار دولار، لتحقق ربحاً من عملية البيع قدره 1.1 مليار دولار، أي ما يساوي العائد على استثمارها الأصلي نسبته 37 % "1، وهذا ما يعني أن الهيئة الاستثمارية الكويتية لقد نجحت في اغتنام فرصة الأزمة المالية وحققت عوائد مهمة .*

2. جهاز أبوظبي للاستثمار (AIDA):

يعود تاريخ "إنشاء جهاز أبوظبي للاستثمار إلى العام 1967، عندما أنشأت حكومة أبوظبي بدلا بمحلسا للاستثمار المالي تحت إدارة دائرة المالية بمدف استثمار عائدات النفط بطريقة أكثر ربحية، بدلا من مجرد حفظ فوائض الإيرادات النفطية في البنوك الغربية "ق. في وقت لاحق، في عام 1976، اتخذ أمير أبوظبي قرارا بإنشاء جهاز أبوظبي كوسيلة استثمار مستقلة تنظيميا و إداريا عن حكومة أبوظبي بينما تظل مملوكة بالكامل للحكومة، ولم يغير هذا التحول التنظيمي واحدا من أهم أهداف جهاز أبوظبي ، ألا وهو "ضمان ازدهار أبوظبي والحفاظ عليه، عبر إدارة الأصول المالية لإمارة بحكمة "4.

و أهم مصادر تمويل الجهاز تتمثل في حصص عائدات النفط من شركة أبوظبي الوطنية للنفط، و من حصص فوائض الموازنة العامة لحكومة أبوظبي (التي تأتي بدورها من عائدات النفط و الغاز).

و يقوم جهاز أبوظبي للاستثمار في حالات الانكماش الاقتصادي و في حالات انخفاض عائدات النفط، بإعادة ضخ هذه الأموال للحكومة لسد أي عجز في الموازنة، و إذا أخذنا بالحسبان قاعدة أبوظبي الضريبية الصغيرة و تعرض الإمارة وبالتالي العائدات، لتقلبات أسعار النفط، لأدركنا الأهمية العظمي للجهاز كأداة تيسير للميزانية، و يمكن قياس هذه الأهمية من خلال "حصة دخل الاستثمار كنسبة من عائدات حكومية أبوظبي التي تبلغ متوسطها 20 % ما بين 1999 و 2007".

¹ علي حسين باكير: الصناديق السيادية الخليجية: دورة الصعود والهبوط وآفاق المستقبل، أراء حول الخليج، تصدر عن مركز الخليج للأبحاث العدد 65، دبي، بتاريخ فبراير 2010، على الرابط:

⁽http://araa.sa/index.php?option=com_content&view=article&id=858:2014-06-28-07-42-26&catid=9:article&Itemid=172)

* فيما يخص التوزيع القطاعي لاستثمارات هيئة الاستثمار الكويتية وكذلك جهاز أبوظبي للاستثمار فقد سبق التطرق لها في الدراسة .

²: Abu Dhabi Investment Authority.

³ : راشد بن حمد الشرقي : مرجع سابق ، ص 127.

 $^{^{4}}$: شریف شعبان مبروك : مرجع سابق ، ص 4

^{. 127} مرجع سابق ، ص 5 : راشد بن حمد الشرقى

- تطور جهاز أبوظبي للاستثمار:

لم يظهر جهاز أبوظبي للاستثمار في دائرة الضوء في العالم إلا في أواخر شتاء 2007 و أوائل 2008، وذلك بسبب الأزمة المالية، وربما كان استحواذ الجهاز على نسبة 4.9 % في سيتي غروب " 2008 City group "أهم حدث في تلك الفترة، فهو نقل الجدل في شأن صناديق الثروة السيادية من دائرة ضيقة تشمل الخبراء فقط إلى مستوى أوسع وهو المجتمع الدولي.

و يتكتم جهاز أبوظبي للاستثمار حول أنشطته، إلا أنه في أوائل عام 2010 ، أفصح عن بعض المعلومات حول فلسفته وعائداته، دون ذكر شيء عن حجمه، و بحسب أخر الإحصاءات لمعهد صناديق الثروة السيادية فان حجم الصندوق هو 773 مليار دولار، أي ما يعادل 11.62 % من قيمة أصول صناديق الثروة السيادية في العالم .

أما فيما يخص نمو و تطور الصندوق فهو شهد تطورا فيما يتعلق بالعاملين به، أو الهيكل التنظيمي، ففيما يتعلق بالعاملين، لم ينعكس التغير على أعدادهم فحسب بل ينعكس أيضا من حيث الخلفيات العرقية فبينما كان تقريبا كل مديري الصندوق أجانب في عام 1976، تبلغ نسبة المواطنين العاملين في الجهاز اليوم نحو 26% من مجموع العاملين "1، و لقد انعكس هذا التطور المتزايد لجهاز أبوظبي على تطور استراتيجيات الاستثمار للصندوق .

- إستراتيجية الاستثمار لجهاز أبوظبي للاستثمار:

شهدت الإستراتيجية الاستثمارية لجهاز أبوظبي تطورا، ففي بداياته العام 1976 كان "الجهاز يستثمر في عدد قليل جدا من المنتجات مثل سندات الخزانة الأمريكية و بعض سندات الحكومات الغربية و أيضا في قلة من المواقع الأجنبية " 2، غير أن جهاز أبوظبي للاستثمار يدير اليوم محفظة استثمار عالمية أكثر تطورا ، حيث توزيع الأصول على النحو التالى :

بوظبي للاستثمار	صول جهاز أ	25): توزيع أ	الجدول رقم(
-----------------	------------	----------------------	-------------

2015	2009	توزيع الأصول
%60	%80	نسبة الأصول التي أوكل حهاز أبوظبي مديري صناديق خارجيين حول العالم بإدارتها
%50	%60	نسبة استثمارات الجهاز المرتبطة بمؤشرات مالية إستراتيجية

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على:

⁻Abu Dhabi Investment Authority: ADIA Review 2015, Prudent Global Growth, p7

⁻Abu Dhabi Investment Authority: ADIA Review 2009, Prudent Global Growth, p3

^{1:} Abu Dhabi Investment Authority: ADIA Review 2015, Prudent Global Growth, p.56

² : راشد بن حمد الشرقي : مرجع سابق ،ص 130 .

يوكل جهاز أبوظبي إدارة نسبة من أصوله لمديري صناديق خارجيين حول العالم تخضع أنشطتهم لإشراف دقيق من قبل فريق داخلي من الجهاز و التي شهدت تناقصا ، حيث أصبحت 60 % سنة 2015 في حين كانت تبلغ سنة 2014 ما نسبته 65 % و 80% سنة 2009 ، كما شهدت أيضا استثمارات الجهاز المرتبطة بمؤشرات مالية إستراتيجية انخفاضا حيث بلغت نسبتها سنة 2015 حوالي 50 % مقابل 55 % سنة 2014 و 60% سنة 2009 ،و تتنوع أصول الجهاز عبر أكثر من اثني عشر نمطا و نمطا فرعيا 2 ، و الجدول الموالي يبين توزيع أصول الجهاز وفقا للنمط و كذلك توزيع ما يمتلكه من عملات، فتبين أنه كما يلي:

الجدول رقم (26): تقديرات توزيع المحافظ المالية لجهاز أبوظبي للاستثمار

تركيب محفظة الصندوق من حيث الأصول	تركيب محفظة الصندوق من حيث العملة
42-32 % أسهم في الأسواق المتقدمة	45% دولار
10 -20 % أسهم في الأسواق الناشئة	40% يورو
1-5 أسهم الشركات الصغيرة	
20-10 % سندات حكومية	5 % بالين
5-10 % ائتمان (قروض)	
10-5 % بديلة	
5- 10 % في العقارات	10 باقي العملات
8-2 %في أسهم خاصة	
5-1 %بنی تحتیة	
0-10 % نقد	

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على

- سفين بيرينت، حين يتكلّم المال: صناديق الثروة السيادية العربية في خطاب العولمة ، مرجع سابق، 11. - Abu Dhabi Investment Authority: ADIA Review 2015, Prudent Global Growth, p 20.

للإشارة فإنه منذ أول تقرير تم إصداره من قبل جهاز أبوظبي لسنة 2009 لم يتغير توزيع الأصول، ما عدا فيما يخص الاستثمار في الأسهم في الأسواق المتقدمة التي شهدت تناقصا بسيطا حيث كانت"سنة 2009 تتراوح ما بين 35 إلى 45% لتصبح سنة 2013 تتراوح ما بين 35 إلى 42%" 3، و يمكن إرجاع هذا التناقص إلى الأزمة المالية و ما تلتها من تحولات في إستراتيجية الاستثمار على المستوى العالمي، و هذا ما يعني أن إستراتيجية الاستثمارية الخاصة بالجهاز في تتطور وفقا للمتغيرات

¹: Abu Dhabi Investment Authority: ADIA Review 2014, Prudent Global Growth, p7.

²: Abu Dhabi Investment Authority: ADIA Review 2009 -2010-2012-2013-2014 -2015, Prudent Global Growth.

³: Abu Dhabi Investment Authority: ADIA Review 2013, Prudent Global Growth, p 11

و تتطلب "توازنا حذرا بين المرونة والنظام، حيث يضمن النظام الارتباط الوثيق بين المحفظة والرؤية طويلة المدى، أما المرونة فتعنى التفاعل مع التغييرات الرئيسة مثل القرار الخاص ببدء الاستثمار في الطاقة البديلة في 1986 وفي الأسهم الخاصة في 1989" أ، و يركز جهاز أبوظبي للاستثمار على الاستثمارات الأجنبية، و التي تتوزع جغرافيا على النحو التالى:

جهاز أبوظبي للاستثمار	عغرافي لاستثمارات	[27] : التوزيع الج	الجدول رقم (
-----------------------	-------------------	----------------------------	--------------

2014	2009	المنطقة
MIN %35	%35	أميركا الشمالية
MAX %50	%50	_
MIN %20	%25	أوروبا
MAX %35	%35	33
MIN %10	%10	آسيا
MAX %20	%20	, and the second
MIN %15	%15	الأسواق الناشئة
MAX %25	"%25	

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على:

توزع استثمارات جهاز أبوظبي للاستثمار في أربع مناطق على مستوى العالم، تتركز بشكل خاص في قارة أميركا الشمالية بنسبة تتراوح بين 35 و50% ، ثم القارة الأوروبية بنسبة 25 إلى 35%، وتليها أسواق آسيا المتطورة بنسبة 10 إلى 20% ، وتليها الأسواق الناشئة بنسبة تتراوح بين 15 إلى 25% ، و لم يشهد هذا التوزيع أي تغير جوهري منذ أول تقرير سنة 2009 .

3. جهاز قطر للاستثمار (OIA):

أنشأت دولة قطر جهاز الاستثمار في عام 2005، لينطلق" برأسمال بلغ 60 مليار دولار أميركي "2 ليبلغ في 2015 حوالي 256 مليار دولار، و هو يعمل بشكل منفصل عن البنك المركزي، و يتولى هذا الجهاز " مهمة الإسهام في تنويع الأصول المالية لديها وتوزيعها في مجموعة أصول جديدة وتعزيز الاقتصاد القطري "3. و بالتالي عمد الجهاز إلى الاستثمار بشكل رئيس في الأسواق الدولية، أما داخل قطر فتستثمر خارج نطاق قطاع الطاقة.

²: Hugo Toiedo: Op-Cit, , p .16

⁻Abu Dhabi Investment Authority: ADIA Review 2009 , Prudent Global Growth, p 11.

⁻Abu Dhabi Investment Authority: ADIA Review 2015, Prudent Global Growth, p 21.

^{1:} Abu Dhabi Investment Authority: ADIA Review 2009. Op-Cit, p23.

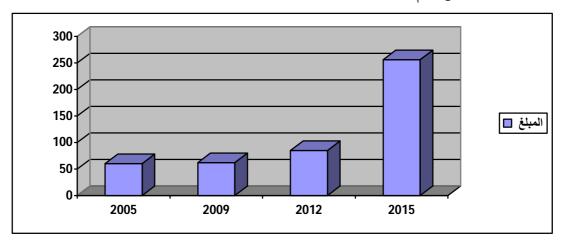
^{3 :} سفين بيرينت، حين يتكلّم المال: صناديق الثروة السيادية العربية في خطاب العولمة، مرجع سابق ، ص 17 .

- تطور جهاز قطر للاستثمار:

شهدت أصول جهاز قطر للاستثمار نموا كبيرا منذ تأسيسه ، وساعد على ذلك الفوائض المالية التي أتت من قطاعي النفط والغاز، حيث انطلق برأس مال 60 مليار دولار سنة 2005 تم ارتفعت أصوله سنة 2000 لتصل إلى 62 مليار دولار ، و 85 مليار دولار سنة 2012. لتقفز في سنة 2015 إلى 256 مليار دولار بنسبة نمو تجاوزت 201 % مقارنة بسنة 2012 .

2015 2012 2009 2005 السنة 256 85 62 60 (مليار دولار) 37.09 %3.33 - 37.09 %37.09 %3.33

الجدول رقم (28): نمو أصول جهاز قطر للاستثمار



الشكل رقم (6): نمو جهاز قطر للاستثمار منذ إنشائه سنة 2005

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على الجدول السابق.

و لقد تزامن هذا التطور في حجم الصندوق مع تطور في إدارة الأصول، ففي سنة 2008 تخلي الجهاز عن الاستعانة بطرف ثالث في الاستثمار و اعتمد الاستثمار المباشر، كما تم في سنة 2011 تأسيس دائرة أسواق رأس المال، و في عام 2012 وسع الجهاز من شبكة الاستثمارات لتشمل مجالات السلع والبنى التحتية، وتجارة التجزئة، و السلع والخدمات الاستهلاكية "1.

105

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على:

⁻Hugo Toiedo: Op-Cit, p 16.

⁻ Sovereign Wealth Fund Institute, Sovereign Wealth Fund Rankings, Updated March 2009 / 2012/2015 .

Qatar Investment Authority : الموقع الرسمي لجهاز قطر للاستثمار : 1

- الإستراتيجية الاستثمارية لجهاز قطر للاستثمار:

قد لعب جهاز قطر للاستثمار الدور الرئيسي في مجال السياسة الاقتصادية التوسعية التي انتهجتها قطر خلال العقد الماضي، إذ ينشط دور الصندوق في أكثر من 39 دولة حول العالم، وتمكن من تمويل استثمارات في قطاعات المال، والصناعة، والسياحة، والعقار، كما يتميز الجهاز بتنوع من حيث العملة و من حيث الأصول المكونة للمحفظة الاستثمارية .

الجدول رقم (29): تقديرات توزيع المحافظ المالية لجهاز قطر للاستثمار نماية عام 2007.

تركيب محفظة الصندوق من حيث الأصول	تركيب محفظة الصندوق من حيث العملة
60 % أسهم	40% دولار
20 % سندات	40% يورو
20 % أصول أخرى	20% جنيه إسترليني وعملات آسيوية

Source: Brad Setser and Rachel Ziemba, Op-Cit, P.14.

جهاز قطر للاستثمار يركز على الدولار و اليورو بشكل اكبر في تكوين محفظته من حيث العملة، و يركز على الاستثمار في الأسهم بنسبة 60 % من حيث شكل الأصول ، أما عن القطاعات المستهدفة من قبل استثمارات جهاز قطر للاستثمار فنجد أن الجهاز ركز منذ إنشائه على الاستثمار في قطاعي المالية و العقارات ، أما فيما يخص تطور التوزيع القطاعي لاستثمارات جهاز قطر للاستثمار فهو كالأتى :

الجدول رقم (30): التوزيع القطاعي لاستثمارات جهاز قطر للاستثمار المباشرة

					•	_		•	
2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	
9.01832	3.95	0.66357	2.44	6.89529	1.7866	12.30761	2.0378	0.39031	الخدمات المالية
9.36883	3.15147	3.21071	1.563	0.72787	1.79792	3.58589	0.76828	-	العقارات
0.55176	0.2	2.24285	3.351	0.87778	13.26	0.29121	0.4	-	البنية التحتية
0.616	1.103	0.475	2.689	2.28252	10.036	0.306439	-	-	السلع والخدمات
									الاستهلاكية
-	0.25	5.14836	1.332	-	1	ı	ı	ı	المواد الأساسية
-	ı			2.54583	-	2.6488	ı	ı	إنشاءات
0.0934	-	3.20856		0.19483	-	-	-	1	القطاع الصناعي
-	1	1.15417	1.8788		-	-	1	ı	طاقة
0.35	0.1	0.43413	0.12296	0.05	-	-	0.8286	0.48283	أخرى

Source: Sovereign Wealth Center, 2016.

أقام جهاز قطر شبكة واسعة من الاستثمارات بالرغم من حداثته في مجالات الصناعات، و الخدمات المالية، و الرعاية الصحية و البناء و المشاريع العقارية ، كما تمكن الجهاز خلال السنوات الأخيرة من زيادة رقعة الاستثمارات لتطال أكثر من دولة في العالم ، وتشير التقارير إلى أنه وبالرغم من أن معظم أنشطة الصندوق متمركزة في أوروبا، إلا أنه يسعى للتنوع ودخول السوق الآسيوية والأميركية، و التوزيع الجغرافي لاستثمارات جهاز قطر للاستثمار هو كالتالي:

الجدول رقم (31): التوزيع الجغرافي لاستثمارات جهاز قطر للاستثمار للفترة ما بين 2005 إلى غاية 2011.

النسبة	المنطقة
%27	أوروبا
%13	أمريكا الشمالية
%7	باقي الاقتصاديات
-	أمريكا الجنوبية
%13	آسيا
%40	الشرق الأوسط

Source: Hugo Toiedo: Op-Cit, p 11

تشكل المملكة المتحدة الوجهة الرئيسية للاستثمارات القطرية في الخارج، فقد استحوذت على "نحو 35 مليار دولار، وأهم عمليات الاستحواذ كانت برج مصرف HSBC، و بلغت قيمته ما يقارب 2 مليار دولار، فضلاً عن توجه الصندوق في الاستثمار في القطاع العقاري، بصفقات تصل إلى أكثر من 2 مليار جنيه إسترليني. كما قاد الصندوق في عام 2015 للسيطرة على الشركة المالكة لحى كناري وارف المالي في لندن في صفقة قيمتها أربعة مليارات دولار.

وفي عام 2010 ، كانت قد اشترت قطر متجر "هارودز" وسط لندن، وهو واحد من أهم وأفخم وأشهر مراكز التسوق في العاصمة البريطانية. وفي أواخر عام 2012، اشترت قطر أيضاً "نادي باريس سان جيرمان" الرياضي الفرنسي، لتستثمر فيه أكثر من 340 مليون دولار. وفي بداية عام 2013 ، أعلنت الدوحة أنها ستستثمر خمسة مليارات دولار في مشاريع بتروكيماوية في ماليزيا، إضافة إلى الكثير من المشروعات في مناطق متفرقة من العالم. كما يعتزم جهاز قطر للاستثمار تأسيس مكتب في نيويورك لإدارة محفظته المتنامية في الولايات المتحدة" أ.

^{1:} عبد العزيز بن عثمان بن صقر: الاقتصاد الخليجي: التحديات و الحلول ، بحلة آراء حول الخليج ، تصدر عن مركز الخليج للأبحاث ، المملكة العربية السعودية، العدد 101 ، نوفمبر 2015 ، ص 14 .

ثانيا: صناديق الثروة السيادية الأجنبية

لقد أنشأت الكثير من الدول الأجنبية النفطية صناديق الثروة السيادية على غرار الصناديق العربية، و مع تطور فكرة الصناديق بصورة جعلتها لا تقتصر فقط على منتجي المواد الأولية، فثمة عدد أكبر من الدول الأسيوية و الغير منتجة للنفط، وعلى رأسها الصين، أنشأت صناديق الثروة السيادية لاستثمار فوائضها من المعاملات التجارية الخارجية، من أجل تعظيم العائد الاقتصادي للدولة، وأحياناً لممارسة نفوذ سياسي في مناطق هامة لها، بما يمكن أن يجعل مثل هذه الصناديق ذراعاً فعًالاً لممارسة القوة الاقتصادية على الساحة العالمية.

 البیانات
 النسبة

 عدد صنادیق الثروة السیادیة الأجنبیة
 60

 عدد صنادیق الثروة السیادیة العالمیة
 79

 عدد صنادیق الثروة السیادیة للدول الأجنبیة
 4,220.6

 معموع أصول صنادیق الثروة السیادیة للدول الأجنبیة
 7,057.4

الجدول رقم (32): تقدير أصول صناديق الثروة السيادية الأجنبية

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على معطيات الجدول رقم (9) .

من خلال الجدول السابق نخرج بعدة ملاحظات:

- يوجد 60 صندوق أجنبي حاليا و يدير 4.22 تريليون دولار أي ما نسبته 59.8 % من إجمالي حجم صناديق الثروة السيادية .
- يوجد 36 صندوق سيادي أجنبي ينتمي إلى الصناديق السلعية أما باقي الصناديق فهي من صناديق الثروة السيادية غير سلعية .
- تأسس 39 صندوق سيادي أجنبي بعد سنة 2000 من أصل 60 صندوق أجنبي و يعود ذلك إلى تبنى الكثير من الدول الأسيوية لفكرة إنشاء الصناديق السيادية بعد تحقيقها لفوائض مالية .
- أما فيما يخص أهم التجارب الأجنبية، فنجد صندوق معاشات التقاعد الحكومي العالمي النرويجي و هو اكبر صندوق على مستوى العالم و يدير 824.9 مليار دولار و ينتمي إلى الصناديق السلعية، و شركة تيماسيك القابضة السنغافورية التي تأسست 1974 و تدير 746.7 مليار دولار و تنتمي إلى الصناديق غير سلعية ، و مؤسسة الاستثمار الصينية التي تدير 746.7 مليار دولار و تأسست سنة 2007، و هي أيضا تنتمي للصناديق غير سلعية .

1. شركة تيماسيك القابضة السنغافورية *:

خلال المرحلة المبكرة من التنمية في سنغافورة في 1960، كانت المدخرات الوطنية توجه لمشاريع البنية التحتية مثل السكن، وكان تراكم احتياطيات النقد الأجنبي يوجه لأغراض الطوارئ الأساسية. و أنشئت شركة تيماسيك القابضة في " عام 1974 بموجب قانون الشركات لسنغافورة، الذي ينظم نشاط شركات القطاع الخاص، وفي عام 1979 تيماسيك بدأت العمل ككيان مستقل إداريا"، وبازدهار اقتصاد سنغافورة نما دور شركة تيماسيك القابضة" من مراقبة الشركات الحكومية الموحدة إلى تسيير أموالها من أجل توفير مكاسب عالية من الناحية الاقتصادية والاجتماعية على الاستثمارات"، و تيماسيك هي واحدة من " أربعة كيانات استثمارية ذات السيادة داخل بنية المالية العامة في سنغافورة تعمل جنبا إلى جنب مع هيئة النقد في سنغافورة و التي تدير احتياطيات النقد الأجنبي، و الصندوق المركزي للادخار (CPF) الذي يتولى معاشات القطاع العام؛ ومؤسسة الاستثمار الحكومية الفائضة، و تيماسيك هي أكثر الكيانات السيادية السابقة الذكر تحملا لنسب عالية من المخاطرة في الاستثمار " 3. (انظر الملحق رقم 3)

- تطور شركة تيماسيك القابضة:

لقد شهدت تيماسيك القابضة تطورا على مستوى الحجم و كذلك على مستوى مصادر التمويل، فعلى المستوى الحجم الجدول الموالي يبين تطور حجم الصندوق منذ 2004 إلى غاية 2015.

الجدول رقم (33): تطور حجم تيماسيك القابضة

الوحدة: مليار دولار سنغافوري \$\$

2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	السنة
266	223	215	198	193	186	130	185	164	129	103	90	الحجم**
19.28	3.72	8.58	2.59	3.76	43.07	29.7-	12.8	27.13	25.24	14.44	-	نسبة النمو

Source: -Temasek Review 2015, p 2. - Temasek Review 2014, p 6. : المصدر : من إعداد الطالبة اعتمادا على المصدر : من إعداد الطالبة المصدر : من إعداد المصدر : م

^{*:} Temasek Holdings

¹: Stefano Lugo: Sovereign Wealth Funds and State Capitalism, Doctoral Thesis, XXIV Cycle, Politecnico di Milano, Department of Management, Economics and Production Engine ring, 2012, p 21

²: Richard Shediac, Hatem Samman: Op-Cit, p 14

³: Khalid A. Alsweilem , and others: **A comparative study of sovereign investor models: Sovereign fund profiles,** The Center for International Development, Harvard University, Harvard Kennedy School, USA , 2015 , p 91, Available at: (http://projects.iq.harvard.edu/files/sovereignwealth/files/fund_profiles_final.pdf)

^{** :} أي ما يعادل 194 مليار دولار أمريكي كما في 31 مارس عام 2015، بمعدل تبادل 1 دولار سنغافوري : 0.73 دولار أمريكي .

إن تيماسيك القابضة شهدت تنامي في حجم أصولها، حيث بلغ حجمها ما يقارب 266 مليار دولار سنغافوري سنة 2015 أي ما يعادل 193.7 مليار دولار أمريكي في المقابل كان حجمها في سنة 2004 ما يقارب 90 مليار دولار سنغافوري ، و هذا النمو لا يعني أن تيماسيك شهدت طوال هذه الفترة نسب نمو في حجم الأصول فخلال الأزمة المالية تكبدت حسائر كبيرة في استثماراتما في القطاع المالي ، حيث انخفض حجمها سنة 2009 بما يقارب 55 مليار دولار سنغافوري أي بانخفاض نسبته 29.7 % .

أما من حيث مصادر تمويل الصندوق فانه يمكن اعتبار تيماسيك حالة استثنائية بالنسبة للمستثمرين السياديين ،فبرغم أن الدولة تملك كل رأسمالها إلى أنها تعتمد على خمسة مصادر للتمويل الذاتي هي :1

- توزيعات الأرباح من الشركات التي تستثمر فيها.
 - التصفيات.
 - توزيع السنوي للأرباح الصندوق؛
 - إصدار السندات (منذ عام 2005)؛
- الأوراق التجارية الأوروبية وغيرها من إصدار الديون قصيرة الأجل (منذ عام 2005).

- الإستراتيجية الاستثمارية لشركة تيماسيك القابضة السنغافوري:

تبنت تيماسيك القابضة منذ تأسيسها منهج الإستباقية في الاستثمار المنبثق من موازاة إستراتيجية الاستثمار مع إستراتيجية سنغافورة الاجتماعية الاقتصادية، وقد انعكس هذا ليس فقط في الاستثمارات الكبيرة لشركة تيماسيك القابضة في المؤسسات المالية العالمية كمؤسسة ميريل لينش "Merrill Lynch "، وفي حيازتها لأغلبية الأسهم في المؤسسات التكنولوجية، بل أيضا في الاستثمار في مجال الأبحاث الإبتكارية بالشراكة مع المؤسسات العلمية والشركات العالمية، فعلى سبيل المثال أنشئ في عام 2002 مختبر تيماسيك لعلوم الحياة بالشراكة مع جامعة سنغافورة الوطنية، من أجل القيام بأبحاث إبتكارية في مجال علم الأحياء الجزيئية وعلم الوراثة" 2.

^{1:} Khalid A. Alsweilem and others, Op-Cit, p 94

²: Richard Shediac, Hatem Samman,: Op-Cit, p 15.

وفي عام 2005 كانت "شركة تيماسيك القابضة طرفا في اتحاد الشركات السنغافورية الذي وقع اتفاقا مع شركة رولز رويس " Rolls-Royce" للاستثمار في خلايا الوقود كمصدر للكهرباء" 1.

و في العام 2007، استثمر صندوق تيماسيك "حوالي 3.2 مليار دولار أميركي في قطاع التكنولوجيا بالإضافة إلى استثمارات أخرى في العلوم الحية والاتصالات السلكية واللاسلكية، وتستثمر تيماسيك في شركات عربقة وناشئة في "سليكون فالي"، والتي تؤمن للولايات المتحدة سلعاً ذات تكنولوجيا عالية" 2.

كما تبنت شركة تيماسيك القابضة إستراتيجية استثمار طويلة الأمد³، و تدير محفظة عالمية متنوعة من 193 مليار دولار" لا سيما في سنغافورة وآسيا واقتصاديات منظمة التعاون والتنمية، و بدورها الاستثمارات تتوزع على مختلف الصناعات: الاتصالات والإعلام والخدمات المالية والعقارات والنقل والخدمات اللوجستية والطاقة والموارد، والبنية التحتية، والهندسة والتكنولوجيا، وكذلك الأدوية والعلوم الحيوية.

و الجدول الموالي يبين التوزيع الجغرافي لاستثمارات صندوق تيماسيك في العالم.

(%	القابضة(تيماسيك	لاستثمارات	الجغرافي	34): التوزيع	الجدول رقم (
----	----------	---------	------------	----------	--------------	--------------

2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	السنة
28	31	30	30	32	32	31	33	38	44	49	سنغافورة
42	41	41	42	45	46	43	41	40	34	19	آسيا (ما عدا
											سنغافورة واليابان)
26	24	25	25	20	20	22	23	20	20	30	دول منظمة التعاون
											والتنمية
4	4	4	3	3	2	4	3	2	2	2	أخرى

Source: Sovereign Wealth Center, 2016.

إن أصول تيماسيك تتوزع جغرافيا على أربع مناطق، ففي سنة 2015 تركزت اغلب استثماراتها في منطقة أسيا ما عدا اليابان بنسبة 42%، تليها سنغافورة بنسبة 28% و من ثم اقتصادات منظمة التعاون و التنمية الاقتصادية بنسبة 26%، و الأخرى 4%.

¹: Richard Shediac, Hatem Samman,: Op-Cit, P 14.

² : حريدة القبس: **5 أدوار على الصناديق السيادية الخليجية تأديتها لتعزيز التنمية الاقتصادية والاجتماعية في بلدانها ، السنة 38 ،العدد 12845 ، تاريخ النشر الأربعاء 4 مارس 2009 .**

³: Richard Shediac, Hatem Samman: Op-Cit, p16.

^{4:} انظر التقارير الخاصة بتيماسيك:

Temasek Review, 2005-2006-2008-2007.....2015

و يتضح من الجدول أعلاه ، انه و منذ سنة 2005 زادت تيماسيك من توجهها نحو أسيا ما عدا اليابان من 19 % سنة 2002 إلى 42% سنة 2015 و يعود هذا التوجه نحو الخارج منذ سنة 2002 ، فقبل هذا العام ،" كانت استثمارات تيماسيك أقل مضاربة وتتركز إلى حد كبير في سنغافورة " أ، في المقابل خفضت حضورها في سنغافورة من 49 % سنة 2005 إلى 28 % سنة 2015 .

للإشارة فإن "أول استثمار خارج السوق الآسيوية لتيماسيك كان في عام 1897عندما اشترت الإشارة فإن " Nesco Investment PLC " ، وهي مؤسسة في المملكة المتحدة مختصة في قطاع الطاقة من خلال شركتها التابعة "Baytree Investments"، و أول صفقة في السوق الأميركية يعود إلى عام 1989، عندما حصلت شركة تيماسيك حصة صغيرة في " Chun King" ، وهي شركة تعمل في مجال صناعة الأغذية، وفي عام 1997 وقع الصندوق اتفاق مع "CalPers" (صندوق تقاعد كاليفورنيا) للاستثمار معاً ما قيمته 100 مليون USD في الشركات الخاصة الأمريكية والآسيوية في مجال الاستثمار.

أما فيما يخص التوزيع القطاعي فكما تم ذكره سابقاً تتنوع استثمارات تيماسيك القابضة على مختلف القطاعات ، بحيث يعكس هذا التنوع فلسفة الصندوق الاقتصادية و الاجتماعية .

		<u> </u>	- · · · · ·
2015	2014	2013	القطاع
28	30	31	الخدمات المالية
24	23	24	الاتصالات، الإعلام والتكنولوجيا
17	20	20	النقل والصناعة
15	12	11	الاستهلاكية والعقارات
5	6	6	مصادر الطاقة
3	2	1	علوم الحياة والزراعة
8	7	7	آخري

الجدول رقم (35): التوزيع القطاعي لاستثمارات تيماسيك القابضة (%)

Source: Temasek Review 2015, p3.

يؤكد هذا الجدول سعى تيماسيك القابضة للاحتفاظ بمحفظة متوازنة مالياً، كما يعكس أيضا مسؤولية تيماسيك القابضة في تحقيق التنمية الاجتماعية الاقتصادية، فبالرغم من تركيزها على قطاع الخدمات المالية كقطاع مربح ماديا فإنها تنوع من جهة أخرى استثماراتها في مجالات أخرى ذات طابع

112

^{1:} Khalid A. Alsweilem, and others, Op-Cit, p.99.

²: Stefano Lugo: Op-Cit, p22 .

تنموي، ففي هذا الجحال فلطالما احتل قطاع الاتصالات و الإعلام و التكنولوجية المركز الثاني من حيث الوزن في المحفظة الاستثمارية بنسبة 24 % سنة 2015، و يحتل قطاع النقل و الصناعة المركز الثالث بنسبة 17 %، يليها الاستهلاك و العقارات، تليها كل من قطاعي الطاقة و علوم الأحياء و الزراعة، مع الإشارة أن هذا الأخير يشهد ارتفاع في النسبة مع مرور الزمن حيث كانت نسبته سنة الزراعة ، مع الإشارة أن هذا الأخير يشهد ارتفاع في النسبة مع مرور الزمن حيث كانت نسبته سنة 2013 يقدر بد 1 % ليرتفع إلى 3 % من إجمالي استثمارات الصندوق.

2. الشركة الصينية للاستثمار (CIC):

دعما لنموها أنشأت الصين العديد من الصناديق السيادية على مدى العقدين الماضيين، و من احدث الصناديق الصينية نجد الشركة الصينية للاستثمار و هي شركة مشابحة لشركة تيماسك مع إتباع إستراتيجية استثمارية أكثر جرأة ، و بذلك تشير الشركة الصينية للاستثمار إلى " قطيعة واضحة من قبل الصين لتاريخ الاستثمار المحافظ، حيث انفصلت الشركة الصينية للاستثمار عن البنك الشعبي الصيني من أجل إستراتيجية استثمار أوسع وتسيير أحسن "1، وتأسست الشركة الصينية للاستثمار بتاريخ 29 سبتمبر 2007 بعد إجازة من مجلس الدولة الصيني ، كشركة مملوكة بالكامل للدولة بموجب قانون الشركات الصيني برأس مال يقدر بـ 200 مليار دولار "2، والهدف من إنشائها هو ضمان إستراتيجية استثمار طويلة الأجل وذات عوائد مرتفعة، وذلك من خلال ": 8

- استثمار مبالغ ضخمة من احتياطي الصين من النقد الأجنبي في الخارج،
 - الاستثمار محليا في الأسواق الصينية المالية والشركات،
 - توفير رؤوس الأموال للبنوك المحلية.

وإضافة إلى ذلك، تعمل الشركة الصينية للاستثمار جنبا إلى جنب مع الصناديق الصينية الأخرى، لتوفر مدخلا خاصا لإستراتيجية الصين الاجتماعية والاقتصادية وذلك عن طريق: 4

- حماية الصادرات الصينية من خلال تخفيف الضغوط على سعر صرف عملتها (RMB) ،
 - تقليص الضغوط التضخمية بإخراج فائض السيولة،
 - -عولمة خدماتها المالية واكتساب الخبرة المالية،
 - -الاستثمار في مصادر الطاقة لدعم الطلب المتزايد على الطاقة،

^{1:} Richard Shediac, Hatem Samman: Op-Cit, p16.

²: China Investment Corporation: Annual Report 2014, Corporate Review, p 9.

³: Richard Shediac, Hatem Samman: Op-Cit, p16.

⁴: Ibid, p16.

- تقليص الفجوة التكنولوجية بين الصين والبلدان المتقدمة.

- تطور الشركة الصينية للاستثمار:

يتم تمويل الصندوق من فوائض الاحتياطات الخارجية للصين، و يعد ثالث اكبر صندوق سيادي في العالم بحجم أصول 746.7 مليار دولار سنة 2015، و لقد شهد هيكل الشركة الصينية للاستثمار تطورا عبر الزمن ليصبح مع حلول 2015 يتكون من ثلات فروع و هي:

- شركة هويجين المركزية " Central Huijin " و التي تأسست في عام 2003 للاستحواذ على حصص الحكومة الصينية في الاقتصاد الصيني ، " و تركز هذه الشركة على ضخ رأس المال للمؤسسات المالية الرئيسية في الصين، و تعمل على تخفيض الفائض في السيولة المحلية "1" ،
- "شركة الصين للاستثمار الدولي "CIC International" و التي أسست في سبتمبر 2011، مع تفويض للاستثمار وإدارة الأصول في الخارج،
 - CIC كابيتال التي أسست في جانفي 2015 و مكلفة بالاستثمارات المباشرة"2.

و جاء هذا التقسيم من اجل تحسين أداء المحفظة الاستثمارية للشركة الصينية للاستثمار ، و كذلك لزيادة التنويع و من اجل تعزيز الاستثمار على المدي الطويل .

و بالإضافة إلى هذا التطور على المستوي التنظيمي شهدت الشركة الصينية للاستثمار نموا في حجم الأصول التي تديرها منذ تأسيسها، الجدول الموالي يبين نمو أصول الشركة الصينية للاستثمار إلى غاية ديسمبر 2014.

الجدول رقم (36): نمو أصول الشركة الصينية للاستثمار في الفترة ما بين 2008 -2015 الوحدة: مليار دولار

2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	السنة
225.197	205.197	190.291	146.89	133.309	93.314	56.059	CIC الدولية
489.147	412.056	356.097	304.88	253.34	201.409	171.156	هويجين المركزية
32.386	27.884	22.296	20.088	14.48	18.622	47.803	النقد والودائع
746.73	635.137	568.684	471.858	401.129	313.345	275.018	الجموع

Source: Sovereign Wealth Center, 2016.

^{1:} بي جانغ خونغ ، ترجمة حميدة محمود فرح: التنين يحلق، دراسات حول الاستثمارات الصينية الخارجية ، دار صفصافة للنشر و التوزيع ، القاهرة ، 2016 ، ص 358.

²: China Investment Corporation: Annual Report 2015, Corporate Review, p 9.

شهدت الشركة الصينية للاستثمار تطورا ملحوظا من حيث حجم أصولها ففي سنة 2015 بلغ جموع حوالي 746.73 مليار دولار بزيادة 171.52 % مقارنة مع سنة 2008 حيث كان يبلغ مجموع متلكاتها 275.018 مليار دولار ، و يعود هذا النمو لنمو فرعيها هوجين المركزية و كذلك CIC ممتلكاتها 275.018 مليار دولار ، و يعود هذا النمو لنمو فرعيها هوجين المركزية و بالتالي الدولية ، فالأحيرة تمثل 30.16 % سنة 2014 مقارنتا بسنة 2008 كانت تمثل 30.38 % من حجم الشركة سنة 2014 في يأتي الفضل الأكبر لهذا النمو لهويجين المركزية و التي تمثل 65.50 % من حجم الشركة سنة 2014 في حين كانت تمثل سنة 2008 نسبة 62.46 % .

- الإستراتيجية الاستثمارية للشركة الصينية للاستثمار:

يمثل تأسيس الشركة الصينية للاستثمار مع إستراتجية استثمار ذات عوائد جد مرتفعة تراجعا عن نمط الاستثمار الصيني المحافظ والتقليدي للبنك المركزي، ويمهد لنمط استثمار جديد مسؤول واستباقى.

و تتميز الشركة الصينية للاستثمار من حيث السلوك الاستثماري بكونها "مستثمر سلبي على المدى الطويل، و يعمل على أن يستثمر في استثمارات بديلة، بما في ذلك الأسهم الخاصة، أما فيما يخص معدل العائد المستهدف من قبل الشركة هو خمسٌ في المئة ، كما تتميز المحفظة الاستثمارية للشركة الصينية للاستثمار بالتنوع "1"، و تمثل الأصول " المدارة خارجيا 67.7 %، في حين الأصول المدارة داخليا 32.3 %"2، و تتوزع بدورها الاستثمارات الخارجية على مجموعة من الأصول، و الجدول الموالي يبين لنا توزيع المحفظة الاستثمارية العالمية للشركة الصينية للاستثمار و فقا لنوع الأصول:

الجدول رقم (37): توزيع المحفظة الاستثمارية العالمية للصندوق (كما في 31 ديسمبر 2014)

النسبة	نوع الأصول
%44.1	الأسهم العامة
%26.2	الاستثمارات طويلة الأجل
%14.6	دخل ثابت
%11.5	عودة المطلقة
%3.6	النقدية وغيرها

Source: China Investment Corporation: Annual Report 2014, Op-Cit, p34.

²: China Investment Corporation: **Annual Report 2014**, Op-Cit, p 35.

¹: Afshin Mehrpouya and others: Op-Cit, p 93.

تتميز المحفظة الاستثمارية للشركة الصينية للاستثمار بالتنوع من حيث الأصول مع تركيز اكبر على الأسهم حيث بلغت نسبتها 44.1 % من إجمالي الأصول الدولية لمحفظة الشركة، و تتوزع هذه النسبة جغرافيا على ثلاث مناطق حسب الجدول الموالي :

الجدول رقم (38): التوزيع الجغرافي للمحفظة العالمية (كما في 31 ديسمبر 2014)

النسبة	المنطقة
%45.6	لأسهم الأمريكية
%33.5	غير الولايات المتحدة. الأسهم الاقتصاد المتقدمة
%20.9	الناشئة أسهم الأسواق

Source: China Investment Corporation: Annual Report 2014, Op-Cit, p 35.

و هذا ما يعني أن الشركة الصينية للاستثمار تركز على الاستثمار في الأسهم الأمريكية بنسبة 45.6 % تليها الدول المتقدمة الأخرى بنسبة 33.5 %، و النسبة المتبقية تخص الدول الناشئة.

أما توزيعها على أساس القطاعي " فنجد القطاع المالي يحتل النسبة الأكبر بحوالي 22.6 % من الاستثمارات في الأسهم ، تليها الشركة المنتجة للسلع الاستهلاكية 14.3 % ، و من ثم تكنولوجيا المعلومات بنسبة 12.0 % " 1.

أما النوع الثاني من حيث الوزن في المحفظة الاستثمارية للشركة الصينية للاستثمار نجد الاستثمارات الطويلة الأجل بنسبة 26.2 % تليها السندات بنسبة 14.6 % و التي توزع بدورها على ثلاث مناطق كما يلى:

الجدول رقم (39): الدخل الثابت في المحفظة العالمية (كما في 31 ديسمبر 2014)

النسبة	الأصل
%57.4	السندات السيادية في الدول المتقدمة
%24.9	سندات الشركات من الدرجة الاستثمارية
%17.7	السندات السيادية للاقتصاديات الناشئة

Source: China Investment Corporation: Annual Report 2014, Op-Cit, p 34.

تستثمر الشركة الصينية للاستثمار في السندات الحكومية للدول المتقدمة بنسبة 57.4 %، تليها سندات الشركات الخاصة العالمية بنسبة 24.9% ، و الباقي من الاستثمارات في السندات يخص السندات الحكومية للاقتصادات الناشئة .

_

¹ :China Investment Corporation : Annual Report 2014, Op-Cit, p 35.

3. صندوق التقاعد الحكومي النرويجي (GPFG):

يعد صندوق التقاعد الحكومي النرويجي اكبر صندوق من نوعه في أوروبا و العالم، حيث يدير ما قيمه 824.9 مليار دولار، تمتلك الحكومة النرويجية الصندوق بأكمله وينقسم إلى جهازين و هما صندوق التقاعد الحكومي الخاص بدولة النرويج فقط.

نشأ هذا الصندوق عام 1990 وفقا للقانون 36 الصادر عن البرلمان النرويجي أن ولكن الصندوق لم يبدأ العمل به إلا في عام 1996 وقد تغير اسمه في عام 2006 من "صندوق النفط النرويجي*" ليصبح "صندوق المعاش الحكومي العالمي** "قو مع هذا لا يعكس الاسم الجديد طريقة عمل الصندوق إذ أن معظم العائدات تؤول إلى قطاع النفط وليست اشتراكات التقاعد، فهو يعتبر كأداة سياسة مالية تعمل على المساعدة في التسيير الطويل الأمد لعائدات النفط، وقد تم إنشاء الصندوق من أجل المساعدة في توفير النفقات للعدد المتزايد للمتقاعدين، وللتكيف مع انخفاض الدخل القومي، وعلى هذا النحو كان الصندوق وسيلة للادخار وتحقيق الاستقرار، وعندما بدأت عائدات النفط في الارتفاع وأصبحت الأسواق العالمية أكثر توحدا، اتسع نطاق استثمار الصندوق ليشمل الأسهم والسندات غير الحكومية. 4

و يدير الصندوق بنك النرويج لإدارة محفظة الأوراق المالية (Norges)** نيابة عن وزارة المالية التي ملكه هي الأخرى نيابة عن الشعب النرويجي، و تم تأسيسه في عام 1998 كوحدة استثمار للبنك المركزي و هذا " من أجل تسيير الثروة المالية النرويجية تسييرا كليا معتمدة في ذلك على خبرتها، وقد تم هيكلة عمليات بنك " Norges " لتسيير الاستثمارات على أسس تجارية مع أهم المكاتب المالية في العالم، والهدف منه هو تنفيذ إستراتيجية الاستثمار التي وضعتها وزارة المالية، وتقدف هذه الإستراتيجية بدورها إلى حماية المصالح المالية للصندوق واحتلال مكانة في المؤسسات التي تستثمر فيها الإستراتيجية بدورها إلى حماية المصالح المالية للصندوق واحتلال مكانة في المؤسسات التي تستثمر فيها

[.] 1 : المعدل بالقانون رقم 2 لعام 2004 .

^{2 :} رضا عبد السلام على : مرجع سابق ، ص 34 .

^{*} The Petroleum Fund of Norway.
** The Government Pension Fund.

 $^{^{34}}$. رضا عبد السلام على : مرجع سابق ، ص 34

⁴:Richard Shediac, Hatem Samman: Op-Cit, p14. ****: Norges Bank Investment Management (NBIM):

¹¹⁷

وتوسيع عالم الاستثمار والتشاور مع وزارة المالية عن التوجهات الجديدة المتعلقة بإستراتيجية الاستثمار" 1. (انظر الملحق رقم 3)

- تطور صندوق التقاعد الحكومي النرويجي:

شهد الصندوق نموا من حيث الحجم في الأعوام العشرة الأخيرة حيث تضاعف حجمه بنحو سبعة أضعاف لت صبح 824.9 مليار دولار سنة 2015.

الجدول رقم (40): تطور رأس مال الصندوق و حصة الفوائض النفطية منه .

2015	2013	2007	2006	2004	2003	2000	1998	1996	السنة
824.9	824.9	314	241.6	170.1	141.4	64.6	28.7	7.1	إجمالي رأس المال (بمليارات
									الدولارات)
-	-	85	80	65	68	94	62	5	حصة قطاع النفط (%)

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على:

تم " تحويل الأموال لأول مرة من خزانة الدولة إلى الصندوق في سنة 1996 ²، فبدأ الصندوق بالنمو بشكل أسرع، و بالأخص في الفترة ما بين 2000 و 2008 بسبب التحويلات الرأسمالية الكبيرة من وزارة المالية نتيجة العائدات النفطية المرتفعة .

كما يلاحظ من الجدول أن حصة الفوائض النفطية و إن كانت تستحوذ على نصيب الأكبر في رأس مال الصندوق، إلا أن هناك مبالغ ضخمة (20 %) من حجم الصندوق هي من مصادر أخرى غير النفط و هذا دليل على نجاح الصندوق في إدارة العوائد النفطية للنرويج حيث يقدر " العائد السنوي على الصندوق للفترة 1998-2015 بـ 5.6% " 3.

- الإستراتيجية الاستثمارية لصندوق التقاعد الحكومي النرويجي:

يمثل نموذج النرويج أداة استثمارية تقليدية، فسلوكه " الاستثماري موجه على المدى الطويل، و تتكون المحفظة المالية للصندوق من أدوات الدخل الثابت وحيازة أسهم صغيرة ومتنوعة " 4.

⁻ رضا عبد السلام على : مرجع سابق ، ص 34.

⁻ معهد صناديق الثروة السيادية ، تقرير 2013 و 2015 .

¹: Norges Bank Investment Management: Ten years of NBIM , Norges Bank Investment Management. Annual Report 2007 , Published 25.03.2008 ,at : (http://www.norges-bank.no/templates/report_____68491.aspx).

² : فاروق القاسم : النموذج النرويجي ، إدارة المصادر البترولية ، المحلس الوطني للثقافة و الفنون و الآداب ، عالم المعرفة ، الكويت ، مارس 2010 ، ص 404.

³: Norges Bank Investment Management :GOVERNMENT PENSION FUND GLOBAL THE FUND, Published 26.05.2016, Available at: (https://www.nbim.no/en/the-fund/#ThefundLandingBlock2)

⁴: Afshin Mehrpouya, and others: Op-Cit, p 67..

و ثمة نوعان من الاعتبارات الدافعة لاستثمارات النرويج من خلال الصندوق ، و هي :

- " الاعتبار الأول: يتمثل في تحسين مداخيلها المالية الدولية وتعزيز استقرار الاقتصاديات الصغيرة، وقد تم هذا بتعزيز حبرة الاستثمار والانضمام إلى القواعد التشريعية والاستراتيجيات
- الاعتبار الثاني: توفير مبادئ توجيهية أخلاقية للاستثمار عن طريق تحديد الشركات التي ستستثمر فيها، وأهم من ذلك تحديد الشركات التي لن تستثمر فيها، وهذا ما سيساعد على تعزيز سمعة الصندوق باعتباره عاملاً اجتماعياً ذا مسؤولية عالمية" 1، ففي هذا الإطار قام الصندوق بـ " إزالة شركات إنتاج التبغ والأسلحة النووية والقنابل العنقودية من المحفظة

أما فيما يخص إستراتيجية الاستثمار فالصندوق التقاعد الحكومي العالمي يستثمر رأس ماله في الأسواق المالية الصاعدة خارج النرويج ، " و ذلك نظرا لصغر حجم السوق النرويجية، و إذا تم ضخ كمية كبيرة من رأس المال فقد يدخل الاقتصاد في دوامة اضطراب، ومن ثم ستتضرر مختلف القطاعات الاقتصادية " 3.

و لقد شهدت توجهات الاستثمارية لصندوق تطورا منذ إنشائه، و من أهم محطات: 4

1998: توسيع النشاط الاستثماري للصندوق ليشمل الأسهم بنسبة 40%، و بذلك فان السندات تمثل 60 %.

2000: تم إضافة خمس أسواق ناشئة للمؤشر المرجعي لأسهم الصندوق.

2007 : رفع نسبة الأسهم في المحفظة الاستثمارية للصندوق إلى 60 % .

2010: وزارة المالية تقرر منح التفويض للصندوق من أجل استثمار 5 % من أصوله في شكل عقارات مع تخفيض نسبة استثمارات الصندوق في السندات.

2011: بداية الاستثمارات في القطاع العقاري.

^{1:} Richard Shediac, Hatem Samman: Op-Cit, p14.

^{2 :} عامر العمران: الصندوق السيادي النرويجي ..نجاح يستحق الاهتمام ، مركز الروابط للبحوث والدراسات الإستراتيجية، 15 أغسطس 2015، تاريخ الاطلاع: 2016-05-20 ، على الرابط: (http://rawabetcenter.com/archives/10967) ، على الرابط

 $^{^{3}}$: رضا عبد السلام على : مرجع سابق ، ص 3

⁴: NORGES BANK INVESTMENT MANAGEMENT: HISTORY ,see: 26-05-2016. , Available at: (https://www.nbim.no/en/the-fund/history/)

2012: وزارة المالية تعلن عن خطط لخفض تدريجيا نسبة الحيازات الأوروبية نحو 40 % من الصندوق وزيادة الاستثمارات في الأسواق الناشئة إلى 10 % .

و مع نهاية عام 2015 تتواجد استثمارات الصندوق في 78 دولة أ. تعاملت " بأكثر من 47 عملة في حوالي 9000 شركة وهو ما يعادل 1.3% من إجمالي شركات العالم و 2.4% من إجمالي الشركات الأوروبية " 2 ، و تتوزع هذه الاستثمارات على 8 مناطق جغرافية .

الجدول رقم (41): التوزيع الجغرافي لاستثمارات صندوق التقاعد الحكومي النرويجي لسنتي 2014 و 2015 . الوحدة :نسبه مئوية

2014	2015	المنطقة
% 2.3	% 1.8	أمريكا اللاتينية
% 1.0	% 1.0	المنظمات الدولية
%39.3	%38.1	أوروبا
%0.4	%0.4	الشرق الأوسط
%0.7	%0.6	أفريقيا
%15.5	%16.1	آسيا
%2.1	%2.0	أوقيانوسيا
% 38.9	%40.0	أمريكا الشمالية

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على:

Norges Bank Investment Management , GOVERNMENT PENSION FUND GLOBAL 2014, ANNUAL REPORT , Norway ,P23.

Norges Bank Investment Management, GOVERNMENT PENSION FUND GLOBAL 2015, ANNUAL REPORT, Norway, P27

هناك اتجاه من قبل صندوق التقاعد الحكومي النرويجي لتقليل حجم الاستثمارات في أوروبا و أمريكا اللاتينية، ففي سنة 2015 كانت نسبة الاستثمارات في الدول الأوروبية تقدر بـ 38.1% في حين كانت سنة 2014 تبلغ 39.3% أما نسبة الاستثمار في أمريكا اللاتينية فانخفضت من 2.3% إلى 1.8%، في المقابل زادت نسبة الاستثمارات في أمريكا الشمالية و أسيا بعد تحسن الأوضاع الاقتصادية و كذلك بمدف التنوع في النطاق الجغرافي للاستثمارات مما يكسب الصندوق النرويجي قابلية أعلى لتحمل مخاطر التقلب .

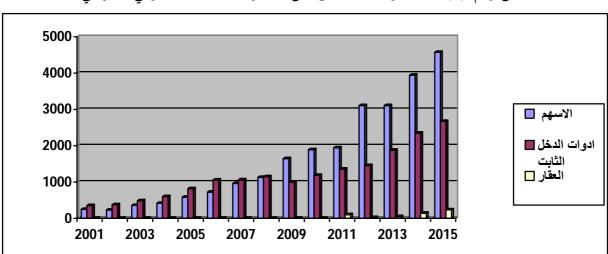
²NORGES BANK INVESTMENT MANAGEMENT GOVERNMENT PENSION FUND GLOBALTHE FUND, Available at: (https://www.nbim.no/en/the-fund/:)

120

 $^{^{\}rm l}$ NORGES BANK INVESTMENT MANAGEMENT , GOVERNMENT PENSION FUND GLOBAL 2014, ANNUAL REPORT , Norway ,P27

بالإضافة إلى التنويع من حيث الجال الجغرافي عمل الصندوق على تنوع مجالات الاستثمار، فلم تقتصر استثمارات الصندوق على المجال النفطي فقط بل امتدت لتشمل " سوق الأسهم الدولية بنسبة 61.2 %، الدخل الثابت بنسبة 35.7 % وسوق العقارات بنسبة 3.1 % " و هذا مع نهاية سنة 2015 .

و الشكل الموالي يبين نمو حجم الأصول المدارة من قبل صندوق التقاعد الحكومي النرويجي من سنة 2001 إلى غاية 2015.



الشكل رقم (7): الأصول المدارة من قبل صندوق التقاعد الحكومي النرويجي.

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على معطيات من:

. Sovereign Wealth Center, 2016 .

وفقا للشكل أعلاه و الجدول الموالي نجد أن أصول صندوق التقاعد الحكومي النرويجي تتوزع كالتالي:

- فيما يخص سوق الأسهم، يعمل الصندوق على الاستثمار في عدة قطاعات في مختلف الدول خاصة في أوروبا وشمال أمريكا حيث تحتل الولايات المتحدة الأمريكية المركز الأول من حيث الاستثمار بنسبة 21.5 % من إجمالي حجم الاستثمار سنة 2015 تليها بريطانيا بنسبة 7.1 % ، و من ثم اليابان بنسبة 5.8 % .

¹ NORGES BANK INVESTMENT MANAGEMENT , GOVERNMENT PENSION FUND GLOBAL 2015, ANNUAL REPORT , Norway ,P6 , Available at: (https://www.nbim.no/contentassets/70de238e3f6747228b76a99ec24c53ed/annual_report_2015_web2.pdf)

- أما عن سوق الدخل الثابت، فينقسم إلى السندات الحكومية وسندات الشركات. الأولى يتم اختيارها وفقا لحجم اقتصاد البلد بعد النظر إلى إجمالي الناتج المحلي لديها وغالبية الاستثمارات في هذا الجزء تؤول إلى البلدان المتقدمة، و لذلك نجد السندات أغلبها بالدولار أو الين، أما عن سندات الشركات فهي تشمل سندات الدين أو السندات المغطاة التي تصدرها الشركات كما تضم سندات الدين التي تصدرها البنوك والتي عادة ما تكون مؤمنة بقروض الرهن العقاري، و تتركز الاستثمار فيها في الولايات المتحدة الأمريكية بنسبة 11.8 % و من ثم اليابان بنسبة 3.5 %.

- وأخيرا سوق العقارات، و يعد الاستثمار في هذا القطاع محدود و يقتصر على الاستثمار في الأسواق الأوروبية و الأمريكية، حيث النسبة الأعلى هي 1.2 % في الولايات المتحدة، تليها 0.6 % في المملكة المتحدة، و فرنسا بنسبة 0.2 % و أخيرا ألمانيا بنسبة 0.1 %.

و فيما يلي اكبر عشر حيازات لصندوق التقاعد النرويجي لسنة 2015

الجدول رقم (42) :أكبر عشر حيازات لصندوق التقاعد الحكومي النرويجي (31 ديسمبر 2015)

الوحدة ، نسبة مئوية

المجموع	الأسهم	أدوات الدخل الثابت	العقارات	الدولة
34.5	21.5	11.8	1.2	الولايات المتحدة الأمريكية
10.2	7.1	2.5	0.6	المملكة المتحدة
8.9	5.8	3.1	0.0	اليابان
7.2	3.6	3.5	0.1	ألمانيا
4.9	3.2	1.5	0.2	فرنسا
3.9	3.3	0.6	0.0	السويد
2.5	1.1	1.4	0.0	كندا
2.2	1.8	1.4	0.0	الصين
2.1	1.2	0.8	0.0	استراليا

Source: NORGES BANK INVESTMENT MANAGEMENT , GOVERNMENT PENSION FUND GLOBAL 2015, ANNUAL REPORT , Norway , P27

المبحث الثالث: صناديق الثروة السيادية و تحديات النمو

لقد نمى حجم صناديق الثروة السيادية بصورة كبيرة في العقدين الماضيين رغم العديد من التحديات التي فرضتها البيئة الاقتصادية، و التي أثرت بدورها على مصادر تمويل الصندوق و على توجهات الاستثمار، وفي هذا المبحث سنركز بالدراسة على أهم التحديات التي واجهت الصناديق السيادية منذ ظهورها إلى الآن، حيث نتناول بالدراسة التحديات الجيوسياسية كالانتفاضات التي قامت مؤخرا في مصر و دول عربية أخرى و التي ساهمت في إحداث تغير في خيارات الاستثمار للكثير من الصناديق الشرق أوسطية و من ثم نتناول اثر الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، و في الأخير سنتناول بالدراسة اثر انخفاض أسعار البترول على هذه الصندوق، أما فيما يخص تحديات الحوكمة فسوف نقوم بدراستها بشكل مفصل في الفصل الثالث لأهميتها على واقع و مستقبل صناديق الثروة السيادية لكونحا تتجدد كل مرة .

المخطط رقم (2): التحديات التي تواجه صناديق الثروة السيادية

الأفق الزمني للاستثمارات		التحديات الجيوسياسية (الاضطرابات المحلية و الإقليمية و الدولية)
القدرة على تحمل المخاطر		
نوع الأصول	صناديق الثروة السيادية	تحديات الأزمات
الأفق الزمني للاستثمارات		تحديات انخفاض أسعار النفط
التوزيع القطاعي للاستثمارات		
التوزيع الجغرافي للاستثمارات		تحدیات سیاسیة (حمائیة)
التغير في الإستراتجية الاستثمارية		تحديات البيئة الخارجية المصدر: من إعداد الطالبة .

المخطط السابق هو مخطط شارح لمختلف التحديات التي واجهت صناديق الثروة السيادية منذ نشأتها إلى الآن و التي فرضتها البيئة الخارجية للصندوق، و أثر هذه التحديات على أفضليات الاستثمار لهذه الصناديق.

أولا: صناديق الثروة السيادية و الأزمة المالية العالمية 2008.

عندما تندلع أزمة مالية يصبح من الصعب معالجتها بسرعة دون تمويل خارجي، و " يهدف هذا التمويل إلى تعويض نقص السيولة الناجمة عن هروب رؤوس الأموال و إلى إيقاف انهيار العملة ، كلما اشتدت الأزمة كلما وجب زيادة الأموال لمعالجتها " أ، و في هذا الإطار قامت صناديق الثروة السيادية بدور كبير في توفير السيولة إلى جانب المؤسسات الدولية في حالة الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 و هذا منذ بدايتها .

1. تعامل صناديق الثروة السيادية مع الأزمة المالية

تنتهج صناديق الثروة السيادية دوما مبدأ اقتناص الفرص، فهي تتحرك باتجاه الشركات عندما تتراجع أسعار أسهمها، كما أنها تميل إلى الاستثمار في الدول التي تكون فيها الحماية القانونية للمستثمرين قوية، و هذا الوضع قد توفر في ظل الأزمة المالية حيث تم تسجيل انخفاض ملحوظ في درجة سيولة الأسواق المالية الأمريكية و معظم الأسواق المالية الأوروبية، و تدبي في قيمة أسهم الشركات و المؤسسات المالية النشطة، الأمر الذي هدد الشركات و البنوك بالإفلاس، فوجدت صناديق الثروة السيادية الفرصة سانحة لزيادة استثماراتما في هذه الاسوق مستغلة فرصة هدوء النقاش نوعا ما حول إشكالية حوكمة الصناديق، فاستثمرت ما " قيمته 134.5 مليار دولار، و القسم الأكبر منها وجه إلى أوروبا و الولايات المتحدة الأمريكية ، حيث الأولي استثمر فيها ما قيمته 2008 الميار دولار في الفترة ما بين الربع الأول لسنة 2008 إلى غاية الربع الثاني لسنة 2009 " و كما تم الإشارة إليه سابقا القسم الأكبر من الاستثمارات وجه للقطاع المالي و هذا ما سيبينه الجدول الموالي .

^{1:} صباح نعوش: معالجة الأزمات المالية ، أخبار النفط و الصناعة ،تصدر عن وزارة النفط و الثروة المعدنية الإماراتية ، العدد 354 ، السنة 31 ، مارس ، ابوظبي ، 2000، ص 6.

²:William Miracky and others: **Sovereign Wealth Fund**, **Investment Behavior**, **ANALYSIS OF SOVEREIGN WEALTH FUND TRANSACTIONS DURING Q1 2009**, monitor group, July 2009, p .15, Available at: (http://www.feem.it/userfiles/attach/2009116153034Monitor-FEEM_SWF_Report_Q1-2009.pdf)

الجدول رقم (43): توزيع استثمارات صناديق الثروة السيادية خلال الأزمة المالية

الوحدة: مليار دولار

الربع1 2009	الربع4 2008	الربع3 2008	الربع2 2008	الربع1 2008	القطاع المستهدف
1.9	25.6	7.4	3.6	59.6	المالية
-	5.3	1.2	1.1	2.7	العقارات
3.3	-	4.0	-	2.8	القطاع الصناعي
1.1	3.7	2.1	3.7	-	الطاقة و الخدمات
-	-	-	1.0	2.7	اخرى
6.8	35.1	15.3	9.5	67.8	الجموع

Source: William Miracky and others: op-cit, p 9.

استثمرت صناديق الثروة السيادية خلال الأزمة القسم الأكبر في الربع الأول من سنة 2008 ليتناقص بعد ذلك حجم الاستثمارات بسبب تفاقم الأزمة و توقف الكثير من الصناديق السيادية على الاستثمار في السوق العالمية و كذلك لنفاذ الفرص، و ركزت على الاستثمار في القطاع المالي حيث بلغت قيمت الصفقات التي قامت بها ما يقارب 97.7 مليار دولار مع الإشارة أن اكبر قسم من هذا المبلغ يخص الربع الأول من سنة 2008 ، و القطاع الثاني من حيث حجم الاستثمارات نجد القطاع العقاري باستثمارات بقيمة 10.1 مليار دولار ، يليها القطاع الصناعي بإجمالي 10.1 مليار دولار .

أما فيما يخص أهم الصفقات نجد "صفقة شراء التي قام بها جهاز أبوظبي للاستثمار لحصة 4,9 % من مجموعة "Citigroup" مقابل 7.6 مليار دولار ، وهي التي تعد اكبر صفقة لشراء حصة غير مسيطرة في بنك غربي ، وقامت هيئة الاستثمار الكويتية بشراء حصص في بنك Merrill Lynch بما يقدر قيمته به 3.4 مليار دولار، أما هيئة الاستثمار في دبي استثمرت في حصص في سوق لندن للأوراق المالية بما يقدر به 3 مليار دولار "1".

و الجدول الموالي يوضح أهم استثمارات صناديق الثروة السيادية في القطاع المالي :

¹: European Central Bank: **The impact of sovereign wealth fund on global financial markets**, NO 91 July 2008,P12, Available at: (https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp91.pdf).

الجدول رقم (44): بعض ملكيات صناديق الثروة السيادية خلال الأزمة المالية العالمية

نسية الحصة	الشركات	الصندوق
%4.9	Citigroup	جهاز أبوظبي للاستثمار
%8.65	EFG-Hermes	. په ر ببر غبي در سندر
%12.5	Blackstone	مؤسسة الصين للاستثمار
%9.9	Morgan Stanley	
>10%	Beijing Capital International Airport	مؤسسة سنغافورة للاستثمار
%11.1	Citigroup	J J - - J
%4.81	Great Portland Estate	
%4.97	Liberty International	
%1.75	Citigroup	الهيئة العامة للاستثمار الكويت
%6.9	Daimler	
%3.68	EIIB	
%8.2	GEA Group	
%23.8	Victoria Jungfrau Collection	
%5.82	Barclays	جهاز قطر للاستثمار
%8.9	Credit Suisse	ا المالية
%15.1	London Stock Exchange	
%27.3	J Sainsbury	
%62.3	Global Crossing	تيماسيك القابضة
%51.75	SP AusNet	
%14.14	Standard Chartered	

Source: Afshin Mehrpouya, and others: Op-Cit, p 19.

يتبين لنا من الجدول السابق أن صناديق الثروة السيادية أسهمت بشكل كبير في الحد من سرعة تحول و انتقال أزمة الرهن العقارية إلى أزمة مالية واقتصادية عالمية، و ذلك بنجاحها النسبي في الحفاظ على سيولة السوق المالية الأمريكية و الأوروبية خلال الفترة الممتدة من ماي 2007 إلى بداية عام 2008 . إلا أن هذا النجاح لم يدم طويلا ، إذ تفاقمت شدة الأزمة مع منتصف عام 2008 لتشمل معظم الأسواق المالية العالمية و لتتحول الأزمة مع نحاية 2008 و بداية عام 2009 إلى أزمة اقتصادية حقيقية شملت معظم دول العالم، بما فيها الدول المالكة للصناديق الثروة السيادية ، حيث سجلت خسائر معتبرة بالنسبة إلى الصناديق المساهمة في الأسواق المالية المتقدمة بسبب انخفاض قيمة أصولها المالية (الأسهم والسندات) ، بالإضافة إلى تراجع مواردها المتأتية أساسا من الصادرات النفطية نتيجة تأثر أسعار النفط بالأزمة الاقتصادية العالمية .

2. تداعيات الأزمة المالية على صناديق الثروة السيادية:

تضررت صناديق الثروة السيادية في أنحاء العالم بالأزمة المالية العالمية ، حيث منيت بخسائر كبيرة مدا سواء في أمريكا أو أوروبا، بعد أن كانت أداة مهمة في توفير رأس المال لبنوك الاستثمار المتعثرة في أوروبا و الولايات المتحدة في أوائل أزمة الرهن العقاري ، وتقدر مؤسسة مورغان ستانيلي أن

صناديق الثروة السيادية قد تعرضت إلى خسائر " تتراوح بين 500 و 750 مليار دولار "أ. و اكبر الخسائر منيت بها صناديق الثروة السيادية العربية، إذ تشير تقديرات مجلس العلاقات الخارجية الأميركي إلى أن المحفظة المالية الخليجية الخارجية" انخفضت من حوالي 1.3 تريليون دولار في العام 2007 إلى 1.2 تريليون دولار في العام 2008، و وفق مجلس العلاقات الخارجية انخفضت قيمة الموجودات الخارجية لحكومات الكويت و قطر و الإمارات من حوالي 1 تريليون في نهاية العام 2007 إلى حوالي 700 تريليون في نهاية عام 2008" 2.

أما فيما يخص خسائر صناديق الثروة السيادية خلال الفترة ما بين 2008 و 2009 فهي كالتالي : الجدول رقم (45): تقديرات المكاسب و الخسائر لبعض صناديق الثروة السيادية أثناء الأزمة المالية الوحدة : مليار دولار أمريكي

نسبة التغير	فرق القيمة	الأصول 2009	الأصول 2008	اسم الصندوق	القطر
%28-	248-	627	875.4	جهاز أبو ظبي للاستثمار	أبو ظبي
%18 +	65.8	431	365.2	مؤسسة النقد العربي السعودي في الخارج	السعودية
%1 0	35.5	347.1	311.6	آمن للاستثمار	الصين
%0	0	396.5	396.5	صندوق المعاشات التقاعدية الحكومي- العالمي	النرويج
%25-	82.5-	247.5	330	حكومة سنغافورة للاستثمار	سنغافورة
%9	16	178.5	162.5	الصندوق الوطني للرعاية	روسيا
%23-	61.6-	202.8	264.4	الهيئة العامة للاستثمار	الكويت
%11	20.4	193.4	173	هيئة النقد في هونج كونج المحفظة الاستثمارية	هونغ كونغ
%9-	12-	122	134	تيماسيك القابضة	سنغافورة
0	0	82	82	شركة دبي للاستثمار	دبي
%6	8.4	82.4	74	الصندوق الوطني للضمان الاجتماعي	الصين
%30	15	65	50	الهيئة العامة للاستثمار في ليبيا	ليبيا
%8	5	65	60	جهاز قطر للاستثمار	قطر
0	0	47	47	صندوق ضبط الإيرادات	الجزائر
%23-	14.9-	49.3	64.2	صندوق المستقبل الاسترالي	أستراليا
0	0	38	38	الصندوق الوطني كازاخستان	كازاخستان
0	0	30	30	وكالة الاستثمار في بروناي	بروناي
%10-	3-	27	30	كورپا للاستثمار	كوريا
%32-	13.1-	26.7	39.8	صندوق ألاسكا الدائم	الاسكا

^{1:} سفين بيرينت، صناديق الشروة السيادية الخليجية إدارة الشروة في زمن الاضطرابات، استشرافات في السياسة ، مؤسسة كارنيغي للسلام الدولي ، فيفرى 2009 ، ص 2.

²: Brad Setser and Rachel Ziemba: **GCC Sovereign Funds: Reversal of Fortune**, Council on Foreign Relations, January 2009, p 2.

%10-	2.6-	23.1	25.7	Nasional Khazanah	ماليزيا
%25-	8-	22.8	30.8	الوطني للمعاشات والصندوق الاحتياطي	أيرلاندا
%40	6	21.8	15.5	الجلس الاقتصادي والاجتماعي وصندوق تثبيت الأسعار	الشيلي
%47	4.7	14.7	10	شركة مبادلة للتنمية	أبو ظبي
%33-	5-	11.9	16.1	ألبرتا صندوق التراث	کندا
% 26-	4.3-	11.7	16	الدولة الجديدة المكسيك مكتب الاستثمار الاستئماني	نيو مكسيكو
	-188	3751.2	3939.2	حجم أصول صناديق الثروة السيادية	

Source: Henri-Louis Védie :Les fonds souverains ; une puissance financière insensible aux crises , Preface De Christian De Boissieu, Editeur : Eska, 2009 ,p 107.

أغلب صناديق الثروة السيادية تراجعت قيمة أصولها خلال السنة الثانية من الأزمة المالية، ولقد استمرت الصناديق العربية في تحقيق اكبر التراجعات بسبب تركيزها على الاستثمار في الأسواق الأمريكية و الأوروبية، حيث نجد جهاز أبوظي للاستثمار يأتي في المرتبة الأولى من حيث التراجع بقيمة تراجع بلغت 248 مليار دولار، و هذا يعني أن خسائر الصندوق هي اكبر من هذا الرقم بكثير إذا ما أخذنا بعين الاعتبار التدفقات المالية الجديدة لهذا الصندوق، و بالإضافة إلى الخسائر التي مني كما هذا الصندوق في السنة الثانية من الأزمة هناك خسائر تخص فترة بداية الأزمة أي ما بين 2007 و كمايار دولار مقارنة بسنة 2007 " لتصبح بذلك مجموع تراجع أصول الجهاز خلال الأزمة 431 مليار دولار ، أما هيئة الاستثمار الكويتية فتأتي في المرتبة الثانية عربيا من حيث التراجع بقيمة 61.6 مليار دولار خلال السنة الثانية من الأزمة في حين قدرت خسائر الهيئة في السنة الأولى من الأزمة به 94 مليار دولار، أي بنسبة 36 %، مقارنة بسنة 2007، رغم ضخ تدفقات مالية جديدة خلال سنة مليار دولار، أي بنسبة 36 %، مقارنة بسنة 2007، رغم ضخ تدفقات مالية جديدة خلال سنة 2008 بلغت 57 مليارا "20 لتصبح بذلك مجموع تراجعات الهيئة 61.5 مليار دولار.

و لم يقتصر التراجع على صناديق الثروة العربية فقط، حيث سجلت حكومة سنغافورة للاستثمار هي الأخرى تراجع في قيمة موجوداتها قدر بـ 82.5 مليار دولار، و هذا ما يجعلها ثاني صندوق في العالم من حيث قيمة التراجع، و كذلك تيماسيك القابضة تراجعت قيمتها بـ 18 مليار دولار .

على الجانب الآخر يوجد صناديق لم يحدث أي تغير على أحجامها في الأزمة كصندوق المعاشات التقاعدية الحكومي العالمي للنرويج، و صناديق أخرى حققت زيادة في الحجم أثناء الأزمة و منها مؤسسة النقد العربي السعودي في الخارج، حيث زادت قيمتها بما يقارب 65.8 مليار دولار،

²: Ibid, p 2.

^{1:} Brad Setser and Rachel Ziemba: GCC Sovereign Funds: Reversal of Fortune, Op-Cit, p 2

و كذلك مؤسسة الاستثمار الصينية بزيادة تقدر بـ 35.5 مليار دولار، و هذا الوضع لا يعني أن هذه الصناديق لم تتكبد خسائر ففي اغلب الصناديق التي حققت زيادة في الحجم هي زيادة ناتجة عن كون قيمة التدفقات الجديدة تزيد عن الخسائر المحققة .

و يجب الإشارة أن ما تناولناه على انه خسائر هي في الحقيقة مجرد انخفاض في قيمة أصول الصندوق أي أنها مجرد خسائر دفترية، و لن تتحول إلى خسائر حقيقية إلا إذا تم بيع الأصل، و بذلك فاغلب الصناديق السيادية حققت أرباحا بمجرد تأجيل بيع الأصول لما بعد الأزمة.

3. اثر الأزمة المالية على توجهات الاستثمار:

لقد ساهم الأداء الضعيف لصناديق الثروة السيادية خلال الأزمة، إضافة إلى انخفاض أسعار النفط، و تأثر اقتصاديات الأسواق المالية في الدول النفطية بالأزمة المالية في انتقال الاهتمام بها من الدوائر الغربية كما حدث خلال الفترة ما بين 2007 و 2008، إلى الدوائر المحلية في الدول النفطية ذاتها، و هذا ما أرغم هذه الصناديق إلى التنويع المحلى و الإقليمي لترقية استراتيجياتها، لمواجهة التحديات التي قابلتها، و تعد الكويت مثالا بارزا في هذا السياق، فاستثمارات الهيئة العامة للاستثمار الكويتية" ذات المخاطر المرتفعة في سيتي غروب و ميريل لينش لم تكشفها أمام الجمهور العالمي في ذلك الحين و حسب ، بل كشفتها أيضا أمام الجمهور المحلي بعد حوالي اثني عشر شهراً ، و الحال أن استثمارات الهيئة العامة للاستثمار الكويتية لم تكن تعتبر مثيرة للمشاكل طالما أن الزيادة الكبيرة في سعر النفط وفر رت درجة من الأمن الاقتصادي لمواطني الكويت و أبقت سوق الأسهم الكويتية قادرة على مواصلة التداول غير أن الهيئة أسهمت في أزمة سياسية عندما انخفضت أسعار النفط و فقدت سوق الأسهم 40 % من قيمتها في عام 2008"1، و قد أرغمت هيئة الاستثمار الكويتية على التدخل على المستوى المحلى ، فقامت في المرحلة الأولى للأزمة باتخاذ العديد من الإجراءات والخطوات لدعم آليات السوق المحلية في الكويت بما يكفل تحقيق الاستقرار وعودة الثقة، فعملت على زيادة حصتها في 8 من الصناديق الاستثمارية المحلية وتم تعديل بعض الشروط والضوابط بشأن مساهمة الهيئة في الصناديق الاستثمارية المحلية، وذلك لإعطاء مرونة لمديري الصناديق للمساهمة في استكشاف فرص استثمارية جديدة.

129

^{1:} سفين بيرينت: صناديق الشروة السيادية الخليجية إدارة الشروة في زمن الاضطرابات، مرجع سابق ، ص 6 .

وكما هيئة الاستثمار الكويتية، كان لجهاز قطر للاستثمار دور على المستوى المحلي، و كان ابرز من الدور الذي لعبته نظيرتها الكويتية، إذ قام بشكل نشط وملحوظ بالتدخل على الساحة المحلية، وطرح خطة بحجم 5.3 مليار دولار لشراء أسهم في البنوك المدرجة في البورصة القطرية لدعم ثقة المستثمرين بالبنوك بلغت نسبتها حوالي 20 في المائة، كما ضخ الجهاز حوالي 20 مليار ربال في رأسمال البنوك القطرية لتعزيز قدرة البنوك الوطنية على تمويل مشروعات التنمية في المرحلة المقبلة بشكل أوسع، ولتأكيد الثقة الكبيرة بأوضاعها المالية، كما قام الجهاز بشراء أسهم في بنك قطر الإسلامي بنسبة 5 في المائة على أن يستحوذ على 10 في المائة من أسهم البنك بنهاية عام 2009" 1.

ولم تكتف هذه الصناديق بالتحول نحو الداخل بشقه الإنقاذي، بل قرر بعضها التوقف عن الاستثمار الخارجي في هذه الفترة الحرجة وإيقاف العمليات الخارجية لمدة معينة كما فعل "جهاز قطر للاستثمار الذي قرر آنذاك تأجيل عملياته الخارجية لمدة 6 أشهر، فيما فضّل البعض الآخر من الصناديق التوجه نحو شراء السلع بدلاً من الأسهم التي كبدتها خسائر فادحة إثر انهيار الأسواق المالية العالمية" 2.

و لم تستمر هذه المرحلة طويلا فمع نحاية الأزمة عاد النشاط من جديد للصناديق الثروة السيادية ونما حجمها ليصل في بداية سنة 2010 ما يقارب 3,839 تريليون دولار أمريكي بزيادة قدرت بـ87.8 مليار دولار مقارنتا ببداية سنة 2009 ، و بدأت في الاستثمار من جديد في الأسواق العالمية حيث بلغ عدد الصفقات التي قامت بحا في سنة 2010 حوالي 172صفقة بقيمة 53 مليار دولار " قمدفوعة بعدد من العوامل الرئيسية من أهمها " ارتفاع أسعار النفط عن الحد الأدنى الذي كانت وصلت إليه في الأزمة وعودة تحقيق فوائض مالية بالنسبة للدولة النفطية ، خاصة أن الفوائض النفطية تعد الممول الأساسي والرئيسي صناديق الثروة السيادية، و كذلك حالة التفاؤل التي عمت الأوساط الاقتصادية الإنجابية المتتالية المحققة آنذاك في عدد من الإقتصادات العالمية الكبرى لا سيما اليابان والصين والولايات المتحدة الأمريكية "4، بالإضافة إلى ذلك تحقيق الصناديق عوائد من استثماراتها التي حازت عليها خلال الأزمة المالية .

^{1 :} على حسين باكير ،مرجع سابق .

³: Victoria Barbary: **Braving the New World: Sovereign Wealth Fund investment** in the uncertain times of **2010**, monitor group, p7, at: (http://s3.amazonaws.com/zanran_storage/www.monitor.com/ContentPages/2514351084.pdf).

 $^{^{+}}$: علي حسين باكير $\left(\,$ بتصرف ight): مرجع سابق .

ثانيا: صناديق الثروة السيادية و التحديات الجيوسياسية

تشكل التحديات السياسية من حروب و هجمات إرهابية و ثورات شعبية تحدي أخر أثر على نمو و إستراتيجية الاستثمار لصناديق الثروة السيادية، و هذا ما لمسناه من خلال اثر حرب الخليج على الاقتصاد المحلي لدولة الكويت و من ثم أثرها على نمو و إستراتيجية الاستثمار لهيئة الاستثمار الكويتية ، بالإضافة إلى التحديات المحلية، للأزمات الإقليمية و الدولية تأثير على صناديق الثروة السيادية العالمية .

1. صناديق الثروة السيادية في ظل حرب الخليج الثانية (الكويت):

حرب الخليجالة انية أو مل طلق عليها بحرب تحرير الكويت أو عاصفة الصّحراء، حدثت بعد احتلال العراق للكويت في الة ابي من أغسطس من سنة 1990، وفي هذه الحرب أعلن العراق اعتبار الكويت محافظة تابعة له، وقد استنفرت دولٌ عدّة في وقتها لتشكّل تحالفًا ضمّ ثلاثاً وعشرين منها حيث قرت شن حرب على العراق لإخراجه من الكويت، وقد تحقق لها هدفها حيث تمكّنت من تحرير الكويت في شهر فبراير من عام 1991.

و تعتبر فكرة صندوق الأجيال القادمة جيدة لحالة الكويت،" حيث كان الصندوق خيار الكويت الاستراتيجي الأول في التعامل مع الأزمة، فقد دفعت منه بعض تكاليف التحرير للدول المشاركة في العمليات العسكرية ضد جيش الاحتلال "1، كذلك استخدم لتمويل عمليات إعادة البناء و التعمير و توفير سبل الإعاشة خلال فترة الحرب، أما بعدها فقد قام الصندوق بتمويل الميزانية العامة للدولة، خاصة بعد استهداف" آبار النفط، إذ بقيت دولة الكويت من دون مورد لأكثر من سنتين، وكان صندوق الأجيال القادمة كفيلا بتمويل احتياجاتها من دون نقصان"2.

رغم هذا الدور إلى أن هناك أراء ترمي إلى كون وجود الصندوق أدى إلى الإسراف في الإنفاق و تكريس سلوكيات استهلاكية ضارة أدت إلى نشر دعوات مدمرة اقتصاديا، على سبيل المثال لم يكن هناك داع لإلغاء القروض بعد التحرير، و كذلك إلغاء فواتير المياه و الكهرباء كهدية للناس. فقد كان من الممكن تأجيل عمليات سداد القرض حتى تتحسن أحوال المدينين و يصبحوا أكثر قدرة على استئناف الدفع. لذلك فانه ليس من المستغرب تكرار الدعوات ذاتها مرة أحرى ، و قد نجح على استئناف الدفع. لذلك فانه ليس من المستغرب تكرار الدعوات ذاتها مرة أحرى ، و قد نجح

2 : عبد الله العبد الجادر: ماذا تعرف عن صندوق الأجيال القادمة؟ ، حريدة الأنباء، الكويت ، تاريخ النشر : الثلاثاء 10 فيفري 2015 .

^{1:} محمد إبراهيم السقا: مرجع سابق، ص 19.

بعضها في إلغاء جانب من فواتير الكهرباء (2000 دينار لكل مستهلك) ، و ما زال البعض يطالب بإسقاط القروض ، و قد تم إلغاء فوائدها على الأقل للمتقاعدين .

و لقد أدى وجود الصندوق بالحكومة في ذلك الوقت إلى استخدام حوالي 45 مليار دينار من أصول الصندوق السيادي للكويت و هو ما يمثل خسارة كبيرة لأصول الصندوق في ذلك الوقت "1.

أما فيما يخص صناديق الثروة السيادية التابعة لدول مجلس التعاون الأحرى فكان لهذا الحدث الاستثنائي اثر عليها هي أيضا ، حيث استخدمت كل من دولة الإمارات العربية و السعودية جزء من مخصصات صناديقها من اجل المساهمة في " نفقات درع الصحراء و توفير الإمدادات و التجهيزات العسكرية ، و تدعيم القوى العسكرية لدول المنطقة من اجل معركة التحرير ، و تقديم تعويضات للدول المتضررة من الأزمة ، و تقديم القروض و المساعدات المالية لبعض الدول المتحالفة لإسهامها في حرب التحرير " 2 ، أما عن حجم هذه الأموال فهو غير معروف بسبب عدم شفافية هذه الصناديق.

2. صناديق الثروة السيادية و أحداث 11 سبتمبر 2001.

تعرضت الأراضي الأمريكية يوم الحادي عشر من سبتمبر عام 2001 لهجوم انتحاري في ولايتي نيويورك و واشنطن، هذه الحادثة تولدت عنها تأثيرات سياسية و اقتصادية مصاحبة للحادث و أخري لاحقة، فبعد الحادث مباشرة سادت مشاعر العداء و الكراهية للمسلمين، و قامت الولايات المتحدة الأمريكية و الكثير من الدول في إطار ما سمي بالحرب ضد الإرهاب إلى عمليات واسعة من اجل تجميد الأرصدة المشكوك فيها ،" ففي الولايات المتحدة أصدرت الإدارة الأمريكية خلال ثلاث شهور بعد الحادث ، أربعة قوائم متلاحقة تضم أسماء أكثر من مائة و خمسين شخصا و مؤسسة زعم أن لها صلة بتمويل الإرهاب، و طلب من كافة مصارف و بنوك العالم تجميد حساباتها و البحث حول عملياتها المالية و تحويلاتها المصرفية .

و في فرنسا جمدت البنوك فيها حسابات بنحو 28 مليون فرنك طبقا لقرار مجلس الأمن رقم 1333 الصادر ديسمبر 2002 لتجميد حسابات نظام طالبان و تنظيم القاعدة، و في اليابان قامت لجنة مراقبة الأوراق المالية و البورصات بإجراء تحقيقات موسعة بشأن أية تعاملات مالية لشبكة بن لادن ، و في ألمانيا أغلقت البنوك التجارية ثلاث عشرة حسابا قيمتها الإجمالية 2.7 مليون مارك

^{1 :} محمد إبراهيم السقا : مرجع سابق ، ص 19.

^{. 42} مرجع سابق ، ص 2 : بشير الزهيري ، مرجع

للاشتباه في تعاملاتها و صلاتها بالإرهاب، وفي بريطانيا جمدت السلطات المصرفية حسابات قدرت 28 مليون دولار، و في بلجيكا اجتمع وزراء مالية دول الاتحاد الأوروبي يوم 22 سبتمبر 2001 للمصادقة على قرار الأمم المتحدة بتجميد أصول و ممتلكات حركة طالبان " 1.

وقد أدى كل ذلك ، إلى سيادة مشاعر من القلق لدى المستثمرين العرب عموما و السعوديين على الوجه الخصوص إزاء احتمال تجميد أرصدتم في الولايات المتحدة، بالنظر إلى أن ثلثي هذه الأصول و الأرصدة التي يحتفظ بها رجال سعوديون في الخارج و المقدرة بنحو 600 مليار دولار موجودة في الولايات المتحدة ، أما عن تأثير الأحداث على صناديق الثروة السيادية فكانت كما يلي: - تأثرت صناديق الثروة السيادية و بالأخص العربية منها بسبب " تهديد الولايات المتحدة بتجميد الثروات العربية بعد أحداث 11 سبتمبر 2001 " 3، و هذا ما أدى بها إلى تغيير في التوجهات الاستثمارية لها .

- كما منيت صناديق الثروة السيادية بخسائر مالية نتيجة انهيار في الأسواق المال العالمية و انخفاض أسعار الفائدة و هبوط أسعار صرف الدولار بالنسبة للعملات الأخرى.
- بعد أحداث 11 سبتمبر 2001 أضحت قضايا الإفصاح المالي أمرا مهما للاستثمارات السيادية، وزادت درجة أهميتها في أعقاب الأزمة المالية العالمية التي تفجرت في 2008 لعلاقة ذلك بجهود محاربة الفساد وتبييض الأموال وتجذير ثقافة الحوكمة بالمؤسسات.
- و بعد مرور أكثر من 15 سنة تجددت المخاوف من تجميد الاستثمارات السيادية للمملكة السعودية لسداد تعويضات أسر ضحايا أحداث 11 سبتمبر 2001 بعد إقرار مجلس الشيوخ الأمريكي بالإجماع "قانون العدالة ضد رعاة الإرهاب "و المعروف باسم" جاستا"، "الذي يسمح لأسر ضحايا الهجمات بإقامة دعاوى قضائية ضد حكومة السعودية للمطالبة بتعويضات، و في المقابل تعارضه السعودية بشدة وتنفي أي مسؤولية عن الهجمات التي وقعت عام 2001. وتحدد الرياض ببيع سندات أمريكية وأصولا تصل قيمتها إلى 750 مليار دولار إذا أصبح المشروع قانونا" 4.

^{1 :} عبد الخالق فاروق : مرجع سابق ، ص ص 103-104

^{. 104} مرجع السابق ، ص 2

^{3:} يوسف خليفة اليوسف: مستقبل الإصلاح في الإمارات العربية المتحدة وقطر، المستقبل العربي، مجلة "المستقبل العربي"، مركز دراسات الوحدة العربية العدد 444، شباط/فبراير 2016، ص 81.

^{4 :} عبد اللطيف التركي: قطر بعد السعودية.. دول الخليج والخروج من مظلة الاستثمار في "سندات الخزانة الأمريكية"؟ ، صحيفة التقرير، نشر في : الاثنين 6 يونيو 2016 .

3. صناديق الثروة السيادية و الربيع العربي.

مرت المنطقة العربية بمنعطف سياسي عرف بالربيع العربي ، و هو مصطلح أطلق على الأحداث التي وقعت خلال عام 2010 و مطلع 2011 ،" و التي أطاحت بحكم زين العابدين بن علي في تونس ، و حسني مبارك في مصر ، و العقيد معمر القذافي في ليبيا ، و على عبد الله الصالح في اليمن" ، و كانت الأسباب الأساسية للأحداث انتشار الفساد و الركود الاقتصادي وسوء الأحوال المعيشية ، إضافة إلى أسباب سياسية أخرى .

- اثر الثورات العربية على الدول المعنية بها و الغير مالكة للصناديق

و لقد خلق هذا الوضع الجديد ضغوطا على الدول المعنية بما يسمى بالربيع العربي كمصر و تونس و اليمن و ليبيا ، فبالنسبة للدول السابقة الذكر ما عدا ليبيا و لكونما لا تملك صناديق ثروة سيادية عملت جاهدتا على استقطاب استثمارات الدول المجاورة و المالكة للصناديق السيادية من اجل التخفيف من حدة الضغوط السياسية ، و فعلا عملت الدول المجاورة و بالأخص الخليجية منها على المساعدة، حيث وصل الدعم المادي (النقدي والسلعي، سواء من خلال الإقراض أو المنح والمساعدات) لمصر مثلا من قبل دول مجلس التعاون " حوالي 117 مليار جنيه حسب وزارة المالية، أي أكثر من خمس موازنة مصر العامة في العام المالي 2013-2011 " و كان ذلك على حساب مناديق الثروة السيادية .

- اثر الثورات العربية على ليبيا:

تتميز ليبيا عن باقي دول الربيع العربي بامتلاكها للمؤسسة الليبية للاستثمار ، التي تم إنشاءها" في عام 2006، وتم إعادة تنظيمها بموجب قانون رقم 13 لسنة 2010 لتمثل صندوق الثروة السيادية للدولة الليبية وذلك بهدف تطوير وتنمية إيرادات الدولة من أجل تحقيق ثلاثة أهداف رئيسية: تنويع مصادر الدخل والثروة الليبية للأجيال القادمة من خلال الاستثمار الدولي برؤية مستدامة على المدى الطويل، تحفيز الاقتصاد الليبي من خلال مشاريع كبرى يقودها قطاع الخاص، والتفاعل مع المؤسسات الدولية عبر مبادرات مشتركة ومبادرات تبادل المعرفة والخبرات تحقيق، تحقيق الإستقرار في

^{1 :} جهاد عودة: الثورات العربية وأثرها على طبيعة التغير الدولي: بناء الإشكالية، القاهرة، مصر، بدون اسم دار النشر، 2013، ص 2

^{2:} هبه حليل: وماذا عن العدالة الاجتماعية: الربيع العربي بين التدخلات الأوروبية والمساعدات العربية، منتدى البدائل العربي للدراسات، الناشر: مؤسسة روزا لوكسمبورج، القاهرة، 2016.

مواجهة التقلب في عائدات النفط ومعالجة جوانب العجز في ميزانية الدولة " 1، 'وَعَول المؤسسة الليبية للاستثمار من فائض الإيرادات الهيدروكربونية الذي تحوله وزارة المالية، وإن كانت القواعد التي تحكم التمويل استنسابية وليست منصوص عليها صراحة في قانون المؤسسة الليبية للاستثمار. 2

الأحداث التي مرت بها ليبيا نتيجة لما سمي بالربيع العربي أدت إلى تجميد أصول المؤسسة الليبية للاستثمار في 2011 بموجب قرار من مجلس الأمن لمنع حكومة معمر القذافي من الاستيلاء عليها، ومنذ ذلك الوقت و المؤسسة تعاني من حسائر نتيجة سوء إدارة الأصول المجمدة، و كانت أخرها " 2.1 مليار دولار بعد حسارة المؤسسة للقضية المرفوعة على بنك "غولدمان ساكس" الأميركي " 3. كما اثر تجميد أصول المؤسسة الليبية للاستثمار على العديد من المشاريع المبرمة من قبل المؤسسة و بالأخص في أفريقيا. فقد استثمرت الشركة الليبية العربية الإفريقية للاستثمار و هي شركة تابعة للمؤسسة الاستثمارية قبل سنة 2011 " في ما يقرب من 25 دولة بأفريقيا، تقع 22 دولة منها بمنطقة أفريقيا جنوب الصحراء وكان من المخطط أن تتم زيادة الاستثمارات وبخاصة في مجال التعدين والصناعة والسياحة والاتصالات. والأهم من هذا كله هو أن صندوق الاستثمار الليبي قام بإنشاء ثلاث مؤسسات مالية بمبادرة من الاتحاد الأفريقي، هي "بنك الاستثمار الأفريقي" ومقره بالعاصمة الليبية "طرابلس"، و"صندوق النقد الأفريقي" ومقره مدينة " ياوندي" عاصمة الكاميرون، و"البنك المركزي الأفريقي" ومقره " أبوجا " عاصمة جمهورية نيجيريا الفيدرالية " 4، و بتجميد صناديق الثروة الليبية توقفت كل هذه المشاريع .

- اثر الثورات على الدول المجاورة و المالكة لصناديق الثروة السيادية:

لم تقتصر التبعات الاقتصادية للأحداث على الدول المعنية بها بل تعدتها إلى جميع دول المنطقة، حيث عملت الحكومات الخليجية على زيادة الخطط التنموية والإنفاق على الخدمات العامة لمواطنيها، وذلك في محاولة منها لتجنيب مجتمعاتها الوقوع في الأزمات التي ضربت المجتمعات العربية المحيطة بها، و رصدت دول مجلس التعاون الخليجي "للخطط التنموية ما قيمته 142 مليار دولار

[.] كاريخ الاطلاع: 6 جوان 2016 ، Libyan Investment Authority ، تاريخ الاطلاع: 6 جوان 2016

² : صندوق النقد الدولي والبنك الدولي:مرجع سابق ، ص 20

^{3 :} الجزيرة نت : **ليبيا تخسر دعوى ضد مصرف غولدمان ساكس**، تاريخ النشر 16 أكتوبر 2016 .

^{4:} شيماء عبد الفتاح: أهمية صناديق الشروة السيادية في أفريقيا، مجلة أفاق افريقية ، تصدر عن الهيئة العامة للاستعلامات المصرية ، المجلد الثاني و الأربعين ، القاهرة ، 2015، ص 163

على مشاريع البنية التحتية بين عامي 2013 و 2020 ، و معظمها يتعلق بمشاريع السكك الحديدية و الطرق ، هذا بالإضافة إلى مشاريع ضخمة أخرى مخطط لها مثل مدينة الملك عبد الله الاقتصادية في المملكة العربية السعودية و التي رصد لها ما قيمته 86 مليار دولار ، و كذلك قطر التي رصدت من المحلكة العربية البنية التحتية لاستضافة كأس العالم 2022، كما رصدت الإمارات العربية 20 مليار دولار لتطوير مدينة مصدر " 1.

وقامت دول مجلس التعاون بتدابير أخرى من اجل مواجهة الاضطرابات السياسية والاجتماعية، فمثلا عمدت " البحرين والكويتوء مان إلى تقديم المزيد من العطاءات المالية إلى مواطنيها، و في قطر قامت الحكومة بتقديم منح إلى العاملين في القطاع الحكومي زيادة في الرواتب والمعاشات التقاعدية بنسب تراوحت بين 50% و120% "2. كما " ارتفع الإنفاق الدفاعي لدول مجلس التعاون الخليجي نحو تسعة في المئة إلى 74مليار دولار العام 2012 " قبسبب تفاقم الوضع في اليمن و سوريا. و الزيادة في الإنفاق على البني التحتية و الدفاع كان على حساب تمويل صناديق الثروة السيادية، ويتضح ذلك من خلال تراجع وتيرة التمويل لتلك الصناديق في عام 2012 رغم ارتفاع أسعار النفط. وتشير دراسة إنفيسكو إلى نمو معدلات تمويل تلك الصناديق بنسبة 13% عام 2011، بينما ارتفعت عائدات حكومات دول مجلس التعاون الخليجي بنسبة 25% وارتفعت معدلات تمويل تلك الصناديق خلال سنة 2012 بنسبة 8% فقط، رغم ارتفاع العائدات النفطية لحكومات دول المجلس بنسبة حلال سنة 2012 بنسبة 8% فقط، رغم ارتفاع المعاشات التقاعدية السيادية من 8% عام 2011 .

و لم يقتصر كل ذلك الإنفاق على موارد الدولة من خارج صناديق الثروة السيادية بل تم استغلال موارد هذه الأخير أيضا في دعم الاقتصاد المحلى، حيث استثمرت هذه الصناديق " أصولها محلياً في

¹: Vikas Papriwal: GCC SWFs –an increasingly local investment outlook, Emerging trends in the Sovereign Wealth Fund landscape, KPMG – cutting through complexity, Middle East, May 2013, p20, Available at: (http://www.kpmg.com/ae/en/documents/2013/emerging_trends_in_the_regional_swf_landscape.pdf)

^{2 :} العربية نت: الزيادة في الإنفاق الحكومي يحدّ من فوائض الميزانيات ، الصناديق السيادية الخليجية تبدل وجهة استثماراتها نحو الداخل ، 23 سبتمبر 2011م ، على الرابط http://www.alarabiya.net/articles/2011/09/23/168254.html

^{3 :} مجلة الصيرفة الإسلامية : **الربيع العربي و الأزمات الاقتصادية يغيران وجهة أموال النفط الخليجية** ، صادرة عن المركز العربي الإسلامي للأبحاث و الدراسات الاقتصادية ، تاريخ النشر جانفي2013 .

^{4:} محمد البيشي: تراجع استثمارات الصناديق السيادية الخليجية 9 % العام الحالي ،الاقتصادية، العدد 6798، السعودية ، الثلاثاء 22 ماي http://www.aleqt.com/2012/05/22/article_659207.html: على الرابط

مشاريع البني التحتية على سبيل المثال و التي ارتفعت بنسبة 10 في المائة اعتبارا من سنة 2011 ، ما يشير إلى حدوث تحول جذري في التوجهات الاستثمارية لتلك الصناديق" 1.

الجدول رقم (46): التوزيع الجغرافي لاستثمارات صناديق الثروة السيادية الخليجية لسنتي 2012 و 2013

2012	2011	التوزيع الجغرافي
% 56	% 33	مجلس التعاون الخليجي
% 4	% 19	أوروبا
% 14	% 29	أمريكا الشمالية

Source: Vikas Papriwal: Op-Cit, p 20.

لقد احدث الربيع العربي تغيير في وجهة استثمار صناديق الثروة السيادية لدول مجلس التعاون، حيث زادت هذه الأخيرة استثماراتها في المنطقة لتبلغ 56% سنة 2012 مقابل 33 %سنة 2011، و هذا على حساب المناطق الأخرى التي شهدت انخفاضا للاستثمار سنة 2012 لتبلغ14 %في أمريكا الشمالية و 4% فقط في أوروبا و هذا نتيجة ً لأزمة منطقة اليورو.

أما عن شكل استثمارات صناديق الثروة السيادية لدول مجلس التعاون في المنطقة فشهدت "الاستثمار في السندات المحلية ارتفاع من 6 % من قيمة أصول صناديق الثروات السيادية القابلة للاستثمار سنة 2011 إلى 14 % سنة 2012، كما استحوذت العقارات والبني التحتية على حصة كبيرة من الأصول القابلة للاستثمار لتلك الصناديق، وبنسبة 13% و 14% على التوالي سنة2012"2. و تدريجيا و بعد تلاشى المخاوف من عدوا الربيع العربي تعافت صناديق الثروة السيادية لدول مجلس التعاون من أزماتها المتلاحقة بفعل الارتفاعات التي شهدتها أسعار النفط العالمية، إذ شهدت تلك الصناديق تدفقاً غير مسبوق للسيولة المالية، عملت على زيادة الاستثمارات الخارجية وزيادة التنوع في تلك الاستثمارات، كما شكلت تلك الوفرة في الاحتياطات المالية عامل استقرار لاقتصادات دول الخليج العربي إثر تراجع أسعار النفط العالمية إلى ما دون 50 دولاراً أمريكياً للبرميل خلال عام 2014 ومطلع العام الجاري، إذ ألقت أزمة انخفاض أسعار النفط عالمياً بظلالها على الميزانيات العامة لدول الخليج العربي، وعملت على خفض مستوى تدفق الاحتياطيات المالية لصناديق الثروة السيادية منذ مطلع عام 2015.

^{1:} Vikas Papriwal: Op-Cit, p 20.

²: Invesco Middle East: Invesco Middle East Asset Management Study 2012, Dubai, 2012, Available at: (https://www.cfasociety.org/uae/Documents/2012%20IMEAMS%20report.pdf)

ثالثا: صناديق الثروة السيادية و تحدي انخفاض أسعار البترول

انخفضت أسعار النفط أكثر من النصف منذ أواسط عام 2014 حتى بداية عام 2015، حيث "فقد سعر النفط الخام 54 في المائة من قيمته بين سبتمبر 2014 و سبتمبر 2015 "1، وانخفضت أسعار المعادن الأخرى أيضًا، ولكن بأقل حدة ، و لقد خلق هذا الوضع المستجد تحدي أخر أمام صناديق الثروة السيادية التابعة الدول النفطية .

1. أسباب انخفاض أسعار النفط:

انخفضت أسعار النفط بداية من سبتمبر 2014 لتصل إلى متوسط شهري 62.5 دولاراً للبرميل في ديسمبر 2014، تم واصلت الانخفاض لتصل مع نهاية سنة 2015 إلى 38.2دولاراً للبرميل الواحد، حيث فقد سعر النفط الخام 38.33 % من قيمته بين ديسمبر 2014 و ديسمبر 2015 ، ثم عاود الارتفاع بشكل تدريجي ليصل إلى ما دون 50 دولاراً في أكتوبر 2016 .

الشكل رقم (8): سعر نفط برنت الخام في الفترة ما بين يناير 2014 إلى ماي 2016 الشكل رقم (8): سعر نفط برنت الخام في الفترة ما بين يناير 2014 إلى ماي 2016



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على معطيات من

- منظمة الأقطار العربية المصدرة للبترول (الأوابك): النشرة الشهرية الصادرة عن منظمة الأقطار العربية المصدرة للبترول، السنة 41 ، العدد 6 ، يونيو 2015 ، و السنة 42 ، العدد 7 ، يوليو 2016.

^{1:} ممدوح سلامة : أسباب الهبوط الحاد في أسعار النفط الخام ، فائض الإنتاج أم السياسة الدولية ؟ ، المركز العربي للأبحاث و دراسة السياسات ، الدوحة قطر ، الطبعة الأولى ، سبتمبر 2015 ، ص 13 .

و لقد تضافرت عد عوامل أمت إلى الانخفاض الحالي الذي نشهده في أسعار النفط؛ وهي متعلقة بالعرض، والطلب، وبعوامل توقعات مستقبلية ونفسية، وعوامل جيوسياسية أيضا.

- عوامل العرض والطلب:

ارتفاع الأسعار خلال العقد الماضي أدَّى إلى حُفْز الاستثمارات لاستخراج النفط من مكامن كان يصعب استخراجه منها مقبل أسبب ارتفاع التكلفة. ونعني بذلك تحديدًا النفط الصخري في الولايات المتحدة والنفط الرملي في كندا .

في الوقت نفسه بدء الطلب العالمي للنفط يتراجع بسبب الركود الاقتصادي في منطقة اليورو، والتباطؤ في الصين وآسيا، والتحسُّن في تطبيق معايير الكفاءة في استهلاك الوقود في دولة متقدمة مثل الولايات المتحدة، إضافة إلى معاودة الإنتاج والإمدادات من كلّ من العراق وليبيا.

وفي أواسط عام 2014 ، بدأت زيادة العرض تظهر في الأسواق، وأخذ العرض العالمي يتزايد على غو أكبر من الطلب، وفي سبتمبر بدأت الأسعار في الانخفاض، و فاقم ذلك قرار أوبك عدم خفض الإنتاج بمليوني برميل يوميا على الأقل لامتصاص فائض السوق ، حيث " امتنعت المملكة العربية السعودية عن التخلي عن حصتها في الأسواق، وأبقت أوبك على سقف إنتاجها عند 30 مليون برميل يوميًا، وكان ذلك ففاحة ًا للأسواق، فأدَّى ذلك إلى تماوي الأسعار "1، "فلو فعلت ذلك لانضمت روسيا و المكسيك إليها و خفضا إنتاجها 500 ألف و 300 ألف برميل يوميا على التوالي، فيصل مجموع الخفض إلى 2.8 مليون يوميا، و هذا كاف لامتصاص الفائض و تحقيق الاستقرار في أسعار النفط" 2.

-. قناة التوقعات المستقبلية:

إضافة إلى عاملي العرض والطلب كانت ثمّة قناة التوقعات المستقبلية بشأن الوضع العام للسياسة النقدية في الولايات المتحدة وتأثيره في أسعار النفط والمعادن، فخلال العقد الماضي تنامي استخدام النفط بوصفه سلعة مالية للمتاجرة والمضاربة به في أسواق المال، وفي ظلّ التوقعات بقرب رفع أسعار الفائدة (من منطقة الصفر) في الولايات المتحدة والخروج من السياسة النقدية التوسعية غير التقليدية

^{1:} خالد بن راشد الخاطر: تحديات انهيار أسعار النفط والتنويع الاقتصادي في دول مجلس التعاون، سلسلة: دراسات ، المركز العربي للأبحاث ودراسة السياسات، اللوحة، قطر، أغسطس 2015 ، ص 4.

^{. 13} مرجع سابق ، ص 2

التي اتبعها الاحتياطي الفدرالي الأميركي منذ الأزمة المالية العالمية عام 2008 ، مع بقاء أسعار الفائدة منخفضة في مناطق رئيسة من العالم؛ كمنطقة اليورو، واليابان، فإنّ ذلك يؤدِّي إلى أمرين؛ أحدهما حُوف رؤوس الأموال والمحافظ الاستثمارية وتوجيهها نحو الاستثمار في الأصول المالية مثل أذونات الخزينة وسنداتها ، والآخر ارتفاع سعر صرف الدولار الأميركي، وهو ما يضعف الطلب في مناطق مستهلكة رئيسة متعلقة بالعالم مثل منطقة اليورو واليابان 1.

- الأسباب الجيوسياسية:

ظلت أسعار النفط مرتفعة لفترة طويلة بسبب تركيز المتعاملين في السوق على التأثير الكامن للمخاطر الجيوسياسية العالمية المحيطة بالسوق، وأنه من المتوقع أن يترتب على تلك المخاطر، بصفة خاصة بالنسبة للدول المنتجة للنفط في الشرق الأوسط وبالتحديد العراق وليبيا، التأثير سلبا على العرض العالمي من النفط ومن ثم استمرار ارتفاع الأسعار، غير أنه بدا من الواضح أن حالة القلق من هذه المخاطر لم يكن لها مبرر عملي، حيث لم تتحول هذه المخاطر إلى واقع فعلي على الأرض يمكن أن يهدد تدفقات النفط من مناطق الإنتاج إلى أسواق المستهلكين، فالإنتاج لم يتأثر بالمخاطر الجيوسياسية، واستمرت الدول المنتجة في الضخ عند مستويات مرتفعة، ما أدى إلى تزايد العرض في السوق في الوقت، الذي يتراجع فيه الطلب، فقد تضاعف الإنتاج الليبي منذ سبتمبر 2015 "ثلاثة أضعاف تقريبا إلى 900 ألف برميل يوميا، على الرغم من أن ذلك يمثل نحو 60 في المائة فقط من الإنتاج الطبيعي لليبيا، كما أن الصراع مع تنظيم "داعش" لم يؤثر في تدفقات النفط من العراق، وهو ما أدى إلى تلاشي التهديد من تأثر العرض العالمي للنفط نتيجة لهذا النوع من المخاطر، وبالتالي هذوء الضغوط على الأسعار نحو الارتفاع وبدء تراجعها، وقد كان للإنتاج السعودي الفضل الأكبر هدوي تأمين مخاوف الأسواق من تأثيرات أية مخاطر حيوسياسية في المنطقة" 2.

2. انخفاض أسعار النفط وانعكاساته على صناديق الثروة السيادية:

إن تأثير انخفاض أسعار النفط الحالي على الاقتصاد العالمي إيجابي بوجه عام ، وان كان هذا التأثير موسوًما بالتباين في ما بين الدول المصدرة والدول المستوردة خلال هذه الفترة التي يعانيها الاقتصاد العالمي من ركود منذ انفحار الأزمة المالية العالمية عام 2008 .

 $^{^{1}}$: خالد بن راشد الخاطر: مرجع سابق ، ص 0

^{2 :} محلط المصارف : مخاطر تراجع سعر النفط ، مجلة شهرية يصدرها اتحاد مصارف الكويت، السنة الخامسة عشرة _ العدد رقم 135 فبراير 2015، ص 9 .

التأثير سيكون إيجابيا، في أغلب الحالات، بالنسبة إلى الدول المستوردة المتقدمة (أميركا، واليابان، ومنطقة اليورو)، أو لدول المتحولة (الصين، والهند، واندونيسيا، وغيرها) ، أما بالنسبة للدول المصدرة سيكون التأثير سلبيا عموما، وهو أمر يعكس ما يحدث في الدول المستوردة، ولكن ذلك سيكون بدرجات متفاوتة، بحسب نسبة مساهمة النفط في الناتج المحلي الإجمالي، وفي مداخيل الميزانيات الحكومية لهذه الدول، و بوجه عام ستنخفض مداخيل الدول المصدرة، وستكون ميزانياتها وحساباتها الجارية تحت ضغوط، وكذلك أسعار الصرف في بعض هذه الدول كروسيا، وفنزويلا، ونيجريا .

و فيما يخص تأثير انخفاض أسعار البترول على صناديق الثروة السيادية فهناك أيضا تباين في التأثير وفقا لتباين مصدر تمويل صناديق الثروة السيادية، و الجدول لموالي يبين نمو صناديق الثروة السيادية بنوعيها السلعية و غير السلعية في الفترة ما بين 2013 و 2016.

الجدول رقم (47): حجم صناديق الثروة السيادية في الفترة ما بين ديسمبر 2013 غاية سبتمبر 2016. الوحدة: تريليون دولار أمريكي

إجمالي أصول	نسبة باقي	نسبة الصناديق	باقي الصناديق	صناديق من النفط	الحجم الإجمالي	التاريخ
الصناديق الخليجية	الصناديق	من النفط او الغاز		و الغاز	للصناديق	
2,595	%42.64	%57.36	2,914	3,919	6,833	ديسمبر 2013
2,703	%43.64	%56.36	3,117	4,026	7,144	مارس 2014
2,756	%43.29	%56.71	3,150	4,126	7,276	جوان 2014
2,759	%43.45	%56.55	3,154	4,105	7,259	سبتمبر 2014
2,807	%43.21	%56.79	3,158	4,150	7,308	ديسمبر 2014
3,015	%42.01	%57.99	3,142	4,338	7,480	مارس 2015
3,012	%42.05	%57.95	3,142	4,330	7,471	جوان 2015
2,995	%41.99	%58.01	3,087	4,264	7,350	سبتمبر 2015
3,022	%42.60	%57.40	3,193	4,303	7,496	ديسمبر 2015 [*]
2,988	%57.27	%57.27	3,175	4,254	7,428	مارس 2016
2,987	%42.11	%57.11	3,190	4 ,247	7,437	جوان 2016

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على:

من خلال الجدول يتبين لنا أن صناديق الثروة السيادية العالمية و بالرغم من انخفاض أسعار البترول لأكثر من النصف إلا أن تأثير الانخفاض إلى الآن يضل محدودا ،و يمكن تقسيم هذه المرحلة إلى فترتين ، و هما :

⁻ Sovereign Wealth Fund Institute, "Sovereign Wealth Fund Rankings, Updated December 2015 (2013- 2014)

⁻ Sovereign Wealth Fund Institute, "Sovereign Wealth Fund Rankings "Updated June 2016(2015- Jun 2016)

^{* :} حجم صناديق الثروة السيادية لنهاية سنة 2015 تم تعديله بعد زيادة القيمة السوقية لأصول بعض الصناديق في سبتمبر 2016 .

- من جوان 2014 إلى جوان 2015: و تمثل هذه المرحلة السنة الأولى من الصدمة النفطية الحالية، والتي شهدت فيها الصناديق ارتفاعا يقدر بـ 195 مليار دولار في جوان 2015 مقارنتا بجوان 2014، ويرجع هذا النمو في هذه الفترة لنمو الصناديق الممولة من النفط بحوالي 204 مليار دولار، في حين انخفضت الصناديق الأحرى 8 مليار دولار، و يمكن إرجاع النمو في صناديق الثروة من مصادر نفطية خلال هذه الفترة بالرغم من انخفاض أسعار البترول لكون هذا الارتفاع هو نتيجة تراكم الموارد خلال النصف الأول من 2014 التي كانت فيها الأسعار مرتفعة .

-من جوان 2015 إلى جوان 2016: شهدت هذه الفترة انخفاضا به 34 مليار دولار ، و يرجع هذا الانخفاض في الفترة الأخيرة لانخفاض حجم الصناديق السيادية الممولة من النفط و الغاز به 83 مليار دولار منها 25 مليار دولار تراجع تخص صناديق الثروة السيادية التابعة لمنطقة الخليج العربي، في حين شهدت الصناديق السيادية الممولة بغير النفط و الغاز نموا قدره 48 مليار دولار أمريكي .

و يمكن إرجاع الانخفاض في حجم أصول صناديق الثروة الممولة من النفط و الغاز لاضطرار الدول المصدرة للنفط " مثل النرويج وروسيا والسعودية إلى السحب من الاحتياطيات وتسييل أصول صناديق الثروة السيادية التابعة لها لسد عجز الميزانيات " ، حيث بلغ حجم الأصول المسيلة " بنحو 16.2 مليار دولار بالربع الثاني من سنة 2016 ، مقارنة بـ 10.1 مليار دولار في الربع الأول من نفس السنة " 2 .

و تشير دراسة لشركة بريكين للأبحاث " Preqin " في تقرير لها لأوت 2016 " أن 45 بالمئة من الصناديق السيادية سجلت زيادة في الأصول على مدى الأثيني عشر شهرا حتى نهاية مارس، في حين سجل 36 بالمئة منها تراجعا، واستقرت أصول 19 بالمئة مقارنة مع مارس 2015 "4. (انظر الملحق 4) و الجدول الموالي يبين لنا أداء عينة من الصناديق النفطية خلال الصدمة النفطية الحالية :

¹: Preqin Global Infrastructure Report : **Sovereign Wealth Funds Investing in Infrastructure** , May 2016, p 1. ²: eVestment,Research Reports :**SWFs pull \$16.2 bln from external managers in Q2 as selling accelerates**, 19 August 2016, , Available at: (https://www.evestment.com/swfs-pull-16-2-bln-external-managers-q2-selling-accelerates/)

وندن وسنغافورة ولندن وسنغافورة : Preqin : 3 اکثر من 40.000 باحث في أکثر من 90 دولة ،تعمل من مکاتب نيويورك ولندن وسنغافورة : Preqin Global Infrastructure Report : Op-Cit, p3

الجدول رقم (48): عينة من صناديق الثروة السيادية من مصادر نفطية خلال الصدمة النفطية الحالية الجدول رقم (48): عينة من صناديق الثروة السيادية من مصادر نفطية خلال الصدمة النفطية الحالية

قيمة التغير	سبتمبر	جوان	فيفري	ديسمبر	أوت	الصندوق السيادي	الدولة
من أوت	2016	2016	2016	2015	2015		
2015							
3	885	850	824.9	824.9	882	صندوق معاشات التقاعد الحكومي-العالمي	النرويج
19	792	792	773	773	773	جهاز ابوظبي للاستثمار	ابوظبي
72.6-	598.4	598.4	632.3	632.3	671	مؤسسة النقد العربي السعودي (سما)	السعودية
0	592	592	592	592	592	الهيئة العامة للاستثمار	الكويت
79	335	335	256	256	256	جهاز قطر للاستثمار	قطر
6.4-	73.5	73.5	73.5	73.5	79.9	صندوق الضمان الاجتماعي الوطني	روسيا
23.2-	65.7	65.7	65.7	65.7	88.9	صندوق الاحتياطي	روسيا
4.3-	62	62	62	62	66.3	صندوق التنمية الوطنية من إيران	إيران
0	66	66	66	66	66	هيئة الاستثمار الليبية	ليبيا
0	66.3	66.3	66.3	66.3	66.3	شركة الاستثمارات البترولية الدولية	أبوظبي
0	66.3	66.3	66.3	66.3	66.3	شركة مبادلة للتنمية	أبوظبي
21	34	34	34	13	13	صندوق الاحتياطي العام	عمان
0	37.3	37.3	37.3	37.3	37.3	صندوق النفط الحكومي	أذربيجان
154.7	160	160	5.3	5.3	5.3	صندوق الاستثمارات العامة	السعودية

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على:

من خلال الجدول يتبين لنا أن هناك ثلاث فئات لصناديق الثروة السيادية الممولة من النفط و التي تأثرت بانخفاضه و هي :

- صناديق شهدت زيادة في الحجم كجهاز أبوظبي للاستثمار و جهاز قطر للاستثمار و صندوق الاحتياطي العام العماني و يعود هذا الارتفاع بالرغم من الأزمة إلى تحقيق هذه الصناديق لعائدات مالية من استثماراتها في الخارج بالإضافة إلى تبني حكومات هذه الدول سياسة تقشفية مكنتهم من تخفيض النفقات و تحقيق فائض ، حيث قامت كل من الإمارات العربية المتحدة وقطر ودول أخرى في المنطقة، بتقليص الإنفاق على عدد من مشروعات البناء، وخفضت دعم الطاقة لتقليص عجز الميزانية الناجم عن انخفاض أسعار النفط ، كما قامت بالاستغناء عن ألاف العمال في الشركات الحكومية و الشبه حكومية.

⁻ Sovereign Wealth Fund Institute, "Sovereign Wealth Fund Rankings, Largest Sovereign Wealth Funds by Assets Under Management", (by Updated August 2015, Updated December 2015, Updated February 2016, Updated June 2016, Updated September 2016.)

و يمكن إدراج في هذه الفئة صندوق معاشات التقاعد الحكومي-العالمي النرويجي الذي أصبح يحقق نموا ابتداء من الربع الثاني من سنة 2016 و هذا بعدما حقق انخفاضا في الحجم في الربع الرابع من سنة 2015 و قدره 57.1 مليار دولار ، و يمكن إرجاع انخفاض حجم الصندوق في الفترة الأولى لقيام " الحكومة النرويجية و لأول مرة في أكتوبر 2015 بسحب 25.2 مليار دولار نقدا من صندوقها السيادي لتغطية عجز الميزانية ولتحفيز النمو " أ، في حين يرجع الارتفاع في الفترة الثانية إلى تحقيق الصندوق لعائد " نسبته 4% في الربع الثالث من عام 2016 أي ما يعادل 30 مليار دولار ، مقابل 1.3% في الربع الثاني من العام نفسه " 2، و هذا الارتفاع في العائد يعود إلى ارتفاع أسعار كل من الأسهم والسندات والعقارات التي يديرها.

- صناديق لم يتغير حجمها ، و منها شركة الاستثمارات البترولية الدولية و شركة مبادلة للتنمية التابعين لإمارة أبوظبي و الهيئة العامة للاستثمار الكويتية و صندوق النفط الحكومي التابع لأذربيجان ، و يمكن إرجاع هذا الاستقرار في حجم الصندوق لعدم لجوء حكومات الدول التي ينتمي إليها الصندوق إلى استخدامها بعدما حققت توازن في ميزانياتها.

- صناديق شهدت انخفاضا في الحجم، و منها صندوق الضمان الاجتماعي الوطني و صندوق الاحتياطي الروسيان و صندوق التنمية الوطنية من إيران، حيث تعتبر الصناديق الروسية أكثر الصناديق تضررا بالصدمة النفطية الحالية بمجموع انخفاض قدر بـ 29.6 مليار دولار، و يعود هذا الانخفاض لاستخدام الحكومة الروسية لموارد الصندوقين من اجل دعم الإنفاق المحلي و هذا ما ينطوي على خطر استنفاد كامل لمدخرات الصندوقين في غضون سنوات قليلة إذا ما استمرت أسعار النفط عند المستويات الحالية، و نفس الشيء فيما يخص إيران و إن كان بدرجة اقل.

و فيما يخص المملكة السعودية فهي حالة خاصة حيث شهدت في نفس الوقت انخفاض في حجم مؤسسة النقد العربي السعودي (سما) بمقدار 72.7 مليار دولار، و زيادة في حجم صندوق الاستثمارات العامة 154.7 مليار دولار، فالانخفاض يفسر في قيام المملكة السعودية بتسييل أصول الصندوق من اجل سد العجز في الميزانية، أما فيما يخص نمو صندوق الاستثمارات العامة فهذا النمو

¹: Bernardo Bortolotti: **The Sky Did Not Fall Sovereign Wealth Fund**, **Annual Report 2015**, Centre for Applied Research on International Markets, Banking, Finance and Regulation, Sovereign Investment Lab, 2016.p 16, **Available at:**

⁽http://www.ifswf.org/sites/default/files/Publications/Bocconi%20SIL%202016%20Report.pdf)

^{2 :} حريدة الاقتصادية : صندوق الشروة النرويجي يحصد 30 مليار دولار في 3 أشهر، العدد 8399، الرياض، 90 أكتوبر 2016، على الرابط :(https://www.aleqt.com/2016/10/09/article_1092431.html):

في الصندوق جاء في إطار ما يسمى بـ "رؤية السعودية 2030 "، وتستهدف هذه الرؤية رفع أصول صندوق الاستثمارات العامة من 600 مليار ريال (160 مليار دولار)، إلى ما يزيد على سبعة تريليون ريال أي ما يعادل (1.9 تريليون دولار)، و هذا من أجل جعل الاقتصاد السعودي لا يعتمد على النفط خلال العشرين عاماً المقبلة.

فالتصور المقترح لهذا الصندوق يظُهر بصورة جلية جهود التنويع الاقتصادي في السعودية و هي الدول المنتجة الرئيسية للنفط، خاصة مع تقلبات أسعار النفط خلال العامين الماضيين، وعدم توقع عودتها لمستويات تتجاوز المائة دولار للبرميل، "حيث سيتم العمل على بيع جزء لا تتجاوز تقديراته حالياً 5% من أكبر شركة نفط عالمياً، وهي شركة "أرامكو" السعودية، في عام 2018، وتحويل أسهمها إلى صندوق الاستثمار العامي ستثمر داخل المملكة وخارجها، مع زيادة نسبة الاستثمارات الأجنبية للصندوق من 5% في الوقت الراهن إلى 50% بحلول عام 2020.

ومثل هذا التوجه سيؤدي إلى تقوية روابط الاقتصاديات المعتمدة في الوقت الراهن على النفط، بالاقتصاد العالمي، وتنويع العلاقة بينهما، بحيث لا تقتصر على توفير الطاقة الهيدروكربونية، والاستثمار في أدوات مثل الديون الحكومية الأجنبية، باير تنظر أن تمتد، في ظل التوجه الحالي، للاستثمار في أصول إنتاجية وشركات كبرى تُغطي مجالات أنشطة اقتصادية متنوعة ومؤثرة عالمياً، بما يعود بالفائدة على كل من الدول المالكة للصناديق، والدول التي تستثمر فيها هذه الصناديق أموالها أ.

و فيما يخص تأثير أزمة انخفاض أسعار النفط على الإستراتجية الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية فنجد أن

•	•						3 - 3
2015		20	14	2013			
48.0	27.6	68.6	32.9	49.3	16.9	الاستثمارات الآمنة	قيمة الاستثمار (مليار
	20.5		35.8		32.4	الاستثمارات الأخرى	دولار)
	186		133		173	عدد الصفقات	

الجدول رقم (49): استثمارات صناديق الثروة السيادية خلال الصدمة النفطية الحالية

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على:

في عام 2015، قامت صناديق الثروة السيادية بـ 186 صفقة بلغ إجمالي قيمتها وفقا للتقارير المعلنة من قبل الصناديق ما يقارب 48 مليار دولار أمريكي، وهذا بزيادة نسبتها 40 % في عدد الصفقات

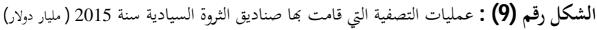
⁻ Bernardo Bortolotti and others: Op-Cit, p 16.

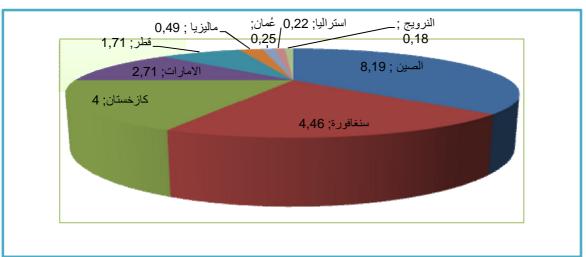
^{1 :} أحمد الصفتى: الخليج نموذجاً: مستقبل الصناديق السيادية في الاقتصاد العالمي، مركز المستقبل للأبحاث والدراسات المتقدمة، 7 ماي, 2016 .

مقارنتا بسنة 2014 ، و انخفاضا بنسبة 30 % من حيث قيمة الاستثمارات ، مع الإشارة لكون قيمة الاستثمارات لسنة 2015 هي الأدنى منذ عام 2010، و هذا ما يعني أن صناديق الثروة السيادية أصبحت تقوم بصفقات صغيرة إلى متوسطة القيمة، حيث " اختفت تقريبا الصفقات الضخمة. و أصبحت قيمة الصفقات المعلنة لا تزيد على 4 مليار دولار "1"، و هذا ما يعكس اثر انخفاض أسعار النفط على عدد و قيمة الصفقات.

أما فيما يخص التوزيع القطاعي للصفقات، فنلاحظ زيادة في نسبة استثمارات صناديق الثروة السيادية في الاستثمارات الآمنة و المتمثلة في الاستثمار في القطاع العقاري و المرافق الفندقية والسياحة والبنية التحتية لتبلغ سنة 2015 ما نسبته 56.9 % من قيمة الاستثمار و 25.8 % من عدد الصفقات، و يعود هذا التزايد لما تقدمه هذه الاستثمارات من حماية طويلة الأجل من تذبذبات أسعار الفائدة في السوق العالمية كما تسهم في تنويع محافظ الصناديق ، وإن كان ذلك على حساب زيادة خطر السيولة.

و بالرجوع لعمليات التصفية (تسييل الأصول) التي قامت بها صناديق الثروة السيادية خلال الأزمة الحالية لانخفاض أسعار البترول، فكانت سنة 2015 كالتالي:





Source: Bernardo Bortolotti: Op-Cit, p 17.

قدرت عمليات التصفية من قبل صناديق الثروة السيادية خلال سنة 2015 "ب 70 عملية في عام 2015، أي ما قيمتها 22.46 مليار دولار، من المستغرب أن نجد أن أقل من نصف عمليات التصفية

146

¹: Bernardo Bortolotti: Op-Cit, p 5.

من حيث القيمة حوالي 9 مليار دولار قامت بها صناديق الثروة السيادية الممولة من السلع الأساسية؛ في حين القسم الأكبر من حيث القيمة قامت بهاكل من سنغافورة والصين، و نجد من بين الاقتصادات التي تعتمد على النفط، كازاخستان التي قامت بتصفية أصول قيمتها 4 مليار دولار.

وعلى صعيد القطاعات، تتركز التصفيات معظمها في قطاعات المالية والعقارات، و المقدر عددها ب 14 تصفية بقيمة 10.2 مليار دولار هي من القطاع المالي، جزء من تلك الصفقات (5 تصفيات بقيمة 7.3 مليار دولار) قامت بما مؤسسة الصين للاستثمار حيث باعت حصص في المؤسسات المالية المحلية " 1.

و لقد شهدت سنة 2015 أيضا زيادة اعتماد صناديق الثروة السيادية على الاستثمارات المشتركة، حيث مثلت هذه الأخيرة" ما نسبته 50 % من قيمة الصفقات المعلن عنها و البالغة 24.4 مليار دولار " 2.

قبل الحديث عن مستقبل صناديق الثروة السيادية يجب الإشارة لكون التوقعات الخاصة بتطور أسعار النفط تشير إلى بقاء الأسعار عند مستويات منخفضة، "حيث يفترض ان يبلغ متوسط أسعار النفط 43 دولار للبرميل في عام 2016 و على المدى المتوسط، من المتوقع ان يكون أي تعافي أحر في أسعار النفط محدودا، حيث تشير أسواق العقود المستقبلية إلى الأسعار ستظل دون 60 دولارا للبرميل بحلول عام 2021 " 3.

و على ضوء ما سبق، فمن المرجح استمرار ارتفاع معدل تراكم الأصول لدى صناديق الثروة السيادية في بلدان آسيا الصاعدة – ومعظمها من البلدان المستوردة للنفط – لكونها سوف تحقق فوائض في ميزان مدفوعاتها بسبب انخفاض وارداتها من الطاقة ، في حين سينخفض بالنسبة لصناديق البلدان المصدرة للنفط، ومما لا شك فيه، أن هذا الأمر يتوقف في جانب كبير منه على الخيارات الإستراتيجية لتوزيع الأصول والتي تتخذها كبرى صناديق الثروة السيادية في البيئة الحالية التي تتسم بأسعار النفط المخفضة.

¹: Bernardo Bortolotti, Veljko Fotak, Giacomo Loss: Op-Cit, p.17.

²: Bernardo Bortolotti : Op-Cit, p 3

^{3 :} صندوق النقد الدولي : **منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا وأفغانستان وباكستان** ، أكتوبر 2016 ، ص 1 .

خلاصة الفصل:

لقد استطاعت صناديق الثروة السيادية التكيف مع مختلف التحديات المتلاحقة بفعل الارتفاع في أسعار النفط العالمة، إذ شهدت تلك الصناديق تدفقاً غير مسبوق للسيولة المالية، عملت على زيادة استكشاف فرص الاستثمار خارج أنساق الاستثمارات التقليدية و أنماطها، و إلى توزيع المخاطر على فئات أصول مختلفة، وقطاعات صناعية، ومناطق جغرافية متباينة، وخلال السنوات الأخيرة أصبحت الصناديق أكثر نشاطاً كمستثمرين استراتيجيين عبر محاولة تنويع اقتصادياتها الوطنية بعيدا عن النفط والغاز الطبيعي بوصفها مصدرين رئيسين للدخل.

و تشكل تلك الوفرة في الاحتياطات المالية عامل استقرار لاقتصادات الدول النفطية إثر تراجع أسعار النفط العالمية إلى ما دون 50ولاراً أمريكياً للبرميل خلال عام 2014 ومطلع العام الجاري، إذ ألقت أزمة انخفاض أسعار النفط عالمياً بظلالها على الميزانيات العامة لهذه الدول ، وعملت على خفض مستوى تدفق الاحتياطيات المالية لصناديق الثروة السيادية منذ مطلع عام 2015 الجاري.

أن الخطوة التالية بالنسبة إلى صناديق الثروة السيادية لكي تستمر في لعب دور في أسواق المال العالمية، تعديل الاستراتيجيات الاستثمارية للحد من المخاطر المترتبة على الأزمة الحالية لأسعار النفط، وتعظيم العوائد من خلال التوجه إلى الأسواق الأكثر تحقيقاً للعوائد، ويبرز في صدارتها الأسواق الصاعدة، وعلى رأسها الهند والصين، فضلاً عن الأسواق المحلية والإقليمية التي يتوقع لها أن تجتذب المزيد من استثمارات الصناديق السيادية.

الفصل الثالث: صناديق الثروة السيادية، ومتطلبات الحوكمة

المبحث الأول: تنامي المخاوف الغربية حيال صناديق الثروة السيادية. المبحث الثانى: الجهود الدولية حيال المخاوف الغربية.

المبحث الثالث: صناديق الثروة السيادية في ظل مبادئ سانتياغو.

تمهيد:

لطالما كانت رؤوس أموال الدول النفطية بصفة عامه، و فوائض الدول العربية المنتجة للنفط بصفة خاصة، تمثل إحدى القضايا الهامة التي تشغل بال الباحثين و السياسيين في الدول الغربية، ففي السبعينات القرن الماضي أثارت الفوائض النفطية أو ما كان يسمى بالبترودولار مخاوف الدول الغربية و ظهرت في ذلك الوقت ردود فعل حمائية، و مع الطفرة النفطية الثالثة أدى صعود صناديق الثروة السيادية في منتصف العام 2007 وحتى بداية العام 2008 و استحواذها على الكثير من الحصص في الشركات الغربية. إلى نقاش مكتف في أوروبا والولايات المتحدة، و تركز الجدل الدائر حول صناديق الثروة السيادية على التهديد الذي تمثله هذه الصناديق على الاقتصاد العالمي بصورة عامة، و على التصاديات الأسواق المتقدمة بصورة أكثر تحديدا، و هذا ما استوجب تحديد مجموعة من الممارسات التي من شأنها أن تضفي مزيدا من الوضوح على عمليات صناديق الثروة السيادية، ودعم هذه العمليات في الوقت نفسه.

وسنعالج هذا الفصل من خلال التطرق إلى:

- تنامى المخاوف الغربية حيال صناديق الثروة السيادية
 - الجهود الدولية حيال المخاوف الغربية
 - صناديق الثروة السيادية في ظل مبادئ سانتياغو

المبحث الأول: تنامى المخاوف الغربية حيال صناديق الثروة السيادية

قد نشأت صناديق الثروة السيادية منذ عقود كثيرة و ظلت لفترة طويلة غير معروفة لدى الجمهور، إلا أن هذا الوضع المبهم نسبيا تغير فجأة في 2006، عندما ثار الجدل بشأن " محاولة شركة دبي العالمية للموانئ شراء عمليات إدارة الموانئ في ست محطات بحرية كبرى في الولايات المتحدة، و أثارت محاولة الشراء المقترحة مخاوف تتعلق بالأمن الوطني في الولايات المتحدة، وسرعان ما أدى ذلك إلى نقاش أوسع نطاقا بشأن أدوار و مسؤوليات هيئات الاستثمار السيادية. وفي الوقت نفسه شرعت عدة صناديق سيادية في تكديس العملات الأجنبية وفوائض المالية العامة، واستثمارها بنشاط في أصول مالية أجنبية. وفجأة صعدت هذه الصناديق باعتبارها فئة كبرى من الكيانات الاستثمارية المؤسسية العابرة للحدود، واجتذبت هذه التطورات اهتماما كبيرا في مجال السياسات والتجارة أ.

أولا: تاريخ المخاوف الغربية اتجاه صناديق الثروة السيادية:

ثمة أوجه تشابه بين الطفرتين النفطيتين في السبعينات و الطفرة النفطية الثالثة في الفترة بين 2003 و 2008 ، ففي كلا الحالتين ، أثار الارتفاع المفاجئ للفوائض النفطية المخاوف، في الوقت نفسه الذي استعين بمذه الأموال من اجل إنقاذ النظام العالمي .

1. الوقائع التاريخية حيال المخاوف الغربية:

التاريخ مليء بالإحداث الناتجة عن المخاوف الغربية حيال ماكان يسمى بالبترودولار إما لأسباب و حجج سياسية أو اقتصادية، حيث كان هناك اعتقاد راسخ لدى الرأي العام هناك من أن هذه الأموال ليست من حق الدول العربية و إنما هي جزء مغتصب من حقوق الدول الصناعية . و قد استخدم كثير من أعضاء مجلس الشيوخ الأمريكي، بل و الوزراء أنفسهم، عبارات " ابتزاز الأموال " و " السرقة بالإكراه " لوصف عملية إعادة تقييم أسعار النفط . 2

وسوف نستعرض بعض المواقف الغربية حيال استثمارات الدول النفطية خلال السبعينات و الثمانينيات فيما يلي:

 $^{^{1}}$: أودايبر داس، و وآخرون، ، مرجع سابق ، ص 10 .

² : على لطفي : إستراتيجية البترول العربي في الربع الأخير من القرن العشريين ، مجلة البحوث و الدراسات العربية ، العدد السادس ،لبنان، 1974، ص 59.

-موقف الولايات المتحدة الأمريكية:

كانت مجمل مخاوف الولايات المتحدة الأمريكية آنذاك ذات الطابع السياسي تتمحور حول احتمال استخدام الأرصدة النفطية في الصراع ضد الولايات المتحدة و إسرائيل، و جاء قانون الصلاحيات الاقتصادية خلال الأزمة الدولية في ديسمبر 1977، " و يمكن هذا القانون رئيس الجمهورية من السيطرة على الأموال في الوقت الذي يرى فيه أن هناك ما يشير لاحتمال سحبها من الاقتصاد الأمريكي " أ ، و هكذا فقدت الدول المالكة لهذه الأرصدة القدرة على السيطرة عليها .

و هذا ما أكده " فرد بيرجستون " نائب وزارة الخزانة الأمريكية " ردا على تساؤل إحدى لجان الكونغرس في 26 يونيو 1979 حول الأخطار التي يمكن أن تصيب الاقتصاد الأمريكي من جراء سحب مفاجئ من الأقطار العربية النفطية لودائعها " 2.

أما من الناحية الاقتصادية فكانت هناك تعبيرات لدي الرأي العام الأميركي من أن العرب اخذوا يسيطرون على مساحات زراعية أميركية ضخمة، " فلقد كان من الشائع في الماضي خلال السبعينات تقدير عدد الأيام من إنتاج النفط العربي التي تلزم لشراء شركة IBM بالكامل هو 210 يوم أو لشراء كل المساحة الزراعية في ولاية ايوا هو 374 يوم "3.

وفي نفس السياق ، كانت مجلات الأعمال تتساءل "كم من الوقت سيستغرق الأمر قبل أن تصبح الأموال العربية قادرة على شراء كل وول ستريت " ⁴.

- موقف الدول الأوروبية:

كان الوضع مشابحا في الدول الأوربية حيث برزت للوجود آنذاك عدة مواقف معادية للاستثمارات العربية ، فجاء أبرزها على لسان المستشار الألماني هيلموت شميت "Helmut Schmidt" في 13 ديسمبر 1974 قائلا " لن نسمح للأموال العربية بأن تستثمر في القطاعات الحساسة و المؤثرة في الأمن القومي " 5.

⁹⁰ ص ، عبد الخالق فاروق ، مرجع سابق ، ص 1

² : نفس المرجع السابق، ص 93

³ : باشا زكريا عبد الحميد ، مرجع سابق، ص 150.

^{4 :} وردة .أ. إبراهيم : صنادق الثروة السيادية الازدهار و الهبوط الحاد ، إدارة الثروة السيادية العربية في زمن الاضطراب وما بعده ، الفصل الرابع ، مركز كارنيغي للشرق الأوسط، العدد 16 ، أبريل 2009 ، ص 25 .

 $^{^{5}}$: عبد الخالق فاروق، مرجع سابق، ص 90

و نفس الموقف اتخذته بريطانيا ، حيث قامت رئيسة الوزراء البريطانية مارغريت تاتشر بإلزام حكومة الكويت ممثلة بالهيئة العامة للاستثمار في ثمانينيات القرن الماضي، بيع جزء من أسهمها في شركة النفط البريطانية" (British Petroleum (BP) البالغة 21.6 بالمئة * لاعتبارات أمنية و إستراتيجية، و هذا بعدما ثارت الحكومة البريطانية، و كلفت الهيئة المختصة بمنع الاحتكارات بدراسة الموضوع لإيجاد مخرج ، و فعلا ، قررت هذه الهيئة أن النسبة التي أصبحت الكويت تملكها في شركة BP تحدد المصلحة القومية لبريطانيا ، و أنها يجب ألا تزيد على 9.9 بالمئة ، و هذا ما حصل فعلا ، حيث اضطرت الكويت إلى بيع النسبة الباقية إلى الشركة نفسها"1.

و قبل ذلك ،لم تقدم الكويت على أية استثمارات أخرى في العقارات البريطانية منذ شرائها شركة سانت مارتن في عام 1974 الذي دعا إحدى الصحف البريطانية إلى كتابة " العرب قادمون "كخبر رئيسي في صدر صفحاتها .

و لم يسلم المستثمرين الخواص من المخاوف الغربية فقد "تغاضى احد رجال الأعمال السعوديين عن خطة شراء احد بنوك كاليفورنيا بعد أن اعترض حاملو الأسهم عن الاحتمالات المستقبلية للملكية العربية ، و قد رفض احد رجال الأعمال السعوديين شراء" شركة أميركية رئيسية في حاجة ماسة لسيولة مالية و ذلك بسبب خوفه من الحذر الذي يمكن أن ينجم عندما يعلم الجمهور أن سلعة منزلية تحمل اسما مشهورا أصبحت ملكيتها عربية "2.

و في الواقع و كرد على الادعاء القائل أن الفوائض المالية كانت تمثل أداة ضغط سياسية على الولايات المتحدة بصفة خاصة و دول الغرب بصفة عامة ، فإن تراكم معظم الاستثمارات الدول العربية النفطية منها في الولايات المتحدة الأمريكية كانت تمثل وسيلة ضغط سياسية على الدول العربية بدلا من أن يكون أداة ضغط لدى الدول العربية ، حيث كانت هذه الأخيرة أكثر دبلوماسية في التعبير عن استيائها من مواقفهم و أكثر ترددا في توجيه النقد المباشر لسياساتهم و اقل حدة و شجاعة في ردود الأفعال تجاه تحيزهم، و قد يكون ذلك بدافع الخوف من فقدان هذه التراكمات

^{*:} قامت الحكومة الكويتية ممثلتا بالهيئة العامة للاستثمار بشراء هذه الحصة من BP أثناء موجة الخصخصة في المملكة المتحدة خلال الفترة ما بين العامين 1979 و 1987، و قد استطاعت الحكومة الكويتية أن تشتري ما يقارب 21.6 % من أسهم هذه الشركة، مستفيدة من الفرص الاستثمارية

^{1:} يوسف خليفة اليوسف: مجلس التعاون الخليجي في مثلث الوراثة و النفط و القوى الأجنبية ، مرجع سابق ، ص 228.

 $^{^{2}}$: باشا زکریا عبد الحمید : مرجع سابق ، ص 2

النقدية أو حرمانها منها بأسلوب أو بأخر كالتجميد مثلا ،كما حدث عندما قامت الولايات المتحدة الأمريكية بتجميد الأرصدة الإيرانية .

أما عن الادعاء الثاني بأن استثمارات الدول النفطية في الغرب كان من الممكن تمثل مدخلا للسيطرة الاقتصادية، فإنه و بالرغم من ضخامة الاستثمارات الحكومية العربية آنذاك إلا أنها لم تكن " تزيد عن نسبة واحد بالمائة من إجمالي الاستثمارات الأجنبية المباشرة ، و نسبة ثلاث بالمائة فقط من المساحة الزراعية الأمريكية تتبدل ملكيتها سنويا، و خمسة بالمائة فقط من هذه الثلاث بالمائة يشتريها أجانب، و واحد بالمائة فقط من هذه الخمسة يشتريها عرب" ، و بذلك فانه لا يمكن اعتبار هذه النسبة الضئيلة تعبيرا عن السيطرة على الاقتصاد الغربي آنذاك.

2. المخاوف الغربية و أثرها على توجهات الاستثمارات العربية:

في ذلك الوقت ، و لتجنب رد فعل حمائي، كان على مديري الثروات العربية أن يظهروا أنهم مسؤولون حيال إعادة تدوير عائدات النفط، و قد تم التخفيف من الضجة بسبب الركود الاقتصادي في الغرب .

و لقد حُصرت الاستثمارات العربية آنذاك في عدد قليل من الاستثمارات البارزة ، و تم وضع قدر كبير من الفوائض النفطية في البنوك العالمية، أو استخدمت لشراء سندات الخزانة الأميركية، و يعود ذلك لكون تدفق الفوائض العربية إلى أسواق الدول الصناعية، و بالأخص الولايات المتحدة الأميركية، لم يتوفر لها فرصا كافية للاستثمار المباشر. فبالإضافة إلى القيود التي كانت مفروضة على هذا النوع من الاستثمار استحدثت قيودا أخرى أصبح بعضها فيما بعد قوانين نافذة المفعول. و قد أدت هذه القيود و العراقيل إلى إيداع القدر الأكبر من الفوائض النقدية في البنوك التجارية، و توجه الجزء الباقي نحو مجالات الاستثمار في العقارات و في أسواق الأوراق المالية. و لم يخل هذا النشاط من وجود بعض المشاكل و القيود . ففي أسواق الأسهم لا يمكن أن يتعدى الشراء نسبة مئوية صغيرة وجي لا تتأثر الملكية الوطنية خاصة في مؤسسات الصناعة العسكرية و التكنولوجية المتقدمة، و قد يتطلب الأمر أحيانا الحصول على موافقة حكومية قبل إتمام بعض الصفقات كبيرة الحجم. أما أسواق السندات، فإن التعامل فيها يتطلب قدرا من الحيطة و الخذر نظرا لأن بعضها لا يمكن تداوله بحرية السندات، فإن التعامل فيها يتطلب قدرا من الحيطة و الخذر نظرا لأن بعضها لا يمكن تداوله بحرية

154

باشا زكريا عبد الحميد : مرجع سابق ، ص 150

كافية، كما هو الحال في بعض السندات الحكومية. كما أن الاستثمارات في العقارات لم تخل من وجود بعض المشكلات التي تمثلت إما في أسعار مغالى فيها، أو في قيود مفروضة 1.

3. تجدد المخاوف مع الطفرة النفطية الثالثة:

لوضع مشابه لفترة الطفرتين الأولى و الثانية تم في عام 2005 " إحباط محاولة من جانب مؤسسة "Unocal" للاستحواذ على شركة "Unocal" النفطية" 2 ، و في العام الموالي، فتحت قضية شراء شركة موانئ دبي العالمية ستة موانئ أميركية من شركة " 4 البريطانية أحدلاً كبيراً على المستوى الشعبي و السياسي الأمريكي ، حيث واجهت " الشركة دعوى قضائية ضدها ، كما اعترضت إحدى لجان مجلس النواب الأمريكي ضد الصفقة باعتبار أن وضع الموانئ الأمريكية في أيدي جهات شرق أوسطية يهدد امن الولايات المتحدة 6 ، حيث شكلت صفقة الشراء من شركة عربية تابعة لحكومة إسلامية مرافئ أميركية، وجهاً جديداً للصراع الدائر بعد 11 سبتمبر 2001، و المتعلق بالحرب ضد الإرهاب، و أرغمت شركة موانئ دبي بعد ذلك و استجابة لطلب حكومة الإمارات للعلاقة الوثيقة التي تربط بين واشنطن و أبو ظبي على بيع الموانئ الأمريكية الشركة " AIG " للاستثمار العالمي و هي شركة أمريكية، وهذا لتهدئة المخاوف الأمريكية المتعلقة بالأمن القومي التي أثارها بعض الساسة في الولايات المتحدة.

و في 18 جانفي 2008، و عندما بدأ مستثمرون من الصين و منطقة الخليج في شراء أسهم البنوك تساءل جيم كريمر"Jim Cramer "، ابرز محلل في شبكة تلفزيون الكابل للأخبار المالية "CNBC": هل نريد أن يمتلك الشيوعيون البنوك أو الإرهابيون ؟ " تم سارع إلى الرد: " سوف اقبل أيا من ذلك ، كما اعتقد ، لأننا يائسون جدا. و قد عبرت كريستين هالفورسين وزيرة مالية النرويج آنذاك، و هي الدولة التي تملك اكبر صندوق ثروة سيادية، عن هذا الموقف المستجد بقولها: " أنهم لا يحبوننا " و لكنهم يريدون أموالنا " 4.

^{. 148} من ، المرجع السابق ، ص 1

²: Warde brahim A.: **Sovereign Wealth Funds and the Politics of Boom and Bust**, Managing Arab Sovereign Wealth in Turbulent Times—and Beyond, Chapter 4, Carnegie Middle East Center; Number 16, April 2009,p21 * : للاطلاع أكثر على قضية موانئ دبي انظر : دانيا قليلات الخطيب: اللوبي العربي في الولايات المتحدة: عوامل النجاح والفشل ، مجلة المستقبل العربية .

^{3 :} حسين عبد الله : السعر الحقيقي للنفط و استثمار الفوائض النفطية ، شؤون عربية ،تصدر عن الأمانة العامة لجامعة الدول العربية ، العدد 150 : مسين عبد الله : 100 ، ص 218

⁴: Warde brahim A.: Op-Cit, p 21.

ثانيا: المواقف الغربية حيال نشاط صناديق الثروة السيادية:

يتركز معظم الجدل الدائر حول صناديق الثروة السيادية على التهديد الذي قد تمثله هذه الصناديق على الاقتصاد العالمي بصورة عامة، وعلى اقتصادات الأسواق المتقدمة بصورة أكثر تحديدا.

1. المواقف الأكاديمية حيال صناديق الثروة السيادية :

مع أن صناديق الثروة السيادية قد برزت إلى حيز الوجود منذ عقود، كما ذكرنا سابقا، إلا أنها لم تستحوذ على اهتمام كبير و متزايد إلا خلال السنوات القليلة الماضية . و فيما كان الاهتمام بهذه الصناديق يتعاظم في أوساط الأكاديميين و السياسيين ، بالتوازي مع تصاعد حجم أصول هذه الصناديق و تدفقاتها المالية في البنوك الأميركية و بنوك أوروبا الغربية ، التي كان بعضها يعد هذه التدفقات احد أهم مصادره ، فقد وصل الاهتمام بها إلى مستوي نوعي جديد بعد نشر الفانيشال تايمز في 29 جويلية 2007 مقالة كتبها لورانس سامرز " " Lawrence Summers " و قال فيها " أن صناديق الثروة السيادية تمز منطق الرأسمالية " أ. و أثارت المقالة اهتماما بالغا، و بالرغم من ادعائه بأن مقالته لا تمدف إلى اقتراح سياسة إلا انه يلمح إلى أن المخاطر التي تطرحها صناديق الثروة السيادية " يمكن تخفيف حدتما إذا تم تشغيل هذه الصناديق عبر وسطاء مهنيين في الاستثمار، كما هو حال معظم رؤوس الأموال المؤسسية مال أوقاف و صناديق التقاعد " 2.

و يعود السبب الرئيس الذي دفع سامرز لطرح هذا الاقتراح لا يقتصر على الاعتبارات الاقتصادية فحسب، مثل إلغاء الفوارق بين الأهداف المالية الضيقة و بين الاقتصاد الكلي الواسع، بل يشمل أيضا اعتبارات سياسية، و على حد تعبيره: " يعتمد منطق النظام الرأسمالي على قيام حملة الأسهم بدفع الشركات إلى تحقيق القيمة القصوى لأسهمهم، و ليس من الواضح أن ذلك سيكون بمرور الزمن هو دافع الحكومات الوحيد بوصفها من حملة الأسهم. فقد ترغب هذه الحكومات في أن ترى شركاتها الوطنية و هي تتنافس بفعالية، أو أن تكتسب التكنولوجيا أو أن تحقق النفوذ "3.

^{* :} لورانس سامرز : أستاذ للاقتصاد في جامعة هارفرد ، و مستشار سابق في إدارة بوش و يعمل الآن مستشارا في إدارة اوباما .

¹: Lawrence Summers: **Sovereign wealth funds shake the logic of capitalism.**, Financial Times, July 29, 2007, Available at: (.https://next.ft.com/content/bb8f50b8-3dcc-11dc-8f6a-0000779fd2ac)

 $^{^{2}}$: راشد بن حمد الشرقي: مرجع سابق ، ص 25

³: Lawrence Summers, Op-Cit.

في وقت لاحق ، نوقشت بصورة موسعة تلك المخاوف التي أثارها سامرز من جانب العديد من الباحثين الأكاديميين و مستشاري السياسة ، بمن فيهم هربرت لندن "Herbert I. London" ، رئيس معهد هدسون، و إدوين ترومان من معهد بيترسون. ففي مقال نشره هربرت في 24 سبتمبر 2007، استنكر عدم اكتراث الإدارات الأمريكية المتعاقبة بما توفر للصين و الدول المنتجة للنفط من فائض في تعاملها مع الولايات المتحدة، و ناقض الرأي القائل أن هذه الفوائض سيرد إلى الولايات المتحدة في صورة استثمارات، و مضى محذرا في قوله: "إلى أي مدى يجوز للأجانب الحصول على الأسرار الفنية والتأثير على الرأي الأمريكي"، و ذكر عدة أمثلة لتبيان وجهة نظره و منها : أن الاستثمارات السعودية تمدف للتأثير على الرأي العام الأمريكي حول قضايا الشرق الأوسط عموما و إسرائيل على وجه التحديد "1.

أما ترومان، الذي كان له الدور الرئيسي في رسم تنسيق سياسي عالمي حول صناديق الثروة السيادية، و في مقال نشر في أوت 2007 أوضح بجلاء شديد قبوله فكرة الفضاء المتكامل و المتوازن بشكل متساوي، وأن دخول صناديق الثروة السيادية إلى هذا الفضاء هو مزعزع محتمل لاستقراره:" إن وجود أرصدة كبيرة عابرة للحدود بين أيدي جهات رسمية يتعارض بشدة مع مفهوم اليوم للاقتصاد العالمي و النظام المالي القائم على السوق، و الذي تكون صناعة القرار فيه بدرجة كبيرة بين أيدي العديد من فعاليات القطاع الخاص الساعية لتحقيق أهداف تجارية"، و في نفس السياق، يلاحظ ترومان أن التهديد المحتمل الذي تمثله صناديق الثروة السيادية للاقتصاد العالمي القائم على السوق لا

^{* :} يقول سامرز في مقاله : "كان الهبوط الحاد في نطاق ملكية الدولة المباشرة للأعمال التجارية بسبب استيلاء القطاع الخاص على الشركات التي كانت تملكها الدولة في السابق من أهم الأحداث في ربع القرن الأخير ، غير أن الحكومات تقوم الآن بتجميع أنواع مختلفة من أموال الرهونات التي

كانت تملكها الشركات الخاصة فيما مضى خلال أنشطتها الاستثمارية العابرة للحدود، إلى حد أصبحت معه صناديق الثروة السيادية تسلك مسالك عتلف عن تلك التي تسلكها رؤوس الأموال الكبيرة الأخرى. ولا بد من دراسة الأسباب و الدوافع من وراء ذلك. إن أكثر الأسباب معقولة السعي نحو أهداف خلاف تعظيم العائدات المعدلة وفق المخاطر و القدرة على استغلال وضعية الدولة لزيادة العائدات هي أيضا الأكثر إثارة للشكوك من وجهة نظر النظام العالمي". منشور في صحيفة فاينانشال تايمز.

^{*:} من بينهم :

⁻Henry A. Kissinger and Martin Feldstein, :**The Rising Danger of High Oil Prices**, ,International Herald Tribune, September 15, 2008;

⁻Niall Ferguson: **An Empire at Risk**, Newsweek, December 7, 2009, p. 34;

⁻ C Fred Bergsten: **The Dollar and the Deficit, Foreign Affairs**, November/December 2009;

⁻ Robert M. Kimmitt, Public Footprints in Private Markets: Sovereign Wealth Funds and the Global Economy, Foreign Affairs, January/February 2008.

¹: Herbert I. London: **Foreign Investments Can Endanger National Security**, September 24, 2007, Available at: (http://london.pundicity.com/1548/foreign-investments-can-endanger-national-security)

² :Edwin M. Truman . : **Sovereign Wealth Funds: The Need for Greater Transparency and Accountability** , Peterson Institute for International Economics, Privacy Policy, August 2007,. p p 3-4 .

يعد تمديدا حقيقيا إذا أخذنا في الاعتبار التشابهات العديدة بين صناديق الثروة السيادية و بين مؤسسات الاستثمار الخاص، و يقول في ذلك: " إن الأنشطة الحكومية الاستثمارية الأجنبية تشبه إلى حد كبير أنشطة كيانات القطاع الخاص فيها يتعلق بالأهداف و الإدارة و الدوافع. و بصورة أدق، لا تختلف أهداف و أنشطة بعض صناديق الثروة السيادية كثيرا عن أنشطة و أهداف صناديق التقاعد في القطاع الخاص أو الحكومي و لا عن أهداف و أنشطة الشركات الاستثمارية التي تدير محافظ أصول خاصة تخدم أغراضا مشابحة "أ و مع اعتراف ترومان بالتداخلات و بالتشابه الكبير بين صناديق الثروة السيادية و وسائل الاستثمار الأخرى ، كصناديق التقاعد مثلا ، إلا انه يوافق طرح سامرز حول صناديق الثروة السيادية.

و لقد تبني ستيفن ايزمان "Steven R. Weisman" الصحفي و المختص في السياسة و الاقتصاد من صحيفة نيويورك تايمز نفس الطرح الذي جاء به ترومان و هذا في مقاله" قلق حول توجه صناديق الثروة السيادية إلى واشنطن" و الصادر في أوت 2007، حيث أبدى قلقه من الحجم و النمو المحتمل لهذه الصناديق، و أشار لعدة وقائع و منها لاضطرابات سياسية ناجمة عن صناديق الثروة السيادية كالتي حدثت بعد شراء تيماسيك القابضة، التابعة لسنغافورة لحصة في الشركة التي يملكها رئيس وزراء تايلاند تاكسين شيناواترا "Thaksin Shinawatra". و التي أدت إلى تغذية المظاهرات المناهضة للحكومة و منه الإطاحة بالرئيس في انقلاب عسكري في عام 2006، و اعتبرها دليل على أن صناديق الثروة السيادية لها إستراتيجية جيوسياسية خفية في استثماراتها"2.

مع مرور الزمن تركز النقاش أكثر على فكرة غياب الشفافية و تأثير ذلك على الإقتصادات الغربية بصفة خاصة و الاقتصاد العالمي بصفة عامة، وركزت اغلب الدراسات على كون صناديق الثروة السيادية تفتقر لأهم مقومات الراسخة في أسواق رأس المال الكفؤة (الفعالة، الحرة) التي تعكس كل المعلومات المتاحة، و بغياب الشفافية و الذي يعد عامل أساسي للأسواق الكفؤة سوف تؤدي صناديق الثروة السيادية إلى زعزعت هذه الأسواق، و في هذا الصدد يرى جوشوا كورلانتزيك "Joshua Kurlantzick" أنه: " بسبب التكتم و أسلوب الإدارة المنغلق، تمكنت صناديق الثروة السيادية من شراء أصول في جميع أنحاء العالم دون أن يعلم المستثمرون الآخرون بذلك، مما يضاعف السيادية من شراء أصول في جميع أنحاء العالم دون أن يعلم المستثمرون الآخرون بذلك، مما يضاعف

¹: Edwin M. Truman .: Op-Cit, p 6.

^{2:} Steven R. Weisman, :Concern about 'sovereign wealth funds' spreads to Washington , The New York Times, AUG. 20, 2007, Available at: (http://www.nytimes.com/2007/08/20/business/worldbusiness/20iht-wealth.4.7186699.html) . ابحث في شؤون دول جنوب شرق آسيا. "Joshua Kurlantzick": باحث في شؤون دول جنوب شرق آسيا.

الشكوك و التقلبات التي تكتنف أسواق المال التي تسعى جاهدة لفهم استثمارات الأسهم الخاصة و صناديق التحوط و الجهات الفاعلة الجديدة الأخرى، فشراء أبوظبي حصة في سيتي جروب على سبيل المثال فاجأ العديد من الخبراء في وول ستريت الذين لم يتوقعوا بيع هذه الحصة. هذا النقص في الشفافية سوف يعيق قدرة الشركات المالية الشفافة على المنافسة مع صناديق الثروة السيادية"1.

و في دراسة قامت بها مجموعة نورتون روز * في جوان 2008 ذكرت عدة فعاليات من القطاع الخاص أن صناديق الثروة السيادية تدفعها معايير سياسية و ليس معايير الربح و الخسارة و في المقابل " رأت اغلب صناديق الثروة السيادية أن العائد الاقتصادي الأعلى هو أهم معاييرها الاستثمارية، و انقسم المستجوبون من غير صناديق الثروة السيادية حول فكرة أن أهداف الصناديق السيادية هي العائدات"2.

وحتى من دون دوافع سياسية ظاهرة للعيان، فإن من المحتمل أن تظل هذه الصناديق مصدر إزعاج للأسواق المالية عند اتخاذها قرارات استثمارية، لأن الفعاليات الأخرى لا تأخذ الضبابية هذه القرارات و غموضها في الاعتبار بالقدر الكافي. و يقول هيمفل في هذا السياق: " بما ان هذه الصناديق غالبا ما تمثل أحجامها مالية ضخمة مركزة و غير شفافة، فإن أية نقلة فعلية أو متخيلة لتخصيص أصول الصندوق من شأنها أن تحدث تقلبات عكسية في السوق، و مع ذلك ، فان مشكلة التقلبات العكسية تتفاقم عندما تبرز دوافع سياسية وراء التخصيصات المالية المختلفة"3.

و حسب ما أوردته لورا باديان و غريغوري هارنغتون و هما باحثان في مجموعة أرنولد وبورتر *،" قد تكون للاستثمارات دوافع سياسية مما يؤدي إلى عدم كفاءة السوق، و قد لا توجه الشركات التي تسيطر عليها الحكومة و صناديق الاستثمار الأخرى أنشطتها لتعزيز العائدات. و إذا استخدمت

^{1:} Joshua Kurlantzick: A Fistful of Dinars, For a nation reeling from the subprime crisis, sovereign wealth funds can be more a blessing than a curse—but only if we make the right moves now., Democracy: A Journal of Ideas, FROM SPRING 2008, NO. 8, at: (http://democracyjournal.org/magazine/8/a-fistful-of-dinars/) من المحام الموتون روز " Norton Rose LLP.": هي شركة محاماة عالمية. نقدم للشركات البارزة في العالم والمؤسسات المالية خدمات قانونية و استراليا وأفريقيا والشرق الأوسط وآسيا المتتشارية مقرها في أكثر من 50 مدينة في جميع أنحاء أوروبا والولايات المتحدة وكندا وأمريكا اللاتينية وآسيا وأستراليا وأفريقيا والشرق الأوسط وآسيا الوسطى.

 $^{^{2}}$: راشد بن حمد الشرقي ، مرجع سابق ، ص 3

³: المرجع السابق ، ص 37.

^{* :} مجموعة أرنولد وبورتر "Arnold & Porter LLP" : شركة محاماة تقدم خدمات استشارية في مجالات الأعمال والقانون، والسياسة العامة و مقرها في واشنطن .

هذه الصناديق موارد أعمالها التجارية لتحقيق أهداف حكومية أخرى، فما هو الأثر الذي سيتركه ذلك على أسعار الأصول و على تخصص الموارد في الاقتصاد المحلى لدول أخرى ؟"1.

2. المواقف السياسية حول نشاط صناديق الثروة السيادية:

سرعان ما انتقل هذا النقاش إلى عالم السياسة ، فكان على الحكومات في الدول الغربية أن تحدد سياسات الاستجابة للتحديات التي كان يفترض أن يمثلها صعود صناديق الثروة السيادية . مع ذلك، لم تكن هذه الردود متسقة، فقد طلبت " الحكومة البريطانية بشكل فعال إلى صناديق الثروة السيادية لحفزها على الاستثمار في اقتصادها، و لا سيما في قطاع الخدمات المالية" ، و على العكس ثمة دلائل قوية على ردات الفعل السلبية من جانب الحكومات الغربية اتجاه نمو صناديق الثروة السيادية، و ذلك ما نجده في مبادرات هذه الحكومات لمراقبة و تنظيم نشاط صناديق الثروة السيادية في إقتصاداتها المحلية، و من أبرزها مايلي :

- الموقف الفرنسي:

كان الرئيس الفرنسي السابق نيكولا ساركوزي " قد أرسل إشارات سلبية نحو صناديق الثروة السيادية، وقال إن حكومته ستحمي المرتكزات الأساسية للاقتصاد الوطني بمواجهة تلك المؤسسات، فالسلطة الفرنسية ترغب في جذب صناديق الثروة السيادية و لكن في الوقت نفسه تحرص على أن لا يؤثر أصحاب هذه الصناديق في القرار وبخاصة في مجال القطاعات الصناعية الإستراتيجي لحماية شركاتما، أيضا في 8 يناير 2008: " على فرنسا أن تتحمل الخيار السياسي الإستراتيجي لحماية شركاتما، وإعطائها الوسائل لكي تدافع عن نفسها وتنمو "، لكنه صرح بعد ذلك بأيام في الرياض بأن فرنسا "منفتحة على الصناديق السيادية" بشرط أن تكون نواياهم "خالية من اللبس" وحوكمتهم "شفافة". 4 وطالب ساركوزي يوم 21 أكتوبر 2008، في خطابه أمام البرلمان الأوروبي كل البلدان الصناعية بإنشاء صناديق ثروة سيادية خاصة بها لتجنيب سيطرة الأجانب على الاقتصاد الأوروبي بقوله: " لا بأريد المواطنين الأوروبيين أن يفاجأوا خلال أشهر بان المؤسسات الأوروبية أصبحت مملوكة من جانب

¹: Laura Badian and Gregory Harrington :**The Politics of Sovereign Wealth Global financial markets enter a new era.**, The International Economy Magazine, Washington ,WINTER 2008, p p55-56 , , Available at: (http://www.international-economy.com/TIE_W08_Badn_Harrngt.pdf)

⁷ سفين بيرنت : إدارة الثروات السيادية العربية في زمن الاضطرابات و ما بعدها ، مرجع سابق ، ص 2

^{3 :} عبد الرزاق سعيد بلعباس : التمويل الإسلامي في فرنسا ، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي ، مجلة جامعة الملك عبد العزيز ، جدة ، م 21 ع 2، 2008 ، ص ص 111 – 112.

 $^{^4}$: Dominique Courcelles , La finance islamique est-elle une chance pour l'éthique? , Paris ,n°19 , mai 2008 ,p 37.

غير الأوروبيين الذين اشتروها حين وصلت أسعارها إلى ادبي مستوى" أ، و هذا ما حدث فعلا حيث أنشأة فرنسا صندوقها السيادي في 2008 بمدف حماية الشركات الفرنسية من الاستثمارات الأجنبية، و بعدها بسنوات قامت ايطاليا بتأسيس صندوقها السيادي سنة 2011 .

- الموقف الألماني:

تم تبني النموذج الفرنسي إلى حدّ ما من قِبَل وزارة الاقتصاد والتكنولوجيا الاتحادية الألمانية بعدما تقدّمت الوزارة بمشروع قانون في أوائل نوفمبر 2007، لتعديل قانون التجارة الخارجية لعام 1961. وينطوي هذا التعديل على ضرورة إجراء عملية مراجعة معقولة" تخص"الاستثمارات الأجنبية التي تستهدف أكثر من 25 في المئة من أي شركة" 3، ومن خلال التدقيق في كل حالة، ستكون السلطات الألمانية قادرة على إلغاء عمليات استحواذ محدّدة يقوم بحا المستثمرون الأجانب في الشركات الألمانية، إذا تم تصنيف هذه الحالات كتهديد للنظام العام أو الأمن القومي – حسب التعريفات الواردة في تعليمات الاتحاد الأوروبي وقرارات محكمة العدل الأوروبية – وذلك في غضون الأشهر الثلاثة التي تعقب إنجاز عملية الاستحواذ.

والجدير بالذكر أنّ ألمانيا . خلافاً " للعديد من الدول الأوروبية الأخرى . لا تُصنّف صناعات بعينها كمرافق حسّاسة بالنسبة للأمن القومي، لكنها تحتفظ بحقها في البت بكل حالة على حدة لتحديد ما إذا كانت الشركة المستهدفة ذات (أهميّة إستراتيجية). ولتقييم ومنع الاستثمارات الأجنبية التي تُعتبر ضدّ المصلحة الوطنية، تتبنى بريطانيا مقاربة ذات مستوى رسمي أدني لكنها متميّزة " 4.

- الموقف السويسري:

اتخذ المجلس الفدرالي السويسري في 30 جانفي 2008 قرارا بالمراقبة الدقيقة لنمو صناديق الثروة السيادية، وقدر بأنه ليس من المستعجل وضع تدابير تشريعية خاصة بها، ونصح المصالح الفدرالية بالمساهمة في المناقشات الجارية على المستوى الدولي والمتعلقة بوضع معايير الشفافية والممارسات التجارية لهذه الصناديق" 5.

^{1:} يوسف خليفة اليوسف: **الإمارات العربية المتحدة على مفترق طرق**، مرجع سابق، ص 196.

^{2 :} نرمينا بيبروفيتش: هل ثمَّة مقاربة أوروبية مشتركة للتعامل مع الصناديق السيادية؟، أراء حول الخليج، العدد 47 ، دبي، أوت 2008، ص105.

^{3:} سفين بيرنت : صناديق الثروة السيادية العربية : إضافة تحدثية، إدارة الثروة السيادي العربية في زمن الاضطراب و ما بعده ، الفصل الأول ، ص7

^{. 105} مينا بيبروفيتش: مرجع سابق ، ص 4

^{5 :} عبد المجيد قدي: الصناديق السيادية و الأزمة المالية الراهنة ، ص 5 .

-الموقف الايطالي:

أعلن وزير الخارجية الايطالي آنذاك فرانكو فراتيني" Franco Frattini " بعد عودته من رحلة إلى الإمارات العربية المتحدة، بأنه " يرحب بمشاركة صناديق الثروة السيادية العربية والأجنبية بحصة لا تتجاوز 5% من رأسمال الشركات أو البنوك الايطالية بشرط ألا تكون تلك المؤسسات مدرجة ضمن لائحة المؤسسات الإستراتيجية للدولة، وفي سياق ذلك شكلت إيطاليا لجنة مكونة من وزارة الاقتصاد والمالية ووزارة الخارجية والهيئات الأخرى المهتمة بالاستثمار والسوق المالية لدراسة الطلبات المتعلقة باستثمارات الصناديق والحرص على شفافيتها" 1.

- الموقف الأوربي:

تماشياً مع الجهود الدولية اعترف الاتحاد الأوروبي نماية عام 2007 بأنّ التزام الصناديق السيادية للثروة بنظام سلوك متفق عليه عالمياً –يتم تطويره برعاية صندوق النقد الدولي- هو السبيل الأمثل والأكثر فاعلية لتبديد المخاوف المرتبطة بحقيقة أنّ العمليات الدولية لبعض صناديق الثروة السيادية، "قد تعرقل العمل الطبيعي لاقتصادات السوق. كما شدّد الاتحاد الأوروبي على ضرورة تطوير مقاربة أوروبية مشتركة لتعزيز صوت أوروبا في المناقشات الدولية، معتبراً أن نظام السلوك نفسه هو ببساطة نظام دولي لا أوروبي " ، و لتجنب ظهور ردود وطنية غير منسقة، لا سيما أن بعض الدول الأعضاء في الاتحاد الأوروبي قام بمراجعة قوانين الاستثمار الوطنية و هذا ما سبق التطرق له، ولم تتخذ المفوضية الأوروبية أي إجراء قانوني بشأن صناديق الثروة السيادية و إنما قرّرت دعم صندوق النقد الدولي ومعاير منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية على قاعدة التنسيق الوثيق مع الولايات المتحدة، في إطار الحوار المشترك حول الاستثمار.

و هذا يعني أن المفوضية الأوروبية حاولت إيجاد توافق داخل الاتحاد الأوروبي للخروج بموقف موحد اتحاه صناديق الثروة السيادية يجمع في نفس الوقت بين الحفاظ على بيئة استثمارية مفتوحة و حماية المصالح السياسية الوطنية المشروعة، وفي هذا الإطار قال مانويل باروسو رئيس المفوضية الأوروبية في حديثه عن صناديق الثروة السيادية انه: "من الضروري تطوير مقاربة مشتركة على مستوى الاتحاد الأوروبي لتفادي تشويه صورة السوق الوحيدة، ذات الردود الوطنية غير المتوافقة" 3، و في فيفري

 $^{^{1}}$: عبد المجيد قدي: المرجع السابق ، ص 2

⁹⁴ مادل عبد الونيس عرفة : مرجع سابق ، ص 2

 $^{^{3}}$: نرمینا بیبروفیتش: مرجع سابق، ص 105.

2008 " جادلت المفوضية الأوروبية في أن مقاربة الاتحاد الأوروبي المشتركة في التعامل مع صناديق الثروة السيادية يجب أن تؤكد مجدداً على التزامه بفتح الأسواق أمام رأس المال الأجنبي وتهيئة مناخ استثماري مواتٍ " 1.

و عليه امتنعت المفوضية الأوروبية عن اتخاذ أي إجراء تشريعي وفضّلت تطوير نظام سلوك طوعي لتفادي الردود غير المنسّقة للدول الأعضاء،" فالإطار القانوني للاتحاد الأوروبي الخاص بتطوير سياسة تجارية مشتركة تشمل التجارة والاستثمار على حدّ سواء، قوبل بمعارضة عدد من الدول الأعضاء خلال العديد من المناقشات السابقة.

وطبقاً للإطار القانوني للاتحاد الأوروبي، يخضع تدفق الاستثمار لمبادئ حرية حركة رأس المال، لكنّ الالتزام بهذه الحرية ليس مطلقاً لأنّ حركة رأس المال تخضع في أوروبا لضوابط وقيود يفرضها الاتحاد الأوروبي ككل، وأخرى تفرضها الدول الأعضاء بصورة أحاديّة. كما أن البرلمان والمجلس الأوروبييْن قادران على اتخاذ إجراءات بالأغلبية المتفق عليها لتقييد تدفق رأس المال من دول ثالثة، لكنّ إقرار أي إجراء قد يُعتبر خطوة إلى الوراء في قانون الاتحاد الخاص بتحرير حركة رأس المال يتطلب موافقة الدول الأعضاء بالإجماع 2.

-الموقف الأمريكي:

وكما هو الحال في أوروبا برز دور صناديق الثروة السيادية كبند رئيس في الخطاب السياسي في الولايات المتحدة،" واعتباراً من نوفمبر 2007 عقد الكونغرس عدداً من جلسات الاستماع للوصول إلى فهم أعمق للمضامين الإستراتيجية لاستثمارات صناديق الثروة السيادية على نطاق واسع في الأصول الأمريكية" 3، وذلك بعد ضجة شراء شركة "موانئ دبي" لشركة بريطانية تدير موانئ أمريكية رئيسة.

و في نهاية مارس 2008، عرضت وزارة الخزانة الأمريكية مجموعة من المبادئ التي تحكم الأنشطة الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية والدول التي تتلقى استثماراتها، ووقّع على الاتفاقية كل من وزارة الخزانة الأمريكية وجهاز أبوظبي للاستثمار ومؤسسة سنغافورة الحكومية للاستثمار، وحَظِيت الاتفاقية

^{1:} سفين بيرنت: حين يتكلّم المال، صناديق الثروة السيادية العربية في خطاب العولمة ، مرجع سابق، ص 20.

^{2 :} نرمينا بيبروفيتش (بتصرف) : مرجع سابق، ص ص 105- 106.

^{3:} سفين بيرنت: حين يتكلّم المال، صناديق الثروة السيادية العربية في خطاب العولمة ، مرجع سابق ،ص 21.

أيضاً بتأييد صندوق التقاعد الحكومي النرويجي " 1، و يقضي هذا الاتفاق على رفع القيود عن استثمارات تلك الصناديق في الولايات المتحدة، في مقابل عدم الاستخدام السياسي لأموالها، و هو ما يمثل مخرجا للإدارة الأمريكية، للاحتفاظ بتدفقات الأموال السيادية التي لا تستطيع أن تستغني عنها في الظروف التي يحتاج فيها الاقتصاد الأمريكي و العالمي إلى حملة إنقاذ سريعة أثناء الأزمة المالية لسنة 2008.

و في هذا الصدد، أكد وزير الخزانة الأمريكي السابق هنري بولسون بعد توقيع الاتفاق أن الولايات المتحدة ترحب باستثمارات صناديق الثروة السيادية، و إنما تتطلع إلى مواصلة العمل مع أبوظبي و سنغافورة و غيرهما لدعم المبادرة الجارية في صندوق النقد الدولي و منظمة التعاون الاقتصادي و التنمية، لتطوير أفضل أشكال الممارسة للصناديق السيادية، و الدول المتلقية للاستثمارات " 2

-الموقف الكندي:

فقد قامت في العام 2007 مثلا بعمليات مراجعة لقانونها للاستثمار لتتأكد من ضرورة القيام بفحص متزايد و دقيق لهذه الاستحواذات التي تتضمن شركات (ليس لها تقارير ولا حوكمة مؤسسية واضح) و تعتمد أهدافا غير تجارية لاتخاذ قرارات استثماراتها .

و في العموم تمثلت أهم السياسات الحمائية و المتخذة من قبل الدول الغربية اتحاه صناديق الثروة السيادية في الأتي :³

- تأميم عدد من البنوك و المؤسسات المالية لمنع تعرضها للانحيار،
- تدخل الحكومات لضخ مزيد من السيولة، و رفض السيولة المقدمة من قبل صناديق الثروة السيادية على البنوك المعرضة للإفلاس ،
- تخفيض أسعار الفائدة على القروض، رغم أن ذلك لا يتوافق مع هدف كبح التضخم أو تحسين وضع الدولار في الأسواق الدولية ،
- -إجبار الحكومات لبعض المصارف التي لم تتأثر بالأزمة على الاستحواذ على المصارف التي على وشك الانهيار ،

نرمینا بیبروفیتش (بتصرف) : مرجع سابق، ص ص 107 :

^{. 32 .} شریف شعبان مېروك : مرجع سابق ، ص 2

^{. 59} مرجع سابق ، ص 3 : شریف شعبان مبروك (بتصرف) . مرجع سابق ، ص

-تدخل الحكومات من خلال صناديق الاستثمار العامة، لشراء الأسهم لإنقاذ أسواق المال من الانهيار ،

-الدعوة إلى إنشاء صناديق سيادية لشراء حصص في الشركات المعرضة للانهيار من اجل حمايتها و منعها من أن تؤول بعض أصولها إلى صناديق سيادية للأجانب.

- ردود الفعل للدول المالكة لصناديق الثروة السيادية اتجاه المخاوف الغربية :

تفاجأت أغلب الدول المالكة لصناديق الثروة السيادية بموقف الدول الغربية اتجاه استثماراتهم، لا سيما في أواخر 2007 و أوائل 2008، كما انه لم يرد على المخاوف التي عبر عنها الإعلام الغربي في عام 2007، و هذا يمكن إرجاعه " لاستخفاف هذه الدول " بنتائج ذلك النقاش" أ، ليتغير الأمر بعد ذلك في أوائل عام 2008، فشرعت اغلب الصناديق العالمية في تهدئة المخاف، فمثلا " مديري صناديق الثروة السيادية في أبوظبي قاموا بمبادرة لتهدئة المخاوف الغربية من خلال رسالة بعثوا بما إلى المسؤولين الماليين في الغرب يؤكدون فيها أن صناديق الثروة السيادية إنما تسعى إلى زيادة العائدات المسؤولين الماليين في الغرب يؤكدون هذه الاستثمارات أداة في مجال السياسة الخارجية "2.

كما انضم آخرون إلى النقاش الدائر مؤكدين التزامهم بالإجراءات التنظيمية الوطنية والدولية وضافة إلى دعمهم للاقتصاد العالمي، في الوقت نفسه، حاول مسؤولو صناديق الثروة السيادية التخلي عن مواقفهم الدفاعية وطالبوا الغرب بأن يكون أكثر شفافية هو الأخر في شأن أطره التنظيمية وتعريفه للقطاعات الإستراتيجية أو الحساسة التي تتطلب حماية من المستثمرين الأجانب، ثم أنهم بدؤوا أيضاً في وضع قراراتهم الاستثمارية في سياق سياسي، مشددين على أن الأسواق الناشئة ستوفر فرصاً استثمارية مواتية أكثر بالمقارنة مع أوروبا والولايات المتحدة اللتين تسهم شروطهما التنظيمية الإضافية في جعل الفرص الاستثمارية غير جذابة بالنسبة إلى الصناديق السيادية العربية، كما أشاروا إلى أن من شأن الشروط التنظيمية الإضافية من قبل الدول المستقبلة للاستثمارات أن تقيد عمل صناديق الثروة السيادية بشكل كبير، ما يخلق نتائج عكسية بالنسبة إلى حركة الرساميل العالمية.

و بشكل عام ، يلاحظ أن رد فعل صناديق الثروة السيادية و العربية على وجه الخصوص على الإجراءات الحمائية كان غالبا ما ينزع إلى عدم استثارة الأطراف الغربية، و من قبل ذلك تجنب

^{1:} سفين بيرنت: ، حين يتكلّم المال، صناديق الثروة السيادية العربية في خطاب العولمة ، مرجع سابق ،ص 21.

²: نفس المرجع السابق ،ص 22.

مجالات الاستثمار التي تولد الحساسية و عدم الدخول بحصص كبيرة تثير شكوكا من الرغبة في السيطرة و تفضيل شراء الأسهم دون قوة تصويتية، كما استعانت صناديق الثروة السيادية و بالأخص العربية بحملة دعائية لتوضيح مواقفها و تبديد المخاوف إزاءها و في نفس الوقت تبدي امتعاضها إزاء عدم الوضوح الغربي في التعامل مع الصناديق السيادية و التخوف من أن يؤدي المناخ الذي ساد في عام 2007، إلى الحد من حري تدفق رؤوس الأموال .

ثالثا: نقاط الجدل و أسباب التوجس تجاه صعود صناديق الثروة السيادية:

تتمثل أهم نقاط الجدل و أسباب التوجس التي ساقتها الولايات المتحدة الأمريكية و الدول الأوروبية من مشهد صعود صناديق الثروة السيادية ، على النحو التالى :

1. نمو حجم صناديق الثروة السيادية:

النقاش حول صناديق الثروة السيادية انطلق إلى حد كبير بعد تقرير مقتضب نشرته مؤسسة مورغان ستانلي و أعربت فيه عن اعتقادها " بأن الحجم الكبير لصناديق الثروة السيادية قد يصل إلى 12 تريليون دولار في العام 2015 "أ، و قد أدى هذا التقرير إلى ظهور تخمينات من هذا القبيل، فالبعض ذهب إلى التكهن بان صناديق الثروة السيادية " يمكن أن تكون اكبر من الاقتصادي الأميركي بحلول العام 2015 " 2.

2. الدولة المنشئة للصندوق السيادي:

إن الجدل الذي ثار بصدد صناديق الثروة السيادية خاصة في دوائر الدول المتقدمة إنما يستهدف الصناديق التابعة لحكومات بعينها و التي تتكون مواردها من الأصول الأجنبية الناتجة إما عن فائض حصيلة بيع النفط و الغاز أو السلع الأولية مثل ما هو الحال بالنسبة للدول العربية و بدرجة ما روسيا، أو عن الفائض في حساباتها الجارية على نحو الصين بصفة خاصة، فضلا عن بعض الدول الأسيوية الأخرى، أما الصناديق التابعة لدول متقدمة مثل النرويج و استراليا و بطبيعة الحال لعدد من الولايات الأمريكية و الكندية فهي ليست محطا للأنظار بالقدر نفسه خلال النقاش الدائر بشأن صناديق الثروة السيادية بل و تأتي الإشارة إليها على سبيل أنها المثل الذي يقتدى به 3.

^{1:} Steven Jen, :How Big Could Sovereign Wealth Funds Be by 2015?, Op-Cit, pl.

²: Kathryn Hopkins: Sovereign Wealth Funds 'Could Be Bigger Than US Economy by 2015, Guardian, April 28, 2008.

^{3:} احمد السيد النجار: صناديق الثروة السيادية: المحاذير الدولية و الفرص الإقليمية، تقرير الاتجاهات الاقتصادية و الإستراتيجية 2010، دار الأهرام، مصر، ص 62.

2. مخاوف من كلمة السيادية:

إن تضمين وصف الصناديق كلمة "سيادية " إنما يدعو إلى اللبس أكثر منه إلى التعريف الدقيق، فالسيادية تعود هنا على تبعية الصناديق للدول أو الحكومات، غير انه ما إن تخرج تلك الصناديق للمنافسة في أسواق العالم فإنما لا تتمتع بأي وضعية متميزة قد يسبغها مفهوم السيادية كالحصانة أو ما شبه ذلك مما يتبادر إلى الأذهان، و قد ظهر ذلك جليا خلال السنوات الأولى عندما بدأت تلك الصناديق في النمو وسعت إلى تنويع محافظها الاستثمارية بشكل متزايد.

بل لقد كانت صفة "السيادية"، و ما تعنيه من ملكية الحكومات لتلك الصناديق، مثارا للشك بما جلبته من إعادة طرح لمفهوم " رأسمالية الدولة " و ما يعنيه ذلك من تآكل للأساس الذي يقوم عليه النظام الرأسمالي الغربي ، من حيث دور الأفراد و المساهمين في توجيه الشركات لتعظيم الأرباح .

3. مخاوف من إمكانية أن تكون للصندوق أهداف جيوسياسية:

واجهت صناديق الثروة السيادية انتقاداً يتعلق بأن طبيعة ملكيتها الحكومية تنعكس على عدم وضوح أهدافها الاستثمارية و التي يخشي أن يكون لها أبعاد سياسية أو أن تؤثر في المنافسة، أو تعمل لان يكون لها تأثير سياسي في الدول المضيفة من خلال الثقل الذي يمكن أن تمثله استثمارات هذه الصناديق.

كما طرح البعض أيضا اثر المصالح التي ستنشأ عن استثمارات الدول صاحبة صناديق الثروة السيادية في الولايات المتحدة "مثلا في استمرارية الأجندة الديمقراطية التي تتبناه الإدارة الأمريكية آنذاك في حالة الدول العربية، و هذا التخوف مرده الاعتقاد بأن الدول صاحبة الصناديق ستستغل النفوذ الذي ستكتسبه في حالة وجودها بكثافة في الاقتصاد الغربي للتخفيف من الضغوط التي ستقع عليها لتبنى إصلاحات سياسية .

في الوقت نفسه، يرى آخرون، على العكس من ذلك، أن الاتجاه نحو زيادة إدماج الدول العربية صاحبة صناديق الثروة السيادية في السوق العالمية سيؤدي ايجابيا إلى التنمية الاقتصادية و الاجتماعية و يسهم في دعم الاستقرار السياسي في تلك الدول التي يهتم بما الغرب 11 .

يجدر قول أن بعض الداعين إلى مزيد من الحرص في مواجهة صناديق الثروة السيادية، و العربية منها على وجه الخصوص، يشيرون إلى ما يعدونه " سلالة جديدة من المديرين التنفيذيين يسمونها

167

^{. 63 – 62} ص ص نابق، عبد النجار . مرجع سابق، ص ص 1

"(Chief Shariah Officer (CSO)" حيث يقدرون أن تزايد حصص الملكية العربية في المؤسسات الغربية سيدفع بهذه السلالة الجديدة "New Breed"، لتتولى مراقبة مدى تطابق أنشطة هذه المؤسسات مع الشريعة الإسلامية، فضلا عن دعاوي أخرى عن صلات محتملة لأطراف عربية بتمويل الإرهاب، و عن أولوية الاعتبارات السياسية على التجارية لدى الجانب العربي، بدلا استمرار تبني العرب للمقاطعة تجاه إسرائيل" أ. و كلها دعاوي شأنها بث المخاوف و وضع العراقيل أمام الاستثمار العربية إذا ما تم تقييمها في ظل المناخ السائد في الولايات المتحدة في حقبة ما بعد الحادي عشر من سبتمبر 2001 و الحملة ضد الإرهاب.

5. عدم توافر الشفافية الكافية:

تتعدى الهواجس الغربية الاعتبارات المتعلقة بالدول المستقبلة للاستثمارات، مثل الأمن القومي و الاعتبارات السياسية الأخرى، لكنها تشمل أيضا شقا مهما ينصب على الدول المالكة لصناديق الثروة السيادية، ليس فيما يخص حوكمة الصناديق ذاتها و ما إلى ذلك من معايير يتم التطرق إليها بصراحة فقط، و إنما التساؤل عن مدى الدعم و القبول الذي تلقاه صناديق الثروة من مواطني دولها و كيفية مساءلة إدارتها أمامهم أيضا . و هو ما قد يفتح النقاش حول النظم السياسية في الدول المالكة للصناديق، على أساس انه لضمان استقرار الاستثمارات، فان الديمقراطية ما يرتبط بها من مبادئ كالمساءلة هي السبيل لتحقيق الشفافية اللازمة و بالتالي تمدئة المخاوف الغربية من صناديق الثروة السيادية 2.

تعقيبا على ما سبق نستطيع القول انه لا يمكن أن نجزم بأنه لا يوجد دوافع سياسية من وراء صناديق الثروة السيادية في إقتصادات الأسواق الناشئة، فمثل تلك الموجودة في روسيا أو الصين قد تكون لها مصالح إستراتيجية لأسباب دبلوماسية و عسكرية تتعلق بما من جهة، و النمط السياسي الاقتصادي الاجتماعي من جهة أخرى. و لا ننسى بأن السبب الرئيسي لنمو صناديق الثروة السيادية و تكاثرها لا يرتبط فقط بنمو الفوائض في العديد من اقتصاديات الأسواق الناشئة الصغيرة، و بالتالي حاجتها لاتخاذ القرار حول أفضل الاستثمارات لهذه الفوائض، بل يرتبط أيضا بادراك حكومات إقتصادات الأسواق الناشئة الصغيرة بأنها، و من خلال استخدام صناديق الثروة السيادية

^{1 :} احمد السيد النجار: المرجع السابق ، ص 63.

[.] المرجع السابق ، و نفس الصفحة . 2

فقط، تستطيع إعادة التوازن و التغلب على مساوئ صغر حجمها، و على وضعها الهامشي، و بالتالي تخلق لنفسها وزنا سياسيا و اقتصاديا على مستوى العالم .

و هذا الأمر طبيعي لكون "أن جميع الحكومات تسعى ، بحكم وظيفتها ، إلى تحقيق أهداف جيوسياسية ، و لكن إذاكان في مقدور الحكومات تحقيق ذلك دون اللجوء إلى صناديق الثروة السيادية، فان ذلك يعني انها تحتل في الاقتصاد العالمي مكانة من الأهمية و الوزن تغنيها عن استخدام الصناديق السيادية. و على العكس من ذلك ، إذاكانت هناك حكومات تريد الاعتماد على الصناديق السيادية في سعيها لتحقيق أهدافها الجيوسياسية ، فهذا يعود في معظم الأحيان إلى أن هذه الحكومات على درجة من الهامشية و الضعف بحيث تقل أو تنعدم أمامها الخيارات الأخرى باستثناء الصناديق السيادية "1.

و لكن في الوقت نفسه كانت ردة فعل الدول الغربية مغالى فيها من حيث وضع القيود على استثمارات كل صناديق الثروة السيادية بشكل يعيق التكامل الاقتصادي العالمي المنشود من العولمة الاقتصادية خاصة انه لم يتم تسجيل أي سلبية مما أشار إليها المنتقدون حول صناديق الثروة السيادية و هذا منذ نشأتها إلى الآن، لذلك فان اغلب المخاوف تبدو أكثر الظن مبنية على مجرد توقعات أكثر منها معتمدة على تجارب فعلية، فعلى العكس لصناديق الثروة السيادية مزايا للدول المستقبل و للاقتصاد العالمي، و هذا ما سبق التطرق له في الفصل الأول تفوق ما تجلبه من سلبيات، كما أن انتقائية الحكومات الغربية في وضع القيود خلق شكلا من اللامساواة بين دول العالم .

و عليه فان وجود معايير دولية لتعزيز قيم الشفافية والمحاسبة بما يصب في صالح كل من الدول المالكة للصناديق و الدول المتلقية لاستثمارات صناديق الثروة السيادية هو الخيار الأمثل من اجل انخراط الصناديق في الاقتصاد العالمي .

 $^{^{1}}$: راشد بن حمد الشرقي : مرجع سابق ، ص 3

المبحث الثانى: الجهود الدولية حيال المخاوف الغربية

في سبيل مواجهة النزعات الحمائية وتحدئة مخاوف الحكومات الغربية بصورة أساسية، تم اتخاذ إجراءات تضمّ خطوات أولية من قبل البلدان المضيفة لاستثمارات صناديق الثروة السيادية يمكن انتهاجها بمدف التأثير على استثمار هذه الصناديق، و هناك خطوات أخرى نصت عليها المنظمات الدولية مثل صندوق النقد الدولي و منظمة التعاون الاقتصادي و التنمية ، و مختلف المؤسسات البحثية التي قامت بتطوير مؤشرات لقياس أداء صناديق الثروة السيادية كمعهد صناديق الثروة السيادية و معهد بيترسون للاقتصاد الدولي، كما ثمة هدف مشترك لهذه المعايير و المبادئ التوجيهية وهو طمأنة الجمهور على أن المؤسسات تدار إدارة حسنة، و أن حدود المسؤولية واضحة، و أن مستويات الشفافية من شأنها تسهيل المساءلة، وهو ما ينطوي على أهية فائقة لصناديق الثروة السيادية لأن الملكية الحكومية تقترن بالحاجة إلى معايير رفيعة المستوى فيما يتعلق بالمساءلة.

أولا: المعالجة الأكاديمية للمخاوف الغربية حيال صناديق الثروة السيادية .

في ضوء المخاوف التي أثارها السياسيون في إقتصادات الأسواق المتقدمة حول صناديق الثروة السيادية و تحديدات إجراءات الحماية، صاغ الكثير من الأكاديميين تدابير وقائية يمكن أن تتبناه الدول المتلقية لاستثمارات صناديق الثروة السيادية من شأنها أن تحمى اقتصادياتها من أي مخاوف.

1. القضايا الرئيسية المحيطة بصناديق الثروة السيادية

ركزت الدراسات التي عالجت مشكل حوكمة صناديق الثروة السيادية على القضايا الرئيسية التالية، وذلك من وجهة نظر صندوق النقد الدولى: 1

أولا: إن الطريقة التي تندرج بها صناديق الثروة السيادية على نحو ملائم في إطار السياسات المحلية، وفي تنسيق السياسات مسألة لها أهميتها. ومن المعروف أن لأصول هذه الصناديق والعائدات التي تولدها تأثير كبير على المالية العامة، والوضع النقدي، وميزان المدفوعات، وروابط الميزانية العمومية.

و إن بوسع صناديق الثروة السيادية المحكمة التصميم أن تدعم السياسات المالية والنقدية و إدارة السيولة. ومع ذلك فإن هذه الصناديق قد تطرح أيضا تحديات في مجال السياسة الاقتصادية الكلية، ولذلك فإن من الضروري أن يكون ثمة تنسيق جيد بين هذه الصناديق والسلطات المالية والنقدية

 $^{^{1}}$: أودايبر داس و آخرون: مرجع سابق ، ص 61 –62 .

لضمان تحقيق أهداف السياسات الكلية. وقد أصبحت العلاقات بين الصناديق وحكومات بلدانها أكثر تعقيدا أثناء الأزمة المالية العالمية في الفترة 2007 - 2009.

ثانيا: قد تؤثر عمليات صناديق الثروة السيادية على تدفقات و أسعار الأسواق المالية العالمية. وهذه الصناديق هي كيانات استثمارية طويلة الأجل، ولا تعتمد عادة على الرفع المالي بمعنى أن بإمكانها أن تصمد لفترات أطول أثناء هبوط الأسواق أو أن تستثمر في مسارات معاكسة للاتجاهات العامة للسوق. وهكذا، فإن بوسع هذه الصناديق أن تكون عاملا من عوامل تحقيق الاستقرار في الأسواق المالية. ومع ذلك فقد تنشأ ظروف يمكن أن تحدث فيها الصناديق تقلبات في الأسواق، ومثال ذلك، إذا كانت تعمل في أسواق أكثر ضحالة أو حيث تؤثر الشائعات عن المعاملات على التقييمات النسبية في قطاعات معينة، وتؤدي إلى سلوك القطيع، مما يفاقم التقلبات. و إذا ما تطلعنا نحو آفاق المستقبل، فسيكون من الأهمية بمكان أن نرى ما إذا كانت هذه الصناديق ستواصل امتلاك حافظات متنوعة أم أنها تتجه نحو الاحتفاظ بأصول مقومة بالدولار الأمريكي فقط نتيجة لتباطؤ النمو العالمي. ومن المحتمل أن تسهم التحولات في تخفيضات الأصول في تغيرات أسعار الأسهم، و أسعار الفائدة و أسعار الصرف، مما يزيد من اهتمام صندوق النقد الدولي في هذه الصناديق، في إطار اضطلاعه بالمراقبة المتعددة الأطراف، وفي تحليله، على نطاق أوسع، للاستقرار المالي العالمي و الأسواق المالية. ثالثا : تعتبر الحوكمة المؤسسية السليمة لصناديق الثروة السيادية مسألة حاسمة للأطراف المعنية المحلية . ومن المسلم به أن جوانب كثيرة من الحوكمة المؤسسية السليمة قابلة للتطبيق بوجه عام .فالمبادئ العامة المتعلقة بوظائف الملكية الرئيسية، ودور أصحاب المصلحة، و الإفصاح والشفافية، وتدفق المعلومات بين الإدارة العليا ومجلس الإدارة، وتشكيل ومسؤوليات المجلس، كلها مسائل تنطبق على صناديق الثروة السيادية .ويتعين على هذه الصناديق أيضا أن تضمن وجود عمليات كافية لإدارة المخاطر، والموارد البشرية والنُظمية لأغراض مراقبة و إدارة المخاطر المالية والتشغيلية على نحو سليم، بما في ذلك المخاطر الناشئة عن الاستعانة بالمديرين الخارجيين للصناديق.

رابعا: أثارت البلدان المتلقية لاستثمارات صناديق الثروة السيادية شواغل بشأن أهداف هذه الصناديق، وممارساتها في مجال الاستثمار. ويتمثل الشاغل الرئيسي فيما إذا كانت هذه الصناديق تتوخى أهدافا بجارية أو ربما كانت تستثمر واضعة نصب أعينها أهدافا سياسية أو إستراتيجية. وثمة شاغل آخر وهو ما إذا كانت الصناديق إيجابية أو سلبية على نحو مفرط في منهجها إزاء الحوكمة

المؤسسية في الشركات التي تستثمر فيها. وقد يؤدي تصور مفاده أن بوسع صناديق الثروة السيادية أن تستثمر لدوافع غير تجارية إلى تعزيز الحمائية.

وقُدمت اقتراحات مختلفة لمعالجة هذه القضايا، بما في ذلك المعايير التي يمكن أن تغطي أهداف صناديق الثروة السيادية واستراتيجياتها الاستثمارية، وحوكمتها ومساءلتها و شفافيتها. واقترح الخبراء أيضا تغييرات معينة في السلوك الاستثماري لهذه الصناديق، وتناولت بعض الهيئات التنظيمية والوكالات والسلطات القطرية الأخرى بعض جوانب صناديق الثروة السيادية مباشرة. ومثال ذلك قضايا النزاهة السوقية، التي تندرج في مجال الهيئات التنظيمية للسوق المحلية مثل لجنة الأوراق المالية والصرف في الولايات المتحدة).

وتندرج قضايا الأمن الوطني في مجال إجراءات السلامة الوطنية في المقام الأول مثل لجنة الاستثمارات الأجنبية في الولايات المتحدة. و صاغت منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي التي تركز عملها على البلدان المتلقية للاستثمارات للاستثمار، ممارسات تتعلق بمعاملة المستثمرين الأجانب في ظل الحماية الكافية للأمن الوطني.

2. المقترحات الأكاديمية:

من أولى الاقتراحات من اجل معالجة القضايا السابقة الذكر ما جاء به فيليب هيلدبراند نائب رئيس مجلس إدارة البنك الوطني السويسري الأسبق سنة 2007 هو" أن تكون صناديق الثروة السيادية مستقلة عن الحكومات على غرار البنوك المركزية، لكي يتسنى الحدّ من تصورات التدخل السياسي". و توالت من بعدها الاقتراحات من بعض الأكادميين بفرض بعض القيود المشددة على صناديق الثروة السيادية، و قد دعاكل من رونالد جيلسون" Ronald J. Gilson " و كورتيس ميلهوبت" و الشروة السيادية في الشركات من حقها في التصويت و هذا للحدّ من تصورات النفوذ السياسي، و ستكون نتيجة ذلك كما يرون من خلال: " الفصل بين السيطرة و قيمة الاستثمار ، إذ تظل العائدات المتوقعة للأسهم السيادية الأجنبية متماثلة مع عائدات مملة الأسهم الآخرين، بينما تفقد نفوذها المباشر على الإدارة من خلال التصويت، و يستمر المستثمرين السياديون أصحاب الدوافع المالية البحة في الاستثمار لان هذا الاقتراح لا يرفع تكلفة

¹: Philipp Hildebrand: **The Challenge of Sovereign Wealth Funds**, speech at the International Center for Monetary and Banking Studies, Geneva, 18 December 2007, p 7, http://www.bis.org/review/r071219d.pdf)

استثماراتهم . و سيجد المستثمرون السياديون الباحثون عن فوائد إستراتيجية من وراء استثمارات أسهمهم أن هذه الصناديق غير جذابة بالقدر الكافي لتحقيق غايتهم 11 .

و اقترح أكاديميون آخرون مثل لورانس سامرز "عدم السماح لهذه الصناديق بالاستثمار المباشر في الشركات بل أن تستثمر فقط من بُعد عن طريق مديرين للأصول يقومون بدور الوسيط، كما هو الحال في بعض صناديق الوقف " 2 ، و يوافقه في ذلك رئيس السندات الأمريكية عند تقديم هذا الاقتراح:" إذ تولت صناديق مهنية إدارة الاستثمارات السيادية فان ذلك سيساعد في نزع الصبغة السياسية عن هذه العمليات نظريا و عمليا" 8 .

و يشير سايمون ميزاكاباو "Simone Mezzacapo" إلى أن " إلزام هذه الصناديق بالاستعانة بإدارات خارجية للأصول قد يأتي بمزايا إضافية لهذه الصناديق لا سيما من خلال إنتاج أفضل العائدات المعدلة حسب المخاطر، دون تحمل تكاليف امتثال كبيرة و دون أحداث إختلالات في عملياتها " 4. ومع ذلك لا ترى صناديق أخرى أن استخدام الوكلاء والمديرين الخارجيين، سيكون كافيا لتحاشي التضارب المحتمل في المصالح، لأن الصناديق ستظل في وضع يمكنها من تقديم إرشادات إلى مدير الأصول.

و تقدم ايزنمان و غليك مقترحا إضافيا بديلا ينادي بأن تنحصر استثمارات هذه الصناديق في الاستثمار في المؤشرات. و الفكرة هنا هي ان مسألة الفهرسة أو التأشير تفترض سلفا نشر الأسهم عبر شركات وفق مؤشرات، و بالتالي ينتفى تركيز الأسهم في شركة واحدة .

وتشمل مقترحات أخرى وضع حدود قصوى لملكية الصناديق أو حقوقها التصويتية في مؤسسات القطاع الخاص الأجنبية، على أن توضع الحدود تحت المستوى النمطي لأقلية مسيطرة في شركة. وثمة اقتراح أخف وطأة ومفاده " أنه ينبغي للصناديق أن تنشر قائمة تصويت على أساس منتظم. وتناولت المناقشات أيضا «قائمة سلبية» بالمناطق الإستراتيجية والحساسة التي ينبغي للصناديق ألا تستثمر فيها " 5.

¹: Ronald J. Gilson & Curtis J. Milhaupt: **Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Solution to the New Mercantilism**, Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 355, Columbia Law and Economics Working Paper No. 328, 2008 ,p 10 , Available at: (http://unpan1.un.org/intradoc/groups/public/documents/apcity/unpan033515.pdf)

²: Lawrence Summers , Op-Cit.

³ : راشد بن حمد الشرقي : مرجع سابق ،ص 38.

⁴ : راشد بن حمد الشرقي : المرجع السابق ،ص 36.

 $^{^{5}}$: أودايبر داس و آخرون: مرجع سابق ، ص 6 0.

لم تجدكل هذه المقتراحات تأيدا لأنها تمثل سوابق خطيرة قد تسبب من المشاكل أكثر مما تقدم من حلولا إذا ما تم العمل بمقتضاها، فعلى سبيل المثال ، فان اقتراح جيلسون و ميلهوبت بحرمان الأسهم الخاصة التي تملكها صناديق الثروة السيادية من حقوق التصويت تعرض لانتقادات حادة من ريتشارد ابشتاين " Richard A. Epstein " وأماندا روز "Amanda M. Rose" باعتباره إجراء متطرفا، و قالا في هذا الصدد أن هذا الاقتراح " ينافي الطبيعة الأساسية للاستثمارات الخاصة " أ، كما قام إدوين ترومان هو أيضا بانتقاد هذا المقترح فهو الذي طالب بقوة بضرورة تنظيم صناديق الثروة السيادية كما سنتطرق لهذه الجزئية لاحقا، إلى أن هذا الاقتراح إذا ما تم تطبيقه في الولايات المتحدة" سيحرم الولايات المتحدة من حق الامتياز لما يقدر بترليونات الدولارات للاستثمار بواسطة الحكومة الأمريكية و الصناديق المحلية للتقاعد " 2 .

و رأي كل من ريتشارد ابشتاين وأماندا روز انه: "بدلا من فرض أعباء إضافية على استثمارات صناديق الثروة السيادية في الولايات المتحدة، فإن سياسة الانتظار الحذر هي الأفضل من أي عمل مباشر تفرض من خلاله قيود خاصة على صناديق الثروة السيادية، و السيناريوهات المزعجة التي وضعها منتقدو صناديق الثروة السيادية تتضمن في الغالب أنشطة تستطيع القوانين الموجودة الآن أن تضبطها لأنها إما أن تكون مرتبطة بالأمن القومي أو بأشكال متعددة أخرى من النظم التجارية الواقعة تحت طائلة قوانين الأمن و تشريعات مكافحة الاحتكار " 3.

غير أن السبب الأقوى لعدم التأيد لهذه الاقتراحات هو أنها لم تأخذ في الاعتبار الفوائد المحتملة من استثمارات صناديق الثروة السيادية . وقد رأي المعلقين أن مخاطر صناديق الثروة السيادية قد تم تضخيمها بشكل كبير ، و" أن هذه الصناديق تستطيع ، على العكس تماما من ذلك ، ان تكون قوة استقرار مهمة للأنظمة المالية العالمية " 4.

و بالرغم من تنوع الاقتراحات التي جاء بها الأكاديمين فيما يخص التخفيف من حدة المخاوف اتجاه تنامي دور صناديق الثروة السيادية، فإنهم جميعا يتفقون على ضرورة أن تخضع هذه الوسائل الاستثمارية الحكومية لمبادئ و معايير متفق عليها عالميا، و يعود اتفاقهم هذا إلى أنهم يتشاركون في

^{. 39} مرجع سابق ، ص 1 وراشد بن حمد الشرقي : مرجع

²: Edwin M. Truman: A Blueprint for Sovereign Wealth Fund Best Practices, Op-Cit, p 12.

³: Richard A. Epstein & Amanda M. Rose, "**The Regulation of Sovereign Wealth Funds: The Virtues of Going Slow,**" University of Chicago Law Review , HeinOnline -- 76 U. Chi. L. Rev, 2009 , P 111, Available at: (http://chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2354&context=journal_articles)

^{. 40} مرجع سابق ، ص 4 : راشد بن حمد الشرقي : مرجع

الرأي بأن النظام الرأسمالي العالمي يمثل نطاقا تتكافأ فيه الفرص و تحكمه قواعد و قوانين محايدة و غير منحازة لأي طرف. و في معرض قبولهم لهذه الفكرة كإطار لتحليلاتهم ، فإنهم مع عدم اقتناعهم بأن صناديق الثروة السيادية في حد ذاتها تمثل تحديدا أساسيا و مباشرا للاستقرار المالي العالمي ، ويصرون بشدة على أن هذه الصناديق يجب أن تعمل في إطار القواعد نفسها التي تحكم الأسواق المالية .

و النقطة الأساسية، كما تم توضيحها في الفصل الأول و المتعلقة بقائمة تمارا غوميز " Gomes "للخسائر المحتملة لصناديق الثروة السيادية، هي أن غياب الشفافية فيها يمكن أن تؤدي إلى ردة فعل حمائية من جانب الحكومات الغربية، و هي إجراءات قد تسبب بدورها خسائر أكثر على الاستقرار و على التوازن و على انفتاح المالي العالمي . و هذا التهديد غير المباشر الذي تنتجه ردة الفعل السلبية من جانب الحكومات الغربية هو في نهاية المطاف، اخطر من التهديد المباشر لصناديق الثروة السيادية ، و هو الدافع الأكبر و الأوحد لوضع مجموعة من المبادئ التي تتحكم في نشاط صناديق الثروة السيادية .

و تعتقد أدريانا اريزا "Adriana Arreaza" و آخرون: "أن من المهم لهذه الصناديق السيادية أن تتبع سياسات حوكمة مؤسسية سليمة تنتج قدرا متساويا من الثقة في دول الموطن كما في الدول المستقبلة يبدد المخاوف التي قد تقود إلى سياسات حماية مالية غير ضرورية . و سيضمن هذا لهذه الصناديق تحقيق الأهداف التي أسست من اجلها ، كما يتيح للدولة المستقبلة أن تستفيد من مصدر التمويل الجديد هذا " 1.

ثانيا: جهود المؤسسات الدولية :

وجد اقتراح بعض الاكادميين بأنه يجب إخضاع صناديق الثروة السيادية لحظر و قيود اقل بدلا من إخضاعها لمعايير عامة متعددة الأطراف قبولا عند حكومات اقتصادات الأسواق الكبرى، و خير مثال على ذلك النداء الذي وجهه وزراء مالية الدول السبع العظماء في قمة 2007 بأن تمتثل صناديق الثروة السيادية لأفضل الممارسات فيما يتعلق بالحوكمة، و إدارة المخاطر و الشفافية و المحاسبة ، ونتج عن هذا النداء إصدار منظمة التعاون الاقتصادي و التنمية في عام 2008 إعلان حول صناديق الثروة السيادية و سياسات الدول المستقبلة، و تمثلت نتيجة أخرى مهمة في إصدار المدونة الطوعية لقواعد

[:] راشد بن حمد الشرقي ، المرجع السابق ، ص 44 ، نقلا عن :

Arreaza, A. - Castilla, L.M. - Fernández, C: **The Coming of Age of Sovereign Wealth Funds:Perspectives and Policy Issues within and Beyond Borders**, Global Journal of Emerging Market Economies , 2009, p 26.

^{* :} يقصد بالمؤسسات الدولية في هذا السياق صندوق النقد الدولي و منظمة التعاون الاقتصادي و التنمية .

السلوك بواسطة اللجنة المالية و النقدية الدولية في واشنطن عام 2008، و هي صناديق الثروة السيادية : المبادئ و الممارسات المتعارف عليها عالميا ". و عرفت هذه المبادئ به "مبادئ سانتياغو" نسبة للمدونة التي انعقد فيها أخر اجتماع لمجموعة العمل الدولية التي وضعت هذه المبادئ .

1. جهود صندوق النقد الدولي:

ينبثق اهتمام صندوق النقد الدولي بصناديق الثروة السيادية من اثنين من مهامه الرئيسية: مراقبة الاستقرار الاقتصادي الكلي والاستقرار المالي، و تأمين الأداء الفعّال للنظام النقدي الدولي، و أصبحت تغطية صندوق النقد الدولي لترتيبات من نوع صناديق الثروة السيادية وعملياتها، مسألة مهمة سواء للاقتصادات المحلية للبلدان التي توجد فيها هذه الصناديق، أو من المنظور الدولي للاستقرار المالي، وتداعيات الأسواق الرأسمالية.

و لقد ركز صندوق النقد الدولي بشكل رئيسي عمله على إيجاد معايير خاصة بمستثمري صناديق الثروة السيادية و كذلك البلدان المتلقية لهذه الاستثمارات، و في هذا الإطار قام الصندوق في افريل 2008 بإنشاء مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية، و التي عملت على تحديد مجموعة مشتركة من المبادئ الطوعية تسمح بفهم أوضح للإطار المؤسسي الذي ترتكز عليه صناديق الثروة السيادية ونظام حوكمتها وعملياتها الاستثمارية، بما يدعم الحفاظ على مناخ استثماري عالمي منفتح ومستقر، كما شكلت لجنة فرعية لإستكشاف إمكانية تشكيل جهاز دولي لصناديق الثروة السيادية، و لجنة فرعية أخرى لتتولى أعمال الصيانة الفنية .

و بعد عدت جلسات عمل خلال عام 2008 في كل من العاصمة واشنطن، وسنغافورة، وسانتياغو في شيلي، توصلت مجموعة العمل الدولية في سبتمبر 2008 إلى اتفاق مبادئ بين أعضائها الد 25 في سانتياغو ، وعرضت بعد ذلك مدونة السلوك الطوعية و المعروفة به "مبادئ سانتياغو " نسبة لمكان انعقاد الاجتماع الثالث و الأخير لمجموعة العمل الدولية كما تعرف به المبادئ و الممارسات المقبولة عموما (GAAP) ، و التي تتكون من 24 مبدأ طوعيا و موادها التفسيرية " على اللجنة الدولية للشؤون النقدية والمالية وهي اللجنة المعنية بتوجيه السياسات في صندوق النقد الدولي في 11 أكتوبر 2008، وكانت تلك هي المرة الأولى التي قدمت فيها صناديق الثروة السيادية والبلدان

المالكة لها، إطارا شاملا لهياكلها القانونية والمؤسسية وهياكل حوكمتها ، بالإضافة لسياساتها في مجال الاستثمار "1.

2. منظمة التعاون الاقتصادي و التنمية:

وفي حين ركّزت جهود صندوق النقد الدولي بشكل رئيس على إيجاد معايير خاصة بالمستثمرين، فقد طلب وزراء المالية في الدول السبع الصناعية الكبرى والدول الأعضاء في منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) من هذه الأخيرة و ضع خطوات إرشادية في شأن سياسات الدول المستقبلة للاستثمارات تجاه صناديق الثروة السيادية، و تعد المبادرة التي قامت بما منظمة التعاون الاقتصادي و التنمية اشمل مبادرة سياسية دولية، حيث سعت إلى تطوير مقاربة سياسية أكثر تنسيقا للدول الأعضاء في المنظمة و صناديق الثروة السيادية و الهادفة إلى تعزيز التزامها بالسياسات الاستثمارية الدولية المفتوحة، و قد استكملت منظمة التعاون الاقتصادي و التنمية عملها بتبني توجيه خاص بالمنظمة في 8 أكتوبر 2008، و الذي تم تقديمه بعد ثلاث أيام إلى اللجنة النقدية و المالية الدولية في واشنطن .

يتألف توجيه منظمة التعاون الاقتصادي و التنمية من ثلاث أقسام:

القسم الأول: "إعلان منظمة التعاون و التنمية الاقتصادي و التنمية في شان صناديق الثروة السيادية و سياسات البلدان المستقبلة "الصادر يونيو 2008، و هو ينص على تقديم الدعم السياسي لتوجيه منظمة التعاون الاقتصادي و التنمية و زيادة ثقله بوصفه مصدرا لقانون الاستثمار الدولي، و من بين نقاط أخرى، يعترف التوجيه بأنه إذا ماكانت الأهداف السياسية لا التجارية هي الدافع وراء استثمارات صناديق الثروة السيادية، فقد تكون مصدرا للقلق، خصوصا في سياق الخفاظ على الأمن القومي. 2

القسم الثاني: " المبادئ العامة لسياسة الاستثمار في منظمة التعاون الاقتصادي و التنمية "، و هي التأكيد على أهمية الالتزامات بمبادئ الاستثمار في منظمة التعاون الاقتصادي و التنمية ، و التي تم تبنيها في العام 1961 م، و من المفيد الإشارة إلى أن هذه المبادئ تم وضعها للشركات متعددة الجنسيات)، و المتمثلة في :3

[.] أودايبر داس و آخرون: مرجع سابق ، ص59 .

^{2:} سفين بيرنت: صناديق الثروة السيادية الخليحية اداراة الثروة في زمن الاضطرابات، مرجع سابق، ص 4.

 $^{^{3}}$: عبد المجيد قدي : مرجع سابق ، ص 9 .

- عدم التمييز: بحيث يجب ألا يتم إخضاع المستثمرين الأجانب إلى أنظمة مزايا اقل من تلك الممنوحة للمستثمرين الوطنيين في نفس الظروف ، و بما أن منظمة التعاون و التنمية الاقتصادية تحمي مباشرة استثمارات الصناديق السيادية في الدول الأعضاء تكون ملزمة بتوسيع حرية الاستثمار إلى كل دولة عضو في صندوق النقد الدولي .
- الشفافية: بحيث يجب أن تكون المعلومات حول قيود الاستثمار الأجنبي كاملة ومتاحة للجميع.
- التحرير التدريجي: تلتزم الدول الأعضاء بالإلغاء التدريجي للقيود على حرية انتقال رؤوس الأموال على أراضيها.
 - المحافظة على الوضع القائم: تلتزم الدول الأعضاء بعدم وضع قيود جديدة.
- التحرير من جانب واحد: تلتزم كل دولة عضو بتمكين كل الدول الأعضاء من تدابير التحرير التي تباشرها وعدم ربطها بالتدابير المعتمدة من الدول الأخرى.

القسم الثالث: توجيهات منظمة التعاون الاقتصادي و التنمية لسياسات الاستثمار في البلدان المستقبلة المتعلقة بالأمن القومي " فينص على حق الحكومات في الحفاظ على المصالح الأمنية الأساسية، و على و جوب استخدام إجراءات مقيدة، كملاذ أخير عندما لا يكون بالإمكان استخدام سياسات أخرى لتبديد المخاوف المتعلقة بالأمن ". أ

ومن هنا، فان ما تمثله توجيهات المقاربة السياسية التي أقرتها منظمة التعاون و التنمية من أحكام و بنود ، تؤكد أن البلدان المتلقية لن تفرض على صناديق الثروة السيادية أي تدابير تمييزية لا تخضع لها المستثمرون الأجانب أو المحليون الآخرون في الظروف نفسها، و هو ما يثير التساؤل، من أن تقوم الدول الأعضاء في الاتحاد الأوروبي و كذلك الولايات المتحدة الأمريكية، بصورة أحادية بترجمة نظام السلوك الطوعي إلى قوانين وطنية ملزمة . مما يؤدي إلى إسهام الشروط التنظيمية الإضافية في جعل الفرص الاستثمارية غير جذابة بالنسبة إلى صناديق الثروة السيادية . كما أن من شأن الشروط التنظيمية الإضافية من قبل الدول المستقبلة للاستثمارات أن تقيد عمل صناديق الثروة السيادية بشكل كبير ، ما يخلق نتائج عكسية بالنسبة إلى حركة رؤوس الأموال العالمية . 2

¹: International Monetary Fund , **International Working Group of Sovereign Wealth Funds Is Established to Facilitate Work on Voluntary Principles**, Press Release No. 08/97 , Washington: International Monetary Fund , May 1, 2008. , Available at: (https://www.imf.org/external/np/sec/pr/2008/pr0897.htm)

 $^{^{2}}$: عادل عبد الونيس عرفة ، مرجع سابق ، ص 102

ثالثا: إسهامات المؤسسات البحثية العالمية:

و مع الجدل الذي دار حول صناديق الثروة السيادية ، شرع الباحثون و بعض الجهات غير الرسمية التي اهتمت بمتابعة النقاش حول الصناديق، إلى استحداث مؤشرات لتقييم صناديق الثروة السيادية، حيث وضعت معايير كمية لقياس مدى الالتزام بمبادئ مثل الحوكمة و الشفافية و السلوك بل و الديمقراطية، و توضح كل هذه المؤشرات المستحدثة لتقييم صناديق الثروة السيادية .

1. معهد صناديق الثروة السيادية:

في إطار النقاش الذي دار حول صناديق الثروة السيادية في الدول الغربية تم تأسيس معهد صناديق الثروة السيادية مع نحاية سنة 2007 من قبل كل من مايكل مادويل "Michael Maduell" و كارل لينابورج " Carl Linaburg " و مقره الولايات المتحدة الأمريكية ، و هو منظمة تحدف إلى دراسة الاستثمارات العامة مع التركيز أكثر على صناديق الثروة السيادية وتأثيراتما على الاقتصاد العالمي والسياسة وأسواق المال والتجارة، ويقوم المعهد في سبيل ذلك بوضع البحوث والاستشارات، وأيضا تحديد شروط الشفافية لهذه الصناديق. و كان للمعهد دور في النقاش في الدول الغربية حيث قام بتقديم بعض الدلائل على الغياب النسبي للشفافية في صناديق الثروة السيادية، مستخدما في ذلك مؤشر لينابورج مادويل الذي يرتب مستوى الشفافية من الدرجة الأولى " الأقل شفافية " إلى الدرجة العاشرة " الأكثر شفافية " .

- موشر لينابورج - مادويل للشفافية

يعتمد مؤشر" لينابورج - مادويل" للشفافية على عشرة مبادئ أساسية تحدد مدى شفافية صندوق الثروة السيادية، على أساس أن كل معيار يُضيف درجة إلى تصنيف مؤشر الشفافية المكون من 10 درجات، و تعكس هذه المعايير في مجملها مستوى الشفافية ليطلع عليها المستثمرون، وتشمل هذه المبادئ مايلي:

¹: Brad Allen **:Is there an SWF in your future?** ,IR magazine , May 30, 2014 , Available at: (https://www.irmagazine.com/articles/shareholder-targeting-id/20204/there-swf-your-future/)

الدرجة	المكونات
+1	بيان الصندوق لتاريخه، وأسباب إنشائه، ومصادر الثروة فيه، وهيكل ملكية الحكومة.
+1	التزام الصندوق السيادي بإصدار تقارير سنوية مدققة من خلال مكتب محاسبة خارجي.
+1	بيان الصندوق لنسب ملكيته في الشركات، والعوائد المالية، والتوزيع الجغرافي للملكية.
+1	بيان حجم ومكونات والعائد على احتياطي الصرف الأجنبي، إن وُجد.
+1	توفير الصندوق لقواعد إرشادية بشأن المعايير الأخلاقية، وسياسات الاستثمار، والالتزامات المالية، ومدى
	تفعيل تلك القواعد.
+1	بيان الصندوق لاستراتيجيات وأهداف واضحة.
+1	التحديد الواضح من قبل الصندوق السيادي لمعلومات الاتصال وأي فروع له، إن وجدت.
+1	تحديد الصندوق للمديرين الخارجيين، إن وجدوا.
+1	قيام الصندوق بإدارة موقع الكتروني خاص به.
+1	بيان الصندوق لعنوان مقره الرئيس، ومعلومات الاتصال مثل الهاتف والفاكس.
+10	المجموع

الجدول رقم (50): مكونات مؤشر" لينابورج - مادويل ".

Source: Sovereign Wealth Fund Institute, "Linaburg-Maduell Transparency Index", (2008),

و لا يقتصر هذا المؤشر على صناديق الثروة السيادية بل يخص بالدراسة كذلك صناديق المعاش التقاعدي السيادية و صناديق التحوط، حيث تعتبر 8 علامات ضرورية لتسجل حسن الشفافية في الصندوق، و بذلك يمكن تصنيف صناديق الثروة السيادية التابعة للدول بالأخذ بمؤشر" لينابورج مادويل" للشفافية إلى نوعين:

- صناديق عالية الشفافية وهي الصناديق التي تحصل على علامة 8 من 10 و فق معيار الشفافية،
 - صناديق متدنية الشفافية: هي الصناديق التي تحصل على أقل من 8 علامات.

يعد مؤشر لينابورج- مادويل" للشفافية من مؤشرات قياس الأداء الأكثر مرونة لقلة مكوناته و هذا ما أعطى لمعهد صناديق الثروة السيادية القدرة على قياسه بشكل مستمر في كل فصل حيث يتم تحديث النتائج أربع مرات في السنة .

-أداء صناديق الثروة السيادية وفقا لمؤشر لينابورج- مادويل:

وفقا لتقرير معهد صناديق الثروة السيادية للثلاثي الثاني لسنة 2015 فان 26 صندوقا سياديا في العالم شملتهم دراسة المعهد يعتبر شفافا لحصوله على درجة تساوي أو تفوق 8 دراجات، و من بين هذه الصناديق هناك 11 صندوق استطاع أن يحقق 10 درجات أي أنها تمتثل بشكل تام لمعايير

الشفافية و الحوكمة ، في المقابل هناك 25 صندوقا غير شفاف، و الجدول الموالي يبين درجة شفافية صناديق الثروة السيادية و فقا لمؤشر" لينابورج-مادويل" للشفافية:

الجدول رقم (51): تصنيف صناديق الثروة السيادية وفق مؤشر لينابورج-مادويل

الربع الثاني من						الصندوق	البلد		
2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008		·
10	10	10	10	10	10	10	10	صندوق معاشات التقاعد الحكومي – العالمي	النرويج
10	10	10	10	10	10	10	10	صندوق ألاسكا للدعم الدائم	ألاسكا – و م أ
10	10	10	10	10	9	9	9	صندوق المستقبل الأسترالي	استراليا
10	9	9	9	9	8	7	6	شركة ممتلكات القابضة	البحرين
10	10	10	9	9	9	9	9	الصندوق الاستئماني الادخار التراث ألبرتا	کندا
10	10	10	10	10	10	10	10	صندوق التقاعد	نيوزيلاندا
10	10	10	10	10	10	9	9	صندوق النفط الحكومي	أوزبكستان
10	10	10	10	10	10	10	8	صندوق الاستثمار الاستراتيجي أيرلندا	ارلندة
10	10	10	10	10	10	10	8	تماسيك القابضة	سنغافورة
10	10	10	10	10	10	10	6	شركة مبادلة للتنمية	الإمارات
10	10	10	10	10	10	9	1	صندوق تحقيق الاستقرار الاقتصادي	شيلي
								والاجتماعي	
9	9	1	1	1	1	1	1	هيئة الاستثمار السيادية النيجيرية	نيجريا
9	9	9	5	5	5	5	4	خزانة ناسيونال	ماليزيا
9	9	9	1	1	-	1	1	صندوق احتياطي المعاشات	فرنسا
9	9	9	9	9	9	9	9	شركة كوريا للاستثمار	كوريا الجنوبية
9	9	9	9	9	9	9	9	مجلس الاستثمار ولاية نيو مكسيكو	نيومكسيكو
9	9	9	9	9	9	9	8	الصندوق الاستئماني الدائم وايومنغ	وايومنغ– و م أ
9	9	9	-	-	-	-	-	تكسس	تكسس- و م أ
9	9	-	-	-	-	6	6	الصندوق الاستئماني ألاباما	ألاباما- و م أ
9	9	9	9	-	-	-	-	وكالة الاستثمار في بروناي	بروناي
9	9	9	9	-	3	-	•	شركة الاستثمارات البترولية الدولية	الإمارات
8	7	7	7	-	7	6	1	مؤسسة الاستثمار الصينية	الصين
8	8	8	8	6	6	6	6	صندوق النفط	تيمور الشرقية
8	8	8	8	8	8	8	7	صندوق النقد لهونج كونج	هونج كونج
8							1	صندوق Soberano لأنغولا	انغولا
8	8	8	8	8	5	5	5	صندوق التراث وتحقيق الاستقرار	ترينداد وتوباغو
6	5	5	5	4	4	3	3	جهاز أبو ظبي للاستثمار	الإمارات
6	6	6	6	6	6	6	6	ريت الهيئة العامة للاستثمار	
6	6	6	6	6	6	6	6	مؤسسة حكومة سنغافورة للاستثمار	سنغافورة

6	6	6	6	6	3	3	1	صندوق بولا	بوتسوانا
5	5	4	4	4	2	2	2	مؤسسة الاستثمار الصينية	الصين
5	5	4	4	4	4	4	4	مؤسسة دبي للاستثمار	الإمارات
5	5	4	4	4	4	4	-	CAD	الصين
5	5	5	1	1	1	1	1	صندوق التنمية الوطنية	إيران
5	5	5	5		5	5	5	صندوق الوطني للضمان الاجتماعي	الصين
5	5	5	5	5	5	5	5	جهاز قطر للاستثمار	قطر
5	5	5	5	5	5	5	5	صندوق الضمان الاجتماعي الوطني	روسيا
								وصندوق الاحتياطي	
4	4	4	1		2	2	2	هيئة الاستثمار الليبية	ليبيا
4	4	4	1	1	1	1	1	صندوق الاحتياطي العام للدولة	عُمان
4	4	4	1	1	1	1	1	صندوق عمان للاستثمار	عُمان
4	4	4	4	4	4	4	4	صندوق تحقيق الاستقرار الاقتصادي	فيتنام
4	4	4	4	4	4	3	3	صندوق الاستثمارات العامة	السعودية
4	-	=	=	-	-	-	-	صندوق النفط المكسيكي	المكسيك
4	4	4	4	4	4	3	2	SAMA	السعودية
3	3	3	2	2	2	2	1	EIA	الإمارات
3	1	1	-	1	1	1	1	صندوق التنمية الوطنية	فنزويلا
2	2	8	8	8	6	6	2	المؤسسة الوطنية للاستثمار	كازخستان
1	1	1	1	1	1	1	1	صندوق ضبط الإيرادات	الجزائر
1	1	1	1	1	1	1	1	وكالة بروناي للاستثمار	بروني
1	1	1	1	1	1	1	1	صندوق احتياطي معادلة الإيرادات	كرباجي
1	1	1	1	1	1	1	1	الصندوق الوطني للهيدروكربون الاحتياطيات	المارتناي

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على تقارير الشفافية لمعهد صناديق الثروة السيادية للربع الثاني من السنوات :2010، 2011، 2013، 2012، 2013، 2013، 2012، 2013، 2014

-Sovereign Wealth Fund Institute, Linaburg-Maduell Transparency Index 2010 -2011-2012-2013-2014-2015...

يبين الجدول أعلاه هناك فئتين من صناديق الثروة السيادية حسب امتثالها لمؤشر لينابورج - مادويل ، و هي :

- صناديق ثروة سيادية شفافة:

و هي الصناديق التي حصلت أكثر من 8 علامات، و نجد في هذه الفئة صندوقي الثروة السيادية لكل من سنغافورة والنرويج من أكثر الصناديق شفافية على مستوى العالم حيث تحصل كلا الصندوقين على أعلى درجة شفافية 10 + ، و لقد حافظت على هذا المستوى طوال المدة المدروسة أي من 2008 إلى غاية 2015 .

أما على مستوى الدول العربية فيعتبر أداء شركة مبادلة للتنمية بالإمارات العربية المتحدة الأحسن حيث حافظت على المستوى الأمثل للشفافية و المتمثل في 10+ طوال قترة الدراسة، وبالتالي أصبحت تصنف ضمن الصناديق الأكثر شفافية في العالم ، كما شهدت شركة ممتلكات القابضة البحرينية تقدما في هذا المؤشر تدريجيا لتبلغ العلامة الكاملة 10 درجات سنة 2015 مقابل 9 دراجات سنة 2014 و 8 درجات سنة 2013 هذا دليل على الجهود المبذولة من قبل إدارة شركة ممتلكات من اجل تطبيق أفضل الممارسات الدَّوْليَّة في مجال الشفافية.

- صناديق ثروة سيادية غير شفافة:

و هي الصناديق التي تحصلت على اقل من 8 درجات و نجد في هذه الفئة باقي الصناديق السيادية التابعة للدول العربية و صندوقين تابعان لروسيا و كذلك ثلاث صناديق صينية . فبالنسبة للصناديق الصينية فتحصلت على علامة 5 من 10 مع ملاحظة تحسن طفيف في الشفافية و هذا دليل على أن إدارة هذه الصناديق لا تبذل أي جهود من اجل تحسين من شفافية هذه الصناديق على عكس مؤسسة الاستثمار الصينية التي شهدت تقدما في المؤشر و أصبحت تعد من الصناديق الشفافة ، أما فيما يخص الصندوقين الروسيين فتحصلا على علامة 5 طوال مدة الدراسة و هذا يعني انه لم تبذل هذه الصناديق أي جهد في تحسين من شفافيتها.

و فيما يخص صناديق الثروة السيادية العربية ، يبين المؤشر عدم وجود أي تحسن في أداء الهيئة العامة للاستثمار الكويتية و جهاز قطر للاستثمار ، في حين حدث تحسن نسبي في أداء جهاز أبوظبي للاستثمار ، إلا أن هذا الارتفاع غير كاف، الأمر الذي يتطلب من دولة الإمارات بذل مزيد من الجهود لرفع مستويات أداء صناديقها السيادية، و في المجمل تصنف هذه الصناديق ضمن صناديق الثروة السيادية الأقل شفافية في العالم حيث تحصلت على أقل من (8 +) ، مما يدل على أن الجهود التي تبذلها هذه الدول غير كافية لتحسين ورفع مستويات شفافية صناديقها.

2. إدوين ترومان بالتعاون مع معهد بيترسون للاقتصاد الدولى:

يعد إدوين ترومان" Edwin M. Truman " و هو باحث في معهد بيترسون للاقتصاد الدولي من أوائل المهتمين بموضوع صناديق الثروة السيادية ، و هذا ما سبق التطرق له ، ففي مقال نشر عام 2007 أوضح ترومان بجلاء شديد موقفه من صناديق الثروة السيادية ، حيث طرح في " مقاله ثلاث مواضيع جوهرية تتعلق بصناديق الثروة السيادية، و هي : الشفافية و المحاسبة ، و نطاق و محتوى الأهداف ، و أخيرا الأثر على الاقتصاد العالمي و على التكوين العالمي " ، و سنتطرق لوجهة نظره في كل موضوع على حدة ، فيما يلى :

- الشفافية:

لقد لاحظ ترومان، كما فعل الكثير من المعلقين الآخرين ، أن صناديق الثروة السيادية لا تملك سجلا ناصعا فيما يتعلق بالشفافية في عملياتها و في ما يتعلق بحوكمة هياكلها، و يعود السبب الرئيسي في ذلك إلى أن صناديق الثروة السيادية ، خلافا للكيانات القطاع الخاضعة لنظم وطنية ، ولا تقع تحت طائلة أي التزامات تنظيمية تجعلها تتعهد بالإفصاح عن المعلومات لحملة الأسهم أو للوكالات الحكومية .²

- الأهداف:

إن الاهتمام بالشفافية يدور حسب ترومان حول الأهداف الإستراتيجية لصناديق الثروة السيادية عندما تتنوع محافظها الاستثمارية ليس على المستوى الجغرافي فحسب بل أيضا عبر فئات الأصول. ذلك أن الاستثمار في الأوراق المالية الأمريكية أو أي سيولة أخرى ما عدا تلك التي تقل ضماناتها لا يثير أي اهتمام أو قلق طالما كانت هذه الاستثمارات لا تقود مطلقا إلى الملكية أو إلى مزايا التحكم. لكن الاستثمار في الأسهم، و بخاصة تلك التي تكون في مستوى يقود إلى التحكم المطلق في الشركات، فهو شيئ مختلف كليا. و هنا نعود مرة أخرى إلى الاختلافات بين مساهمي القطاع الخاص كمالكين شركاء في الشركات و بين صناديق الثروة السيادية كمالك شريك أو مالك مطلق.

و قد يكون مسعاهم من اجل تأمين أصول إستراتيجية حساسة في صناعات البيئة التحتية مثل الإعلام، و الاتصال، و الموانئ البحرية و الطاقة. و تستخدم هذه الأصول بطريقة مغايرة

 $^{^1}$: Edwin M. Truman and Senior Fellow: **A Scoreboard for Sovereign Wealth Funds**, Peterson Institute for International Economics, All rights reserved, October 19, 2007, Available at:

⁽ https://piie.com/publications/papers/truman1007swf.pdf)

 $^{^{2}}$: راشد بن حمد الشرقي ، مرجع سابق ، ص 30

للضمانات في الدول الغربية ، أو من اجل الاطلاع على كيفية إدارة و تشغيل الشركات في الخارج لاستخدام هذه المعرفة لتحسين تنافسية شركاتهم الوطنية، أو أنهم يسعون لاستغلال موقعهم كشركاء ليتخلصوا من بعض الإدارات أو ليفرضوا ضغوطا عليها لتتخذ قرارات تؤدي إلى تعظيم الوضعية التنافسية لبعض شركات الصناديق السيادية أكثر من تعزيز قيمة أسهم الشركة .

و في حالة حرم انهم من الاستثمار في الصناعات المتعلقة بالدفاع، يسعون إلى الاستثمار في الأشكال ذات الاستخدامات المزدوجة مثل المدنية العسكرية، فيحصلون بهذه الطريقة على مزية عسكرية .

التأثير:

يفترض ترومان بأن مقدرة صناديق الثروة السيادية على إحداث إختلالات في الأسواق المالية الترتبط مباشرة بحجمها و بغياب الشفافية فيها، و بمخاطرة احتمال تأثير الأهداف السياسية على إدارتها"، كما يرى أن صناديق الثروة السيادية تستطيع زعزعت العملية الراسخة في الأسواق الحرة و المتمثلة في التدفق الحر للمعلومات و ذلك بسبب غياب الشفافية فيها و عدم ثقة العملاء الآخرين العاملين في هذا النظام بإجراءاتها .

و بناءا على ما سبق قام ترومان بوضع مقاييس أداء تجنب صناديق الثروة السيادية الوقوع في الإشكالات الثلاث السابقة الذكر.

- مؤشر ترومان لأداء صناديق الثروة السيادية:

يهدف مؤشر ترومان إلى قياس أداء صناديق الثروة السيادية، وهذا من خلال القيام بعدة دراسات أولها سنة 2007 و شملت 32 صندوقا سياديا تابعا له 28 بلدا ، و بعد ذلك قام بعدة تعديلات على الدراسة لتصبح مكونة من 33 سؤال في سنة 2008 و قام بتوسع العينة لتصبح مكونة من 34 صندوق سيادي و 10 صناديق تقاعد تابعة له 37 بلد ، و تتمحور الأسئلة في كل دراسات ترومان حول أربع فئات أساسية هي : 1 - الهيكل (أهداف الصندوق و إستراتيجيته الاستثمارية) ؛ 2 - الحوكمة ، 3 - الشفافية و المساءلة ،4 - السلوك (مدى و سرعة تعديل الحافظات).

و تتكون كل فئة من الفئات السابقة الذكر و هذا حسب أخر تعديل لترومان للمؤشر، ما يلي :

راشد بن حمد الشرقي، المرجع السابق ، ص 1

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

الجدول رقم (52): مكونات معيار الهيكلة:

التنقيط	المكونات
1	تحديد أهداف الصندوق
1	الإطار القانويي
1	تغير هيكل الصندوق
1	إستراتيجية الاستثمار
1	مصدر تمويل
1	استخدام عائدات الصندوق
1	التكامل مع الموازنة العامة
1	منفصلة عن الاحتياطيات الدولية
8	المجموع

Source: 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, REVISEDDE CEMBER 2013, p 19.(https://piie.com/publications/pb/pb13-19.pdf.)

- المعيار الثاني" حوكمة الصندوق: "يشمل مدى وضوح دور الحوكمة في إستراتيجية الاستثمار للصناديق محل الدراسة، و صلاحيات مديري تلك الصناديق، ومدى وجود مؤشرات تحكم نزاهة ومهنية القائمين على الاستثمار.

الجدول رقم (53): مكونات معيار الحوكمة.

التنقيط	المكونات
1	دور الحكومة
1	دور الهيئة الحاكمة
1	دور مسيري الصندوق
1	القرارات المتحذة من المسيرين
1	المعايير الأخلاقية الداخلية
1	وجود توجيهات تحدد مسؤولية الصندوق
1	وجود توجيهات أخلاقية تضبط نشاط الصندوق
7	المجموع

Source: Allie E . Bagnall and Edwin M. Truman , Op-Cit , p:21

- المعيار الثالث" المساءلة والشفافية ": يشمل توفر المعلومات الفصلية و السنوية عن الاستثمارات، وأدائها، و حجم الصناديق و عوائدها و التوزيع الجغرافي للاستثمارات، وفي ما بين العملات، والرقابة المالية الداخلية والخارجية عليه.

والشفافية.	المساءلة	معيار	مكونات	:(54)	ل رقم	الجدوا

التنقيط	المكونات
1	الإفصاح عن فئات الاستثمارات
1	المعايير المتبعة في اختيار الاستثمار
1	التصنيفات الائتمانية
1	الأمر الرسمي
1	الإفصاح عن حجم أصول الصندوق
1	الإفصاح عن العائد المحقق
1	الإفصاح عن البلدان المستثمر فيها
1	الإفصاح عن الاستثمارات الخاصة
1	تكوين العملة
2	نشر تقارير: سنوية، وفصلية
3	وجود مراجعة: مستقلة ،خارجية، والإعلان عن نتائجها
14	المجموع

Source: Allie E. Bagnall and Edwin M. Truman, Op-Cit, pp 23-25.

- المعيار الرابع " سلوك الصناديق : يبين هذا المعيار كيفية إدارة الصناديق لمحافظها الاستثمارية واستخدام تقنية الرفع المالي والمشتقات المالية

الجدول رقم (55): مكونات معيار سلوك الصناديق.

التنقيط	المكونات
1	سياسة إدارة المخاطر
1	استخدام سياسات الرفع المالي
1	وجود سياسة خاصة المشتقات المالية
1	كيفية تعديل المحفظة الاستثمارية
4	المجموع

Source: AllieE . Bagnall and Edwin M. Truman Op-Cit, p: 27

3.أداء صناديق الثروة السيادية وفقا لمؤشر ترومان :

و لقد قام ترومان بنشر أربع تقارير لنتائج قياس مؤشر الأداء و هذا منذ وضعه للمؤشر سنة 2007، و الجدول التالي يبين لنا درجات الأداء للسنة 2012 لـ 53 صندوقا سياديا، و نسبة التقدم في المؤشر .

الجدول رقم (56): تصنيف صناديق الثروة السيادية وفق مؤشر ترومان

% الوحدة: نسبة مؤوية

2012	لمقارنة مع سنة	درجة الشفافية با	نسبة التغير في		
score		2012		الصندوق	البلد
	2009-12	2007-09	2007-12	-	
98	1	5	6	صندوق المعاشات الحكومي الإجمالي	النرويج
94	0	2	2	صندوق التقاعد	نيوزيلندا
91	9	20	29	صندوق تحقيق الاستقرار الاقتصادي	شيلي
				والاجتماعي	
91	0	19	19	صندوق ألاسكا للدعم الدائم	ألاسكا – و م أ
89	9	12	21	صندوق المستقبل الأسترالي	استراليا
88	12	10	22	صندوق النفط الحكومي	أوزبكستان
86	13	- 5	8	الصندوق الاستئماني الادخار التراث ألبرتا	کندا
85	0	-2	-2	صندوق النفط	تيمور الشرقية
83	0	34	34	صندوق التراث وتحقيق الاستقرار	ترينداد وتوباغو
76	3	19	22	تماسيك القابضة	سنغافورة
73	10	15	25	الهيئة العامة للاستثمار	الكويت
71	6	7	13	المؤسسة الوطنية للاستثمار	كازخستان
69	9	24	33	شركة كوريا للاستثمار	كوريا الجنوبية
66	1	56	57	مؤسسة حكومة سنغافورة للاستثمار	سنغافورة
65	6	45	51	شركة مبادلة للتنمية	الإمارات
64	7	33	40	مؤسسة الاستثمار الصينية	الصين
59	15	6	21	خزانة ناسيونال	ماليزيا
58	0	56	56	جهاز ابوظبي للاستثمار	الإمارات
56	0	-2	-2	صندوق بولا	بوتسوانا
53	3	12	15	صندوق الضمان الاجتماعي الوطني	روسيا
				وصندوق الاحتياطي	
48	0	-1	-1	حساب النفط الوطني	ساو تومي
					و برينسيب*
44	0	16	16	صندوق النفط المكسيكي	المكسيك
41	12	7	19	صندوق التنمية الوطنية	إيران
35	0	5	5	صندوق احتياطي معادلة الإيرادات	كرباجي
29	0	11	11	صندوق ضبط الايرادات	الجزائر
29	2	3	5	صندوق التنمية الوطنية	فنزويلا
27	4	3	7	صندوق الاحتياطي العام للدولة	غُمان

* : ساو تومي وبرينسيب دولة إفريقية.تتكون من جزيرتين في خليج غينيا عند خط الاستواء غرب الغابون

27	0	5	5	صندوق تحقيق الاستقرار في الاقتصاد الكلي	فنزويلا
21	0	11	11	وكالة بروناي للاستثمار	برويي
18	0	-2	-2	حساب عائدات النفط لتحقيق الاستقرار	جنوب السودان
17	2	7	9	جهاز قطر للاستثمار	قطر
17	0	2	2	استثمار العالمية – دبي	الإمارات
59	4	14	17	المتوسط	
90	4	-	-	صندوق احتياطي المعاشات الوطنية (PR)	ايرلندا
89	0	-	-	الصندوق الاستئماني الدائم وايومنغ	وايومنغ- و م أ
85	17	-	-	صندوق احتياطي التقاعد (PR)	شیلي
79	0	-	-	مجلس الاستثمار ولاية نيو مكسيكو	نيو مكسيكو-و م أ
70	0	-	-	صندوق النقد لهونج كونج	هونج كونج
67	0	-	-	الصندوق الاستئماني ألاباما	ألاباما- و م أ
55	0	-	-	شركة دبي انترناشيونال كابيتال	الإمارات
46	20	-	-	شركة الاستثمارات البترولية الدولية	الإمارات
39	9	-	-	شركة ممتلكات القابضة	البحرين
38	3			صندوق تحقيق الاستقرار الاقتصادي	فيتنام
21	0	-	-	مؤسسة دبي للاستثمار	الإمارات
72	3	-	_	المتوسط	

Source: AllieE . Bagnall and Edwin M. Truman , Op-Cit, p p 8-9.

من خلال الجدول أعلاه يتبين لنا أن صناديق الثروة السيادية شهدت تحسن كبير في الأداء خلال الفترة 2007-2009، مقابل مستوى تحسن أقل بكثير منذ عام 2009. مع الإشارة لكون التحسن في الفترة الأولى كان جوهريا و يتعلق " بالكيفية التي يمكن بها تغيير بنية الصندوق، وتحديد مسؤوليات الأطراف التي تقوم بإدارة الصندوق، ومراجعة الحسابات ، ونشر معلومات عن عائدات الأموال، أما في الفترة الأخيرة، فكان التحسن الأكثر يتعلق بتوفير المعلومات عن تكوين العملة في المحفظة الاستثمارية ، و التوجهات الاستثمارية ، و نشر مراجعات الحسابات" 1.

و وفقا للجدول ، يمكننا تقسيم صناديق الثروة السيادية إلى أربع مجموعات، كما يلي :

- صناديق ثروة سيادية حققت مستوى أداء مرض : و هي الصناديق التي حققت درجة تزيد عن 70 %، و تشمل هذه المجموعة 16 صندوقا سياديا، و نجد ضمن هذه الفئة الصناديق التابعة لكل من النرويج و نيوزيلندا و دول نامية كترينداد وتوباغو وتعد هذه الصناديق الأحسن أداء في العالم،

¹: Allie E. Bagnall and Edwin M. Truman, Op-Cit., p p 10-9.

حيث تقدر نسبة الأداء لصندوق المعاشات الحكومي الإجمالي النرويجي بد : 98% و هي أعلى نسبة على مستوى عالي من الشفافية منذ نسبة على مستوى صناديق العالم حيث تبين الأرقام انه حافظ على مستوى عالي من الشفافية منذ 2007 إلى غاية 2012 وهو أمر يعكس طبيعة المعاملات الاقتصادية ونوعية النظام الاقتصادي السائد في البلد، و نجد في المرتبة الثانية الصندوق التابع لنيوزيلندا بدرجة أداء 94%، في حين نجد تماسيك القابضة التي حققت مستوى 76% مع تحقيق تحسن كبير في سنة 2007 و تبين هذه النتيجة التزام إدارة تماسيك بمعايير الحوكمة .

كما نجد في هذه الفئة الهيئة العامة للاستثمار الكويتية التي احتلت المرتبة الأولى عربيا بمعدل 73% وهذه النسبة مقبولة تعكس مختلف الجهود المبذولة من طرف السلطات لتحسين أداء الصندوق إلا أنه يبقى اقل من المستوى المرجو مما يعنى أن الحكومة مطالبة ببذل مجهود أكبر في هذا المجال.

- صناديق ثروة سيادية حققت مستوى أداء ضعيف: وهي الصناديق التي تحصلت على درجة ما بين 50 % و 70 %، و تشمل هذه الفئة 11 صندوقا سياديا ، و من بين الصناديق التابعة لهذه الفئة نجد جهاز أبوظبي للإستثمار الذي حقق اكبر نسبة تقدم في المؤشر منذ سنة 2007 ليبلغ في سنة 2012 نسبة 58 % ، و إن كانت هذه النسبة لا تعكس وزن وحجم الصندوق الذي يعتبر أكبر صندوق ثروة سيادي في العالم، وبالتالي فإن السلطات مطالبة بتغيير سياسات إدارة صندوقها السيادي وبذل مجهود أكبر لتحسين ورفع مستوى أداء الصندوق .

- صناديق ثروة سيادية حققت مستوى أداء جزئي: و هي الصناديق التي تحصلت على درجة ما بين 30 % و 50 % ، و تشمل هذه الفئة 7 صناديق سيادية ، و نجد في هذه الفئة الصناديق التابعة لكل من الإمارات العربية و البحرين و إيران، حيث حققت شركة الاستثمارات البترولية الدولية التابعة للإمارات نسبة أداء 46 % ، وحققت شركة ممتلكات القابضة البحرينية نسبة أداء 39 % و هذا المستوى مقبول لحد ما نتيجة حداثة هذين الصندوقين.

- صناديق ثروة سيادية حققت مستوى أداء مقصر: وهي الصناديق التي تحصلت على درجة 30% و ما دون ، و تشمل هذه الفئة على 9 صناديق سيادية ، و من بين هذه الفئة نجد صندوقين من الإمارات العربية وهي شركة استثمار دبي العالمية بدرجة 17% ، و مؤسسة دبي للاستثمار بدرجة 20% ، كما نجد ضمن هذه الفئة جهاز قطر للاستثمار و الذي تحصل على درجة 17% ، وصندوق ضبط الإيرادات الجزائري بدرجة امتثال 29%.

المبحث الثالث: صناديق الثروة السيادية في ظل مبادئ سانتياغو

كان لتدخل صندوق النقد الدولي من خلال إنشاء مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية و منه اعتماد مبادئ توجيهية دولية بشأن أفضل الممارسات لإدارة صناديق الثروة السيادية دورا كبيرا في تحدئة المخاوف بشأن تسييس صناديق الثروة السيادية.

أولا: مجموعة العمل الدولية و وضع مبادئ سانتياغو:

بحلول أفريل 2008، أدركت مجموعة من الدول، التي تملك ما مجموعه 26 صندوقاً سيادياً، بأن ثمة حاجة ملحّة إلى التدليل على أنها تضطلع بدور بنّاء في الاقتصاد العالمي. وبدعم من صندوق النقد الدولي، قامت هذه الصناديق بتأسيس مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية، وتمثّل الهدف الرئيس لمجموعة العمل تلك في تطوير موقف مشترك بين صناديق الثروة السيادية للحفاظ على نظام استثماري عابر للحدود يتميّز بالانفتاح وعدم التمييز.

1. مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية :

تتألف مجموعة العمل الدولية من 23 دولة من أعضاء صندوق النقد الدولي، بالإضافة إلى ثلاثة بلدان من أعضاء منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي، والبنك الدولي، تمارس عملها كمراقبين دائمين.

و بعد عدة مباحثات بين الدول المستقبلة و الدول مالكة الصناديق، قرّرت مجموعة العمل الدولية بأن الطريق الأمثل للمضي قدماً، يتمثّل في وضع مجموعة من المبادئ غير الملزمة التي توثّق القرارات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية التي يجب أن تسيرها الاعتبارات المالية والاقتصادية لا الدوافع السياسية. وبناءً على ذلك، انبثقت عن مجموعة العمل الدولية مجموعة فرعية تتولى أعمال الصياغة الفنية، وبدعم من خبراء صندوق النقد الدولي.

واجتمعت مجموعة العمل الدولية ثلاث مرات، واجتمعت المجموعة الفرعية في ثلاث مناسبات أيضا، وحرصت مجموعة العمل الدولية في مناقشاتها على أن تواصل الحوار النشيط مع عدد من

^{*:} وتضم مجموعة العمل الدولية في عضويتها كلا من أستراليا وأذربيجان والبحرين وبوتسوانا وكندا وشيلي والصين وغينيا الاستوائية وإيران وآيرلندا وكوريا الجنوبية والكويت وليبيا والمكسيك ونيوزيلندا والنرويج وقطر وروسيا وسنغافورة وتيمور -ليشتي وترينيداد وتوباغو والإمارات العربية المتحدة والولايات المتحدة. ويشارك بصفة مراقب دائم كل من عمان والمملكة العربية السعودية وفييت نام و"منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي" والبنك الدولي. وقد أسهم صندوق النقد الدولي في تيسير وتنسيق عمل المجموعة عن طريق القيام بمهام الأمانة المطلوبة لعملها.

البلدان المتلقية للاستثمارات والمفوضية الأوروبية. واسترشدت المجموعة في و ضعها للمبادئ الحاكمة لصناديق الثروة السيادية، بالأهداف التالية: 1

- إرساء هيكل شفاف وسليم للحوكمة يكفل الضوابط التشغيلية الملائمة وسلامة إدارة المخاطر والمساءلة،
- ضمان الالتزام بكافة متطلبات التنظيم والإفصاح المرعية في البلدان التي تستثمر فيها صناديق الثروة 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. واستعرضت مجموعة العمل الدولية أيضا الممارسات التي يتبعها أعضاؤها، واستندت في أعمالها إلى المجموعة الحالية من المعايير والمدونات الدولية .وتضمنت هذه المجموعة المبادئ التوجيهية لصندوق النقد الدولي ومعاييره ذات الصلة، والمبادئ التوجيهية لمنظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي بشأن حوكمة الشركات، والمبادئ الطوعية التوجيهية التي وضعتها مؤسسات الاستثمار الكبيرة في القطاع الخاص. ويركز كثير من هذه المبادئ التوجيهية على قضايا الحوكمة والشفافية والمساءلة، و أطرادة المخاطر .وثمة هدف مشترك لهذه المعايير والمبادئ التوجيهية وهو طمأنة الدول الغربية على أن المؤسسات تدار إدارة حسنة، و أن حدود المسؤولية واضحة، و أن مستويات الشفافية من شأنها تسهيل المساءلة وهو ما ينطوي على أهمية فائقة لصناديق الثروة السيادية لأن الملكية الحكومية تقترن بالحاجة إلى معايير رفيعة المستوى فيما يتعلق بالمساءلة.

2. السمات الرئيسية لمبادئ سانتياغو:

تغطى مبادئ سانتياغو المجالات الرئيسة التالية:2

- الإطار القانوني والأهداف والاتساق مع السياسات الاقتصادية الكلية،
 - الإطار المؤسسى وهيكل الحوكمة،

^{1 :} مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية : مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية تعرض "مبادئ سانتياغو "على اللجنة الدولية الدولية للشيؤون النقديسة والماليسة ، بيان صحفي رقم 06 / 08 ، تاريخ النشر : 11 أكتوبر 2008 ، ص ص 3-4 ، على الرابط : (http://www.iwg-swf.org/pr/pdf/ara/pr0806a.pdf)

نفس المرجع السابق ، ص 3. 2

- إطار الاستثمار وإدارة المخاطر.

وبطبيعة الحال فإن هذه المبادئ تخضع لقوانين بلد الموطن ولوائحه و اشتراطاته. و أدمجت عناصر الشفافية و الإفصاح في جميع أجزاء مبادئ سانتياغو لضمان المساءلة. وهذا الهيكل يشبه بوجه عام هياكل عدد من المبادئ التوجيهية والمدونات والمعايير ذات الصلة مثل منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي 2005. و أدمجت الإشارات الواردة في مبادئ سانتياغو إلى الشفافية والإفصاح في الأجزاء الثلاثة لهذه المبادئ بدلا من أن تشكل جزءا منفصلا.

و فيما يلي تحليل للسمات الرئيسية للمبادئ والممارسات. وتوضيح كيف تسعى هذه المبادئ إلى معالجة القضايا الرئيسية المحيطة بصناديق الثروة السيادية:

- الإطار القانويي والأهداف والتنسيق مع السياسات الاقتصادية الكلية:

اعترفت مجموعة العمل الدولية بأن وجود أطر قانونية واضحة و سليمة مسألة مهمة نظرا لأنها تشكل أساسا تستند إليه هياكل الحوكمة، وتوفر كيانا لخطوط واضحة للمسؤولية، كما أنها تساعد صندوق الثروة السيادية على العمل بطريقة فعالة. و إن من الأهمية بمكان أيضا التنسيق مع السياسة الاقتصادية الكلية المحلية، لأن حجم أصول صندوق الثروة السيادية وعائداته وعملياته يمكن أن يؤثر إلى حد كبير على المالية العامة و الأحوال النقدية وميزان المدفوعات، وتغطي المبادئ عددا من العناصر المهمة في هذا المجال:

- المبدأ 1: و ترد في هذا المبدأ الحاجة إلى وجود أطر قانونية سليمة و واضحة، يتم الإفصاح عنها علنا، وتوضح أبعاد العلاقة بين صناديق الثروة السيادية وغيرها من كيانات الدولة.

- المبدأ 2: ينص على وجوب تحديد و بوضوح الغرض من إنشاء صندوق الثروة السيادية من منظور السياسات، والإفصاح عن هذا الغرض علنا "1. وهذه العناصر جميعا " تسهم في الحوكمة الرشيدة والشفافية، كما يتضح في عدد من معايير صندوق النقد الدولي ومبادئه التوجيهية. و إن وضوح الغرض من إنشاء الصندوق من منظور السياسات، لا سيما الإفصاح عن هذا الغرض علنا، كفيل بالحماية من التدخل السياسي في قرارات الاستثمار، وتعزيز الفهم العام لأهداف صندوق الثروة السيادية و أدائه " 2.

¹: International Working Group of Sovereign Wealth Funds: **Sovereign Wealth Funds: Generally Accepted Principles and Practices, «Santiago Principles»**, Washington D.C, October 2008 ,p7 , Available at: (http://www.iwg-swf.org/pubs/eng/santiagoprinciples.pdf)

 $^{^{2}}$: أودايبر داس و آخرون ، مرجع سابق ، ص 65 .

- المبدأ 3: ينص على ضرورة التنسيق الكامل بين أنشطة صندوق الثروة السيادة الوطنية و صوغ السياسة الاقتصادية الكلية. ويُبرز هذا المبدأ أنه ينبغي ضمان التنسيق الوثيق بين أنشطة صناديق الثروة السيادية ذات الانعكاسات الاقتصادية الكلية المباشرة المهمة، و سلطات المالية العامة والسلطات النقدية المحلية. وهذا يساعد على ضمان دعم صندوق الثروة السيادية لإطار السياسة الاقتصادية الكلية، و ألا يكون مناهضا له.

- المبدأ 4: يتضمن قواعد واضحة بشأن المنهج العام لصندوق الثروة السيادية إزاء التمويل و السحب و الإنفاق، و الإفصاح عنها علنا، ويساعد هذا المبدأ على ضمان الاتساق بين أنشطة الصندوق وعمليات الميزانية و أهدافها. ومن شأن و ضع إطار يمكن التنبؤ به أن يساعد القائمين على إدارة الاستثمار، إذ يسمح لهم بالتفكير البعيد المدى والاستثمار المتسع الأفق. كما أن نشر هذه القواعد يدعم المساءلة. وتنص المبادئ على أن صناديق الثروة السيادية ستفصح علنا عن السياسات أو القواعد المتعلقة بمنهجها العام إزاء عمليات التمويل والسحب والإنفاق. وعلى الرغم من فائدة ذلك لأغراض الشفافية الكلية للمالية العامة في بلد، على النحو المبين في مدونة صندوق النقد الدولي بشأن شفافية المالية العامة، ينبغي أيضا للملاك الحكوميين لصناديق الثروة السيادية إضفاء الوضوح على الروابط بين صندوق الثروة السيادية و إطار الميزانية المتوسط الأجل، ونشر البيانات المتعلقة بتعاملات صناديق الثروة السيادية مع الحكومة" 1.

- المبدأ 5: إن توفير البيانات لوكالات الإحصاءات الوطنية لإدراجها في مجموعات البيانات الاقتصادية الكلية، مسألة مهمة لكي يتمكن صناع السياسات والمستعملين الآخرين من الحصول على بيانات كاملة تشمل عمليات صناديق الثروة السيادية .و سيكفل ذلك دقة المعلومات المتاحة عن الأداء الاقتصادي لبلد ما. ولم يتضح حتى الآن ما إذا كانت المعلومات المتاحة عن صناديق الثروة السيادية قد أدرجت على نحو دقيق في مجموعات البيانات الاقتصادية الكلية. وتنص مبادئ سانتياغو صراحة على ضرورة تزويد وكالات الإحصاءات بالبيانات ذات الصلة. ويعتزم صندوق النقد الدولي تشجيع وكالات الإحصاءات على إدراج هذه البيانات في مجموعات البيانات الاقتصادية الكلية، وسيتعاون معها تحقيقا لهذا الغرض.

أ : أودايبر داس و آخرون ، مرجع سابق ، ص 68.

- الإطار المؤسسي وهيكل الحوكمة:

تساعد هياكل الحوكمة الواضحة والسليمة، وتقسيم الأدوار والمسؤوليات، ومعايير المحاسبة والمراجعة الرفيعة المستوى، على دعم الحوكمة السديدة للشركات من خلال توفير الضوابط والموازنات التي تدعم وتعزز الاستقلالية التشغيلية في إدارة عمليات صندوق الثروة السيادية. و إن توفير معلومات مالية منتظمة يقدم صورة موثوقة عن أداء صندوق الثروة السيادية ويقوي المساءلة، وتعزيز، الثقة في البلدان المتلقية للاستثمارات للاستثمار. وتشمل المبادئ في هذا المجال عناصر رئيسية تنطوي على قيمة أساسية للحوكمة الرشيدة للشركات؛ وتحدد الإطار لتقديم المعلومات إلى مالكي صناديق الثروة السيادية والقائمين على تنظيمها، ولكنها تنص أيضا على الإفصاح علنا عن مجموعة محدودة فقط من المعلومات المالية.

-المبادئ 9 -6 و 16 *: تناولت هذه المبادئ توزيع السلطات والفصل بينها .وبعض هذه المبادئ مستمد من المبادئ التوجيهية لمنظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي بشأن حوكمة المنشآت المملوكة للدولة، والتي تعزز الاستقلالية التشغيلية.

وتضع هذه المبادئ حدودا فارقة للمسؤوليات وتقسمها بين مالك صندوق الثروة السيادية، وهيئاته الحاكمة، و إدارته. وهذه المبادئ من المرونة بحيث يمكنها مراعاة الهياكل المؤسسية المختلفة لصناديق الثروة السيادية؛ ومثال ذلك أن بعض هذه الصناديق قد أنشئ في شكل كيانات قانونية منفصلة، بينما أنشئ البعض الآخر في شكل مجموعات للأصول بدون شخصية قانونية (اعتبارية) منفصلة، وترد هذه الاختلافات في التعليقات المصاحبة لهذه المبادئ.

- المبدأ 11: يتم إعداد تقرير سنوي مصحوب بكشوف مالية عن عمليات صندوق الثروة السيادية وكيفية ادائه، و ذلك في الوقت المقرر و طبقا للمعايير المحاسبية الدولية القومية المعمول بها و مع مراعاة متطلبات الاتساق. ومع ذلك، لا تشجع المبادئ نشر تقرير سنوي، على الرغم من أن النشر يحظى باعتراف عام باعتباره أداة مهمة من أدوات الشفافية والمساءلة .

- المبدأ 12: تغطي المبادئ عمليات المحاسبة والمراجعة طبقا للمعايير المحاسبية الدولية أو القومية المعمول بحا، وتنص على إعداد تقرير سنوي ولكنها لا تشترط نشره. وتسلم المبادئ بضرورة وجود معايير و إجراءات للمراجعة الدقيقة الداخلية، ووجود مراجع خارجي مستقل للحسابات.

^{*:} انظر الملحق رقم 5.

- تنص المبادئ على إبلاغ المعلومات المالية الخاصة لصندوق الثروة السيادية إلى ملاكه (المبدأ 23) و إلى هيئات التنظيم في البلدان المتلقية للاستثمارات (المبدأ 15) ، ولكن من المستحسن أيضا الإفصاح علنا عن هذه المعلومات على نطاق أوسع. وطبقا لهذه المبادئ، ينبغي لصندوق الثروة السيادية الإفصاح علنا عن المعلومات المالية ذات الصلة، بما في ذلك تخصيص الأصول، والقواعد القياسية، وكذلك معدلات العائد في فترات تاريخية ملائمة عند الاقتضاء (المبدأ 17). ولكن المبادئ لا تغطي مجالات أخرى من المعلومات المالية عن صندوق الثروة السيادية، مثل الكشوف المالية المراجعة، والمعلومات عن حجم الأصول الخاضعة للإدارة، واستخدام المشتقات المالية، والرفع المالي؛ و ستقدم هذه المعلومات علانية بناء على ما يراه صندوق الثروة السيادية، أو تقدم سرا إلى هيئات التنظيم بناء على طلبها. ومن المسلم به أيضا أن بعض صناديق الثروة السيادية حديثة النشأة قد تحتاج إلى مزيد من الوقت لكي تتمكن من الإفصاح عن المعلومات ذات الصلة المذكورة في (المبدأ 17)، وقد ناقشت من الوقت لكي تتمكن من الإفصاح عن المعلومات ذات الصلة المذكورة في (المبدأ 17)، وقد ناقشت موعلى الرغم من التباين الواضح في وجهات النظر في إطار مجموعة العمل الدولية، إلا أنها قررت في أنه المطاف أن الإفصاح العلني ينبغي ألا يتجاوز تقديم معلومات مالية ملائمة تكفي لإيضاح التوجه نفاية المطاف أن الإفصاح العلني ينبغي ألا يتجاوز تقديم معلومات مالية ملائمة تكفي لإيضاح التوجه نفاية المطاف أن الإفصاح العلني ينبغي ألا يتجاوز تقديم معلومات مالية ملائمة تكفي لإيضاح التوجه نفاية المطاف أن الإقصاح العلني ينبغي ألا يتجاوز تقديم معلومات مالية ملائمة تكفي لإيضاح التوجه نفي المناق ال

- الاستثمار و إطار إدارة المخاطر:

إن من الضروري وضع سياسات استثمارية سليمة ومحددة المعالم، وبناء أطر لإدارة المخاطر من أجل ضمان اتساق قرارات صندوق الثروة السيادية مع أغراضه ومع أهدافه الاستثمارية، ولكي يتسنى إدارة المخاطر بكفاءة وفعالية. و إن من شأن الشفافية على وجه الخصوص فيما يتعلق بالنسق التصويتي لصندوق الثروة السيادية، أن تطمئن الأطراف المعنية الأخرى، بما فيها البلدان المتلقية للاستثمارات، بأن أعمال الصندوق تتسق مع أهدافه المعلنة.

-المبدأ 18: ترمي المبادئ في هذا المجال إلى تحقيق مزيد من الوضوح بشأن السياسات الاستثمارية لهذه الصناديق و أطرها لإدارة المخاطر، وكذلك سياساتها بشأن ممارسة حقوق الملكية. وتنص المبادئ على وجود سياسة استثمارية سليمة، ونشر توصيف لهذه السياسة. وينص هذا المبدأ أيضا على أن السياسة الاستثمارية لصندوق الثروة السيادية ينبغى أن تتسم بالوضوح والاتساق مع أهدافه المحددة،

ودايبر داس و آخرون ، مرجع سابق ، ص 69. 1

والمخاطر التي يتعرض لها ودرجة تحمله لها، حسبما حددتها الجهة المالكة أو الهيئة أو الهيئات الحاكمة للصندوق، و أن ترتكز على مبادئ سليمة لإدارة الحافظة. و أن صندوق الثروة السيادية إذ يحدد سياسته الاستثمارية، فإنه يلتزم بالمساءلة عن خطة استثمارية ملائمة ومنضبطة. وينبغي أن يسترشد صندوق الثروة السيادية بسياسته الاستثمارية في تقنين مدى انكشافه للمخاطر المادية و إمكانية استخدامه للرفع المالي.

• المبدأ 19: ينص على أنه ينبغي لصناديق الثروة السيادية أن تعمل استنادا إلى أسس اقتصادية ومالية. وينبغي أن تعدف القرارات الاستثمارية لصندوق الثروة السيادية إلى تعظيم العائد المالي المعدل حسب المخاطر بما يتوافق مع سياسة الاستثمارية. ويرمي هذا الالتزام الرئيسي إلى تحدئة الخواطر في البلدان المتلقية للاستثمارات.

تتناول المبادئ أيضا القضية الحاسمة التي تتعلق بالإفصاح علنا عن سياسات التصويت في صندوق الثروة السيادية. وتدعو المبادئ صناديق الثروة السيادية إلى الإفصاح علنا ومقدما، عن مناهجها إزاء التصويت، بما في ذلك العوامل الرئيسية التي تسترشد بها في ممارسة حقوق الملكية، ولكن ينبغي أن يُترك أي إفصاح لاحق عن نسق التصويت الفعلي لتقدير صندوق الثروة السيادية. وعلى الرغم من أن الإفصاح عن سجلات التصويت يمكن أن يساعد على التحقق مما إذا كان النسق التصويتي لصندوق الثروة السيادية يتمشى مع النوايا المعلنة، فقد رأى عدد من أعضاء مجموعة العمل الدولية أن الالتزام بالإفصاح علنا عن سجلات التصويت يتجاوز ما هو مطلوب حسب فهمهم لكيانات مؤسسية استثمارية أخرى (مثل صناديق التحوط، و صناديق الأسهم الخاصة). ومع ذلك اتفق أعضاء مجموعة العمل الدولية على أن الإفصاح عن سياسات التصويت ينبغي أن يتسم بدرجة كافية أعضاء مجموعة العمل الدولية على أن الإفصاح عن سياسات التصويت ينبغي أن يتسم بدرجة كافية من الشفافية لكي يوضح أن السياسات تستند إلى معايير اقتصادية ومالية . 1

-المبدأ 24: ينص على تقيّم تطبيق المبادئ على نحو منتظم .وتشمل الخيارات المتاحة لهذه المراجعة التقييم الذاتي، والتحقق بواسطة طرف ثالث. و إن من الضروري متابعة العمل بشأن هذه القضية.

3. وجهات النظر المختلفة حول مبادئ سانتياغو:

من أهم وجهات النظر التي كانت مؤيدة لما تمثله مبادئ سانتياغو كحل لتنظيم صناديق الثروة السيادية، ما جاء به سيمون ميزاكابو "حيث يرى أن مبادئ سانتياغو هي "استجابة تنظيمية عالمية

أ : أودايبر داس و آخرون ، المرجع السابق ، ص 69 .

متوازنة و ملائمة " 1 لظهور صناديق الثروة السيادية كلاعب أساسي في النظام المالي العالمي، و نشير هنا إلى أن المعضلة الأساسية التي جابحت صناع القرار في الاقتصاديات المتقدمة تتمثل في:

- من جهة ، في أن فرض قيود تنظمية صارمة على صناديق الثروة السيادية يعرض عمليات النظام العالمي السلسة و الفعالة للخطر ،
- و من جهة أخرى في أن عدم فرض أي قيود يعني تعرض الأمن القومي و المصالح الاقتصادية لخطر تمديدات محتملة .

و حسب سيمون ميزاكابو، تقوم مبادئ سانتياغو بحل هذه المعضلة بواسطة " منهجها التنظيمي ذي المرحلتين " لصناديق الثروة السيادية من حيث التنظيم الذاتي من خلال إطار قانوني، و هذا الإطار القانوني على حد تعبيره ، ينسجم بصورة عامة مع منهج اللجنة الأوروبية لصناديق الثروة السيادية، وهو "يبدو مطابقا للفكرة التي طرح بموجبها الاقتراح بان من الممكن التصدي لمعظم القضايا المثارة حول صناديق الثروة السيادية و هي بالتحديد، سوء تخصيص الموارد بسبب انعدام الشفافية و الشكوك حول أهدافها الإستراتيجية بواسطة المشاركين في السوق أنفسهم، و بفعالية من خلال إجراءات معقولة و مناسبة لقانون ناعم (مثل قواعد سلوك طوعية ، و إرشادات و أفضل الممارسات لصناديق الثروة السيادية و للدولة المستقبلة) ، و تستكمل، إذا دعت الضرورة، بتدخل تنظمي بسيط و محدد يهدف في المقام الأول إلى تقليل العمليات التجارية إلى حدها الأدبي و تكاليف المساومة بين صناديق الثروة السيادية الراغبة في دخول حر و آمن لرؤوس أموالها إلى أسواق الدول الصناعية، و بين المساهمين الآخرين المهتمين بأهداف و عمليات صناديق الثروة السيادية " 2. و من المؤیدین لمبادئ سانتیاغو نجد کل من داس ومزارعی، و ستیوارت 3 حیث یرون أن مبادئ سانتياغو تقدم" إطارا عريضا شاملا، وتعبر عن إجماع قوي في وجهات النظر بين صناديق الثروة السيادية وحكوماتها. وتتيح هذه المبادئ فهما أوضح للإطار المؤسسي لصناديق الثروة السيادية وحوكمتها وعملياتها الاستثمارية. كما أنها تضفي مزيدا من الوضوح بصدد تقديم المعلومات إلى أصحاب الأموال والهيئات التنظيمية في البلدان المتلقية للاستثمارات. ويبدون إعجابهم بكون أن هذه

¹: Simone Mezzacapo: **the so-called sovereign wealth funds regulatory issues financial stability and prudential supervision**, European Communities, 2009, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, p 42, Available at: (http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication15064_en.pdf)
²: idid; p.64

 $^{^{3}}$: أودايبر داس و آخرون ، المرجع السابق ، ص 70

الصناديق بما تنطوي عليه من تنوع واختلاف تمكنت كمجموعة من التوصل إلى توافق في الرأي بشأن قضايا عديدة في فترة زمنية وجيزة " 1.

و لكن في نفس الوقت يشدد داس على انه توجد مجالات معينة يمكن أن تستفيد من المزيد من الدراسة والعمل، مثل تلك التي تتعلق بالمعلومات الموثوقة عن عمليات صناديق الثروة السيادية. وينبغي لصناديق الثروة السيادية أن تواصل جهودها من منظور الاقتصاد الكلي والاستقرار المالي، من أجل إضفاء مزيد من الوضوح على طبيعة أنشطتها و أدائها، كما ينبغي لصناع السياسات تسليط مزيد من الضوء على صناديق الثروة السيادية في إطار سياساتهم المحلية.

و نفس الرأي ذهب إليه سفين برينت من مركز كارنيغي للسلام الدولي، حيث شدد في دراسته "أين صناديق الثروة السيادية من مبادئ سانتياغو?"، على ضرورة مبادئ سانتياغو لخلق الثقة في الإقتصادات المتلقية وللحفاظ على نظام استثماري منفتح عبر الحدود و لكن في نفس الوقت يرى أن هذه المبادئ يلزمها تطوير . ويقول في هذا السياق أنه " بمعزل عن هذا التفويض الأولي لها، كانت تتمتع بالقدرة على أن تصبح هامة لو أنها استُخدمت كأداة فعالة لبناء علاقات جديدة. و قدم ثلاثة اقتراحات لتوسيع مجال مبادئ سانتياغو: الأول يتعلّق بالوضع الاستثماري الملموس بين المستثمر السيادي والجهة الخاصة المتلقية للاستثمار؛ والثاني يشير إلى مبادئ سانتياغو ضمن مجالات السياسة المحلية الخاصة بالموقعين عليها. أما الثالث فيضع مجموعة العمل الدولية ومبادئ سانتياغو ضمن السياق الأوسع للحوكمة العالمية " 2.

لا يتفق كل المعلقين على أن مبادئ سانتياغو تمثل بالضرورة الحل الأمثل لتنظيم صناديق الثروة السيادية، و يشير دانيال دريزنر "Daniel Drezner" إلى أن هناك احتمالا حقيقيا بأن "اجتماعات سانتياغو قد تمخضت عن "معايير صورية" تم من خلالها التعبير بشكل ضبابي عن هذه المبادئ ، ولكنها لم تقنن أو تنفذ" ويستشهد بما قاله احد المشاركين في مفاوضات صندوق النقد الدولي ولجنة العمل الدولية، الذي تنبأ لهذه المبادئ أن تكون" عديمة الجدوى و لا تحوي سوى بديهيات لاطائل تحتها".

^{1 :} أودايبر داس و آخرون ، المرجع السابق ، ص70.

^{2 :} سفين برينت: **أين صناديق الثروة السيادية من مبادئ سانتياغو**؟، مركز كارنيغي للسلام الدولي ، العدد 22 ، بيروت ، ماي 2010 ، ص ص 17-18 .

³: Daniel W. Drezner: **BRIC by BRIC: The Emergent Regime for Sovereign Wealth Funds**, Professor of International Politics The Fletcher School of Law and Diplomacy Tufts University, August 2008, p15, Available at: (http://www.danieldrezner.com/research/swf1.pdf)

و على الرغم من عدم اعتراف دريزنز صراحة بفشل تلك المبادئ ، إلا انه حذر من أن طبيعتها الطوعية و قوانينها غير الملزمة سيتم احترامها فقط عند حدوث خروق و في هذه الحالة تكون النتيجة نظاما منافقا يحوي معايير مزيفة .

و هناك معلقين آخرين على مبادئ سانتياغو ركزو على نقطة أن هذه المبادئ بسيطة جدا في منهجها، و على هذا النحو يقول بيكر " backer " أن " النموذج العام رسميا و الخاص وظيفيا، الذي يعزز و يدعم صناديق الثروة السيادية لا يغطي الخصائص متعددة الإبعاد للشركات المعاصرة مثل صناديق الثروة السيادية و الشركات متعددة الجنسيات ، حيث أن هذه الأخيرة تعرض مقدرة تنظمية عابرة للحدود بينما تساهم الأولى في عمليات السوق عابرة الحدود كفاعل خاص " أ.

و بالمثل ، تتعتقد كاتارينا بستور "Katharina Pistor" أن النظام الرقابي الحالي لا يأخذ في الاعتبار بما فيه الكفاية العلاقات المتغيرة في التمويل العالمي التي تقوض بوضوح الاختلافات التنظيمية بين " العام مقابل الخاص ، و التنظيم مقابل مستوى حوكمة حازمة، و المشاركة مقابل الإشراف "²، و تقول آنا غلبرن " Anna Gelpern " أن تنظيم صناديق الثروة السيادية الآن قد فشل في أن يأخذ في الاعتبار و بطريقة مناسبة الطبيعة المعقدة لهذه الشركات و المخاوف المتعددة حول حوكمتها، و أكثر من ذلك فشل في ترتيب محاور المحاسبة الأربعة المميزة لهذه الصناديق (العام الداخلي ، الخاص الخارجي ، و الخاص الخارجي) في أي تنظيم هرمي .3

و تعقيبا على الآراء السابقة و الرامية لكون أن مبادئ سانتياغو ساذجة جدا أو ضعيفة جدا، فإننا ننوه لكون مبادئ سانتياغو لم تتجاهل أن هذه الصناديق تمثل وسائل استثمار تملكها الحكومة و من واجبها إدخال الاعتبارات السياسية في مكان ما في معادلاتها . و يقتضي المنطق أن تكون للحكومات على الدوام أهداف سياسية، لأن الحكومة في نهاية المطاف مؤسسة سياسية . و يعني ذلك أن مبادئ سانتياغو لا يمكن أن تكون ساذجة جدا أو ضعيفة. لان ذلك يخالف المنطق ، ذلك

¹: Larry Catá Backer: Sovereign Wealth Funds as Regulatory Chameleons: The Norwegian Sovereign Wealth Funds and Public Global Governance Through Private Global Investment, Pennsylvania State University, Penn State Law, Georgetown Journal of International Law, Vol. 41, No. 2, May 4, 2009, p.8

^{2 :} راشد بن حمد الشرقي ، مرجع سابق ، ص 49 نقلا عن :

Anna Gelpern , Sovereignty, Accountability, and the Wealth Fund Governance Conundrum , Forthcoming in Asian Journal of International Law, Draft July 19, 2010.

³ : راشد بن حمد الشرقي ، مرجع سابق ، ص 49 نقلا عن :

Katharina Pistor, 'Sovereign Wealth Funds, Banks and Governments in the Global Crisis: Towards a New Governance of Global Finance?, European Business Organisation Law Review', European Business Organization Law Review, Volume 10, Issue 3, September 2009, pp. 333-352

أن المبادئ تعترف بأن صناديق الثروة السيادية هي وسائل استثمار حكومية، و توصي بأن يسمح لها أن تعمل كما هي في النظام العالمي و لكن فقط على أساس البحث عن أهداف اقتصادية، و أن تنبذ أي أهداف سياسية أو جيوسياسية . لذلك جاء في الملحق التفسيري للمبدأ 2 و الملحق التفسيري للمبدأ 6 و أخيرا ما جاء في الملحق التفسيري للمبدأ 6 و أخيرا ما جاء في الملحق التفسيري للمبدأ 1. 21

و من خلال التمعن فيما جاء في مبادئ سانتياغو نجد أن هذه المبادئ تحمي مصالح الدول الغربية أكثر منها الدول المالكة للصناديق، حيث يتطلب الامتثال لهذه المبادئ من قبل صناديق الثروة السيادية التنكر للطبيعة السياسية كشرط مسبق للعمل في الاقتصاد العالمي .

و رغم ما سبق فان مبادئ سانتياغو تنطوي على مجموعة من الايجابيات و منها :

أولا: تستند العملية التي شاركت فيها محموعة العمل الدولية، و التي توجب بتبني " مبادئ سانتياغو " إلى مقاربة مبتكرة للحوكمة العالمية، تسهم في وجود كتلة متنامية من القوانين العالمية اللينة التي توفر النظام للتمويل العالمي، و في حين كانت الدول الموضوع النهائي للقواعد و الأنظمة ، فان مدونات السلوك الطوعية مثل مبادئ سانتياغو تقدم خيارا بديلا لبناء المؤسسات الدولية ، أي شكلا جديدا من الحوكمة العالمية . و قد تمثلت مكونات المبادئ الطوعية في الماضي القريب مشاركين من غير الدول كالشركات المتعددة الجنسية . و لذا من الجدير بالملاحظة في حالة مبادئ سانتياغو أن كيانات الدول كالشركات المتعددة الجنسية تلزم نفسها بالمبادئ الطوعية .

ثانيا: استنادا إلى المشاركة الواسعة من أسيا و اروبا و الأمريكيتين، تعد مبادئ سانتياغو شاملة للغاية. و بينما تعاني المبادئ الطوعية في مجالات السياسة الأخرى من انعدام المشاركة من جانب ممثلي الاقتصادات الناشئة، تشمل مبادئ سانتياغو طائفة واسعة من اللاعبين من الاقتصادات الراسخة و الناشئة على حد سواء . 2

ثالثا: الشكل الطوعي: على الرغم من أن مبادرة هذه المبادئ قد نبعت من اقتصادات الأسواق المتقدمة و من حكوماتها ، و انعكس ذلك بالتالي في اهتماماتها الخاصة و في أجندتها ككل ، إلا أن الشكل الطوعي لهذه المبادئ يثبت أيضا أن حكومات الأسواق الناشئة كان لها دور مهم انعكس بدوره في شكل حلول وسطى . و من بين ابرز الهيئات الحكومية كانت حكومة أبوظبي التي أعطت

2: سفين بيرنت: صناديق الثروة السيادية الخليحية اداراة الثروة في زمن الاضطرابات، مرجع سابق، ص 5.

^{1 :} انظر الملحق رقم 5 .

لجهاز أبوظبي للاستثمار الإذن بأن يكون الرئيس المشارك للجنة التي وضعت هذه المبادئ عام 2008، فمن خلال موقعه كرئيس مشارك، اطمأن جهاز أبوظبي أكثر من أي صندوق سيادي أخر إلى أن هذه المبادئ طوعية بالفعل من زاويتين :

- الأولى: أن من حق صناديق الثروة السيادية عدم الامتثال لهذه المبادئ - مع أن جهاز أبوظبي للاستثمار قد أكد بان عضوية منتدى الصناديق السيادية العالمي مشروطة بالامتثال .و في المقابل فان الالتزام بها يعد الوسيلة الوحيدة التي تستطيع الصناديق السيادية أن تبدد بها مخاوف الدول الغربية و الجهات المنظمة حول نوايا استثمارات تلك الصناديق في الاقتصادات الغربية ، و تقلل بالتالي من التهديد بإجراءات ثأرية تقيد أو تحظر استثمارات الصناديق السيادية

- الثانية: أن لهذه الدول الحق و الحرية في تفسير درجة الإفصاح عن حجم الأصول و التخصيص الجغرافي ، و عن بعض القرارات الاستثمارية .و قد انصبت أكثر الانتقادات حدة على المعنى الثاني الذي تتمظهر فيه طوعية هذه المبادئ و طبيعة قانونما (الناعم) .

و لكن في نفس الوقت ينص المبدأ رقم 24 على أنه من المرغوب فيه أن يقوم كل صندوق ثروة سيادي أو مالكه أو هيئته الحاكمة باستخدام مبادئ سانتياغو لمراجعة الترتيبات الموجودة لصندوق الثروة السيادي وتقييم كيفية تنفيذه لمبادئ سانتياغو. ويجب أن يتم التحقق من التنفيذ عبر التقييم الذاتي أو من خلال تأكيد طرف ثالث. وهو يدعو مالك الصندوق أو الهيئة الحاكمة للكشف علناً عن هذا التقييم بغية تعزيز الثقة في الدول المتلقية والمساهمة في الاستقرار في أسواق المال العالمية.

و بفضل المبدأ رقم 24 ، " سعى عدد من صناديق الثروة السيادية إلى إثبات التزامه بمبادئ سانتياغو خلال العام 2009 . فأصدر بعضها تقارير حول إجرائه عمليات تقييم ذاتي لضمان التزامه بمبادئ سانتياغو ؛ كما نشر العديد منها تقاريره السنوية الأولى " 1 .

هذه كانت تطورات إيجابية، إلا أنه لم يجرِ أي تقييم علني حول تنفيذ المبادئ من قبل جميع الموقّعين عليها من أعضاء مجموعة العمل الدولية والبالغ عددهم 26، في حين جاءت اغلب عمليات التقييم من قبل جهات مستقلة كمؤسسات بحثية و أكاديميين من أهمهم نجد مؤسسة جيوايكونوميكا "GeoEconomica" لأبحاث واستشارات المخاطر السياسية، و كذلك إدوين ترومان من معهد بيترسون.

ي سفين برينت : أين $oldsymbol{o}$ الشووة السيادية من مبادئ سانتياغو؟، مرجع سابق ، σ .

ثانيا: أداء صناديق الثروة السيادية وفقا لمؤشر الامتثال لمبادىء سانتياغو

إنه و بعد سبع سنوات من اجتماع سانتياغو ، فان صناديق الثروة السيادية لم تحقق الكثير حيال تطبيق مبادئ سانتياغو ، فلقد كان الامتثال متفاوتاً إلى حد بعيد، فبعض تلك الصناديق كانت قريبة من الامتثال الكامل، في حين أن مجموعة كبيرة لا تمتثل حتى بنسبة 50 % من مبادئ سانتياغو ، وهذا ما يعني أن التوقيع على المبادئ الطوعية شيء، وتنفيذها في الواقع شيء آخر مختلف تماماً، وهذا ما بينته دراسة لسفين برينت أمن مركز كارنيغي ، و كذلك إدوين ترومان أمن معهد بيترسون ، وكذلك مؤشر جيو ايكونوميكا الذي يرصد شفافية صناديق الثروة السيادية . حيث اصدر هذا الأخير إلى الآن أربعة تقارير تتعلق بامتثال صناديق الثروة السيادية بمبادئ سانتياغو ، في التقريرين الأولين لسنة 2011 و 2013 قامت المؤسسة بدراسة 22 صندوق ثروة سيادية موقعة على موقعة على التعزيز الحوكمة الرشيدة والشفافية والمساءلة)، و اعتمدت في هاتين الدراستين على تقيم مدى الامتثال كنسبة مؤوية ، أما الدراستين الأخيرتين لسنة 2014 و 2016 شملتا 31 صندوقا سياديا، و تم اعتماد كنسبة مؤوية ، أما الدراستين الأخيرتين لسنة 2014 و 2016 شملتا 31 صندوقا سياديا، و تم اعتماد

- A. صناديق ثروة سيادية ممتثلة تماما.
- B. صناديق ثروة سيادية ممتثلة على نطاق واسع.
 - C. صنادیق ثروة سیادیة ممتثلة جزئیا
 - D. صناديق ثروة سيادية غير ممتثلة .

1. الامتثال لمبادئ سانتياغو لسنتي 2011 و 2013:

الجدول الموالي يبين لنا النتائج المتوصل إليها حول درجة الامتثال لمبادئ سانتياغو من قبل جيوايكونوميكا لسنتي 2011 و 2013 .

¹ : انظر :

⁻ سفين برينت: أين صناديق الثروة السيادية من مبادئ سانتياغو؟، مركز كارنيغي للسلام الدولي ، العدد 22 ، بيروت ، ماي 2010 .

² : انظر

⁻ Edwin M. Truman: **Implementation of the Santiago Principles for Sovereign Wealth Funds**, A Progress Report, Peterson Institute for International Economics, Number P B 13 - 31, Washington, December 2013. - Allie E. B agnall and Edwin M. Truman: Op-Cit

الجدول رقم (57): تصنيف صناديق الثروة السيادية وفق مبادئ سانتياغو لسنتي 2011–2013 الوحدة : نسبة مؤوية %

نسبة التقدم	Santiago Compliance Index 2013	Santiago Compliance Index 2011	الصندوق	الدولة
17	94	77	صندوق المعاشات الحكومي الإجمالي	النرويج
0	92	92	صندوق التقاعد	نيوزيلندا
11	90	79	صندوق المستقبل الأسترالي	استراليا
33	85	52	- صندوق تحقيق الاستقرار الاقتصادي	شيلي
			والاجتماعي، صندوق احتياطي التقاعد.	
18	83	65	صندوق ألاسكا للدعم الدائم	ألاسكا – و م أ
28	81	53	صندوق النفط	تيمور الشرقية
15	79	64	تماسيك القابضة	سنغافورة
8	77	69	الصندوق الاستئماني الادخار التراث ألبرتا	کندا
11	71	60	صندوق النفط الحكومي	أذربيجان
9	69	60	مؤسسة حكومة سنغافورة للاستثمار	سنغافورة
5	65	60	صندوق التراث وتحقيق الاستقرار	ترينداد وتوباغو
8-	61	69	مؤسسة الاستثمار الصينية	الصين
4-	58	62	شركة كوريا للاستثمار	كوريا الجنوبية
6	53	47	جهاز ابوظبي للاستثمار	الإمارات
5	52	47	الهيئة العامة للاستثمار	الكويت
4	46	42	صندوق الضمان الاجتماعي الوطني	روسيا
			وصندوق الاحتياطي	
29	44	15	صندوق بولا	بوتسوانا
18	39	21	صندوق النفط المكسيكي	المكسيك
4-	31	35	جهاز قطر للاستثمار	قطر
11	24	13	صندوق احتياطي الأجيال القادمة	البحرين
13.45	64.77	51.31		المتوسط

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على:

من خلال الجدول يتبين لنا حدوث تحسن في امتثال صناديق الثروة السيادية سنة 2013 ، حيث بلغ متوسط الامتثال الإجمالي لكافة صناديق الثروة السيادية المدرجة على المؤشر 64.77 % مقابل

⁻Behrendt, Sven. :Sovereign Wealth Funds and Their Commitment to the 'Santiago Principles': The Santiago Compliance Index 2011, GeoEconomica Briefing, April 2011 ,P2

⁻ GeoEconomica : The Santiago Compliance Index 2013 , Rating governance standards of sovereign wealth funds $\,$, GeoEconomica , January 2014 , p3

51.31 % سنة 2011 أي بنسبة تقدم بلغت 13.45 % ، إلا انه و بالرغم من هذا التحسن يبقى دون المستوى المرجو من الصناديق و المقدر بـ 70% و الذي يمثل المستوى المقبول للامتثال .

كما يمكننا من خلال الجدول تقسم صناديق الثروة السيادية وفقا لامتثالها لمبادئ سانتياغو إلى أربع فئات و هي :

- صناديق ثروة سيادية ممتثلة تماما: و تشمل هذه الفئة 7 صناديق سيادية، و تتضمن هذه الفئة مسندوق المعاشات الحكومي النرويجي الذي احتل المركز الأول من حيث الامتثال بواقع 94 % حيث حقق نسبة تقدم 17 %، يليه صندوق التقاعد النيوزيلندي بواقع 92% في المركز الثاني، و صندوق المستقبل الأسترالي بواقع 90 % في المركز الثالث.

-صناديق ثروة سيادية ممتثلة على نطاق واسع: تشمل هذه الفئة 3 صناديق ثروة سيادية ، و نجد في هذه الفئة تماسيك القابضة فلقد احتلت المركز الثامن بواقع 79 % بنسبة تقدم 15 %.

- صناديق ثروة سيادية ممتثلة جزئيا: تشمل هذه الفئة 11 صندوق سيادية ، ومن بين هذه الفئة غد جهاز أبوظبي للاستثمار بواقع 53% بنسبة تقدم 6% بالمقارنة مع سنة 2011 ، و يمكن إرجاع هذا التطور في نسبة الامتثال لالتزام صندوق ابوظبي بنشر تقاريره السنوية ابتداء من 2010، تبعتها الهيئة العامة للاستثمار الكويتية بنسبة امتثال قدرها 52% بنسبة تقدم 5%، ومن ثم جهاز قطر للاستثمار بواقع 31% بنسبة تقدم سلبية تقدر به 4 % أي أن جهاز قطر للاستثمار زاد من إحجامه عن الإفصاح عن أهدافه الاستثمارية وأغراضه فضلا عن امتثاله لمتطلبات الحوكمة والشفافية حيث فشل الجهاز في تقديم معلومات مؤكدة عن أوضاعه المالية والمسؤولية والشفافية و الحوكمة .

- صناديق ثروة سيادية غير ممتثلة: و نجد في هذه الفئة صندوق احتياطي الأجيال القادمة البحريني و الذي تحصل على نسبة امتثال 24 % بأكبر تقدم يقدر بـ 11% و هذا ما يعني أن الصندوق السيادي البحريني يقوم بتطوير مستوى امتثاله مع مرور الزمن ليصبح أكثر شفافية من اجل انخراطه في الأسواق المالية الدولية .

2. الامتثال لمبادئ سانتياغو لسنتي 2014 و 2016 :

نورد فيما يلي مدى امتثال الصناديق السيادية لمبادئ سانتياغو حسب مؤشر 2014.

الجدول رقم (58): تصنيف صناديق الثروة السيادية وفق مبادئ سانتياغو لسنة 2014 .

التصنيف	الصندوق	الدولة
- المجانبية	منتلة تماما	103001
A	صندوق النفط	تيمور الشرقية
A	صندوق تحقيق الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي، وصندوق احتياطي التقاعد.	شيلي
A-	صندوق المستقبل الأسترالي	استراليا
A-	صندوق التقاعد	نيوزيلندا
A-	صندوق المعاشات الحكومي الإجمالي	النرويج
A-	صندوق التراث وتحقيق الاستقرار	ترينداد وتوباغو
A-	صندوق ألاسكا للدعم الدائم	ألاسكا – و م أ
A-	الصندوق الاستئماني الادخار التراث ألبرتا	كندا
	ممتثلة على نطاق واسع	
B+	صندوق النفط الحكومي	أذربيجان
B+	صندوق بولا	بوتسوانا
B+	جهاز استثمار الثروة	نيجريا
В	المؤسسة الوطنية للاستثمار	كازخستان
В	شركة كوريا للاستثمار	كوريا الجنوبية
В	تماسيك القابضة	سنغافورة
В-	احتياطي صناديق الثروة / الوطنية (روسيا)	روسيا
В-	لأنغولا Soberano صندوق	انغولا
	ممتثلة جزئيا	<u> </u>
C+	مؤسسة الاستثمار الصينية	الصين
C+	جهاز ابوظبي للاستثمار	الإمارات
C+	مؤسسة حكومة سنغافورة للاستثمار	سنغافورة
C+	المؤسسة الوطنية للاستثمار	كازخستان
C+	صندوق التنمية الوطنية	إيران
С	صندوق الاستثمار المباشر الروسي	روسيا
С	الهيئة العامة للاستثمار	الكويت
С	هيئة الاستثمار الليبية	ليبيا
	غير ممتثلة	
D	جهاز قطر للاستثمار	قطر
uraa • Syan Rahrar	adt . Santiago Compliance Index 2014. Assessing the Governar	

Source: -Sven Behrendt , **Santiago Compliance Index 2014**, Assessing the Governance Arrangements and Financial Disclosure Policies of Global Sovereign Wealth Funds, GeoEconomica GmbH , October 2014.p 2 .

وفقا للجدول أعلاه نستنتج ان اغلب الصناديق الثروة السيادية أظهرت تراجعا في الامتثال بمبادئ سانتياغو:

- صناديق ثروة سيادية محتثلة محاما: تسعة صناديق اعتبرت محتثلة تماما للمبادئ، و تمثل الصناديق الأكثر التزاما بالمبادئ والمعايير الخاصة بموضوعات مثل العلاقة بين الملاك والتفويض الخاص بسياسة الصندوق والمديرين والمشرفين والإفصاح عن العائدات، هي صناديق الثروات السيادية للنرويج ونيوزيلندا وأستراليا وتشيلي وألاسكا وتيمور الشرقية وكندا، فضلاً عن صندوق ترينيداد وتوباغو.

مع الإشارة ان كل من صندوق التقاعد الحكومي للنرويج، وصندوق المستقبل لاستراليا وصندوق نيوزيلندا للتقاعد، تراجعوا إذ صنفوا ضمن فئة «ممتثلة تماما» و لكن منحوا تصنيف (-A)، في حين صندوق تيمور الشرقية وصندوق تشيلي السيادي وهما صندوقان يعتبران صغيران نسبيا تحسنا في المؤشر و حازا على أعلى تصنيف .

- صناديق ثروة سيادية ممتثلة على نطاق واسع: تضم هذه الفئة تسعة صناديق تعد ممتثلة بوجه عام، و لقد شهدت هذه الفئة زيادة في عدد الصناديق حيث انتقلت من 3 صناديق 2013 إلى 9 في 2014 و هذا دليل أن الصناديق التي كانت فيما مضى تنتمي إلى الفئة الثالثة أي فئة الممتثلة جزئيا قامت بالتحسين من مستوى شفافيتها، و نذكر من بين هذه الصناديق كل من شركة كوريا للاستثمار و احتياطي صناديق الثروة الوطنية الروسي.

- صناديق ثروة سيادية ممتثلة جزئيا: ثمانية صناديق أوفت بجزء فقط من التزاماتها وتفتقر إلى المعلومات المالية القوية مثل البيانات المدققة والميزانيات العمومية أو المؤشرات القياسية للأداء. وتشكل الصناديق السيادية في الصين والكويت وأبوظبي إلى جانب مؤسسة حكومة سنغافورة للاستثمار أربعة من بين أكبر خمسة صناديق في العالم وجرى تصنيفها باعتبارها تمتثل للمباديء جزئيا.

و معظم الصناديق التابعة لهذه الفئة بما فيهم الصناديق الثلاث العربية أظهرت تخلفاً في سياسات الإفصاح العامة. و هذا يعني أن هذه الصناديق العربية لم تحافظ على ممارسات إفصاح مالية عامة سريعة ونوعية على غرار الكشف العام لبيانات الدخل المدققة والميزانية العمومية، كما أنها فشلت في تزويد بيانات قوية وقابلة للتحقيق لمبادئ الحوكمة بالاعتماد على التشريعات ذات الصلة، ما يحيل دون تمكن المراقبين من التوصل إلى استنتاجات صحيحة حول الاستقلالية التشغيلية لإدارة الصناديق.

و يجب الإشارة في هذا الصدد لكون الهيئة العامة للاستثمار الكويتية ممنوعة قانوناً من الكشف عن المعلومات المالية وقواعد السلوك بالعلن. و أشير إلى أن سياسة الإفصاح التي تعتمدها الهيئة غير متطورة بشكل كاف للتعويض عن النقص في الإفصاح المالي الأساسي الذي تفرضه القوانين المحلية.

- صناديق ثروة سيادية غير ممتثلة: واعتبرت الدراسة أن جهاز قطر للاستثمار -وهو احد أكبر صناديق الثروة السيادية في العالم- هو الصندوق الوحيد غير الممتثل للمبادئ ويفتقر إلى أغلبها.

أما فيما يخص درجة امتثال صناديق الثروة السيادية لمبادئ سانتياغو لسنة 2015 " بقي دون تغيير إلى حد كبير " 1 .

و هنا يمكن القول ، أصبح الحديث عما يمثله إقرار مبادئ سانتياغو من خطوة مهمة لبناء الثقة بين صناديق الثروة السيادية و الدول المتلقية للاستثمار يشير إلى مدى التوجس الذي كان سائدا بل تلك الخطوة إزاء تلك الصناديق سواء لأسباب تتعلق باعتبارات الأمن القومي للدول و المتلقية أو برغبتها في تفادى أي انعكاسات سلبية لنشاط الصناديق السيادية المتزايد في أسواقها ، و من ثم فانه يمكن القول أن تلك المبادئ تمثل الحد الأدن للتوافق حول دور الصناديق السيادية ، لكن الطبيعة الطوعية حتى الآن لمبادئ سانتياغو تدعو إلى التفكير في الخطوات المحتملة التي يمكن أن تليها و مدى تأثرها بظروف الأزمة المالية العالمية سنة 2008 ، فلا شك أن الأزمة دعمت الحفاظ على الإطار الذي وفرته تلك المبادئ لعمل صناديق الثروة السيادية و الاكتفاء ببناء الثقة المتبادلة في حين أن تراجع الأزمة و تحجيم أثارها سيدفعان نحو استعادة قوة الدفع لتوسيع مبادئ سانتياغو، خاصة في جالي الإفصاح و المسؤولية تجاه المواطنين ، أو محاولة تطويرها لتصبح أكثر من مجرد مبادئ طوعية من خلال آلية دائمة .²

¹: Sven Behrendt: **The Santiago Principles: what's next?**, Outlook: Santiago Principles, GeoEconomica, Geneva, March 2016, p1.

⁽http://www.ifswf.org/sites/default/files/Publications/Moving%20the%20Santiago%20Principles%20foward.pdf)

ثالثا: مستقبل صناديق الثروة السيادية في ظل معايير الشفافية :

النتائج التي توصلنا إليها تشير إلى أن عملية تنفيذ مبادئ سانتياغو و باقي مؤشرات الشفافية و الأداء تحتاج إلى إثبات التقدم. بيد أن هذا التنفيذ اتسم بالتباين، بالرغم من أن معايير الشفافية و على وجه التحديد مبادئ سانتياغو صمِّمت لخلق الثقة في الاقتصادات المتلقية وللحفاظ على نظام استثماري منفتح عبر الحدود.

1. محددات الامتثال لمعايير الشفافية:

و بعد الاطلاع على درجات امتثال لبعض صناديق الثروة السيادية لمبادئ سانتياغو و كذا الاطلاع على نتائج قياس الأداء لمؤشري لينابورج-مادويل و ترومان نلاحظ أن هناك شبه توافق في النتائج مع وجود اختلاف بسيط، فبخصوص ما يتعلق بمدى التزام الصندوق السيادي لدولة البحرين لمختلف معايير الشفافية، نجد انه وفقا لمؤشر "جيوايكونوميكا" الذي يرصد شفافية صناديق الثروة السيادية من خلال النسبة المئوية لامتثالها لمبادئ سانتياغو فان شركة ممتلكات القابضة البحرينية هي من الصناديق الأقل التزاما بمعايير الشفافية بينما نجدها من الأحسن أداء وفقا لمؤشر لينابورج- مادويل، و يمكن إرجاع هذا التباين في النتائج وفقا لهذين المؤشرين لاختلاف مكونات القياس الخاص بكل مؤشر ، وكذلك لكون الصندوق البحريني حديث النشأة فيتعذر عليه تطبيق بعض مبادئ سانتياغو، فعلى سبيل المثال المبدأ 17 و الذي ينص على انه " يتم الإفصاح علنا عن المعلومات المالية ذات الصلة بصندوق الثروة السيادية لتوضيح توجهه الاقتصادي و المالي، حتى يتسنى له الإسهام في استقرار الأسواق المالية الدولية و تعزيز الثقة في البلدان المتلقية لاستثماراته" 1 ، فهذا المبدأ لا يمكن لشركة ممتلكات القابضة البحرينية تطبيقه في وقت قصير إنما تحتاج إلى بعض الوقت، و هذا من اجل تحقيق التخصيص المرغوب للأصول الطويلة الأجل و بعدها يصبح بمقدور الشركة الإفصاح عن المعلومات المطلوبة و التي يشير إليها المبدأ ، كما أن هناك عدة جوانب أخرى من مبادئ سانتياغو لا تتناسب مع طبيعة كل صناديق الثروة السيادية ، و هذا ما يؤدي إلى تفاوت في التطبيق من قبل الصناديق ، و على غرار المبدأ 17 توجد مبادئ" أخرى تتمثل في المبادئ : 1 و فروعه ، 4 و فروعه ، 12 ، 15 ، 17 ، 18 ، و فروعه ، 21 ، 22 و فروعه" 2 ، حيث إذ ما طبقة صناديق الثروة هذه المبادئ قد تواجه تحديات إضافية.

 $^{^{1}}$: International Working Group of Sovereign Wealth Funds, Op-Cit, p 5 .

 $^{^{2}}$: شریف شعبان مبروك : مرجع سابق، ص 3 .

و في العموم يمكن أن نقول انه و وفقا لقياس مستويات الأداء لصناديق الثروة السيادية أن الصناديق العالمية مازالت بعيدة بشكل كبير عن المستويات المقبولة من حيث الإفصاح و المسائلة، كما يمكننا الخروج بعدة ملاحظات فيما يخص محددات درجة امتثال الصناديق السيادية لمختلف مؤشرات الشفافية و المساءلة مع التركيز على مؤشر سانتياغو لأهميته ، و منها:

-حجم الصندوق: إن حجم الصندوق ليس له علاقة بدرجة التزام الصناديق، و الدليل على ذلك جهاز أبوظبي للاستثمار وهيئة الاستثمار الكويتية و جهاز قطر للاستثمار. فكل هذه الصناديق تمتلك ثروة كبيرة وتحتل مرتبة متدنية على مؤشر الامتثال لمبادئ سانتياغو. في المقابل نجد صناديق صغيرة الحجم كصندوق النفط المملوك من قبل تيمور الشرقية و الذي يدير 16.9 مليار دولار يمتثل بشكل تام لمختلف معايير الشفافية و المساءلة.

و هذا ما أدى إلى التقليل من أهمية هذه مبادئ سانتياغو ، فلو امتثلت الصناديق " التي تمتلك كميات أكبر من الأصول المالية، بمبادئ سانتياغو فانها ستترك أثراً أكبر على النظام الاقتصادي والمالي العالمي مقارنةً بالصناديق التي تمتلك كميات أقل من تلك الأصول " 1.

- الحوكمة السياسية :إن أداء المؤسسات السياسية المحلية له اثر واضح على امتثال الصناديق السيادية لمختلف لمبادئ سانتياغو، فإذا ما قارنا بين أداء المؤسسات السياسية المحلية من خلال استخدام مؤشر الديمقراطية عن جهة و مؤشر الامتثال لمبادئ سانتياغو نجد انه يوجد ارتباط بينهما، و مثال عن ذلك نجد دولة النرويج تحتل المركز الأول في مؤشر الديمقراطية لسنة 2011 و في نفس السنة احتلت المركز الأول في كل مؤشرات الشفافية و المسائلة المدروسة في المقابل نجد دولة كقطر احتلت المركز الأول في مؤشر الديمقراطية و احتلت في كل مؤشرات الشفافية و المسائلة الخاصة احتلت المركز الأول في المؤتراطية و احتلت في كل مؤشرات الشفافية و المسائلة الخاصة بصناديق الثروة السيادية المراكز الأخيرة .و يفسر ذلك بكون" صناديق الثروة السيادية المملوكة من قبل الحكومات الديمقراطية، التي تتميّز بمؤسساتها المستقرة وبالتعددية والمشاركة السياسية والثقافة السياسية الليبرالية، تُظهر مستويات أعلى من الالتزام بمبادئ سانتياغو. في المقابل، يكون أداء

[.] سفين برينت: أين صناديق الثروة السيادية من مبادئ سانتياغو؟، مرجع سابق ، ص 1

²:The Economist Intelligence Unit's: **Democracy Index 2015, Democracy in an age of anxiety**, A report by The Economist Intelligence Unit, The Economist Intelligence Unit Limited 2016, pp 4-8, Available at: (http://www.yabiladi.com/img/content/EIU-Democracy-Index-2015.pdf)

صناديق الثروة السيادية في الدول ذات الأنظمة الشمولية أدبى من متوسط مؤشر الامتثال لمبادئ سانتياغو " 1

- عمر الصندوق: من خلال نتائج امتثال صناديق الثروة السيادية لمبادئ سانتباغو و من خلال ما ما جاء في الفصول السابقة ، يتبين لنا انه لا توجد علاقة بين نضج أو عمر الصندوق والتزامه بمبادئ سانتياغو. فأقدم صناديق الثروة السيادية في الشرق الأوسط وآسيا، من قبيل الهيئة العامة للاستثمار الكويتية و جهاز أبوظبي للاستثمار ، صنفت على أنها ممتثلة جزئيا، في حين نجد صندوق المستقبل الاسترائي و الذي تأسس سنة 2006 صنف ضمن الفئة ممتثلة تماما وفقا لمؤشر الامتثال لمبادئ سانتياغو، و عليه لا يمكننا ربط درجة الامتثال بمبادئ سانتياغو بعمر الصندوق .

- مستوى النمو الاقتصادي: توجد علاقة عكسية بين التطور الاقتصادي للدول و الممثل بإجمالي الناتج المحلي للفرد و مؤشر الامتثال لمبادئ سانتياغو ، فصناديق الثروة السيادية التابعة لبعض الدول التي تتمتع بإجمالي ناتج محلي متدنٍّ نسبياً للفرد - مثل الصين و أذربيجان وتيمور الشرقية - هي من بين الصناديق التي تتمتع بأداء أفضل من غيرها. أما الصناديق التابعة لمنطقة الخليج العربي، التي يُعتبر إجمالي الناتج المحلي للفرد فيها مشابهاً لما هو في الدول الصناعية الناضجة، فتكشف عن معدلات متدنية من حيث الامتثال لمبادئ سانتياغو.

- فاعلية الحوكمة والحكم: صندوق الثروة السيادية الذي تملكه وتديره دولة تتمتع بفاعلية عالية في الحكم يكون أداؤه، حسب مؤشر الامتثال لمبادئ سانتياغو، أفضل مقارنة بالصندوق المملوك من قبل حكومة دولة تتمتع بفاعلية متدنية في الحكم، و يتبين لنا ذلك من خلال مقارنة كل من النرويج التي احتلت المركز الأول في في مؤشري الحوكمة العالمي² و مؤشر الامتثال لمبادئ سانتياغو ، و الكويت التي احتلت مراكز متدنية في كلا المؤشرين.

- نشاط الصندوق: نشاط الصندوق ليس انعكاسا لدرجة عالية من الشفافية ، حيث يتبين لنا أن عدد الاستثمارات التي يقوم بها الصندوق السيادي و توزيع هذه الاستثمارات لا يعكس بالضرورة درجة شفافية الصندوق ، فجهاز قطر للاستثمار مثلا يعد الصندوق السيادي الأنشط في العالم فعدد

WGI World Governance Index ,Why Should World Governance Be Evaluated, and for What Purpose? , Version 2.0, 2011 Report , p p 15-16, (http://www.world-governance.org/IMG/pdf_WGI_short_version_EN_web-3.pdf)

^{1 :} سفين برينت: أين صناديق الثروة السيادية من مبادئ سانتياغو؟، مرجع سابق ، ص 11.

[:] انظ : ²

العمليات التي قام بتنفيذها الجهاز خلال العام 2012 "بلغت نحو 37 عملية، مثلت نحو 29 % من جملة العمليات الاستثمارية التي قامت بها جميع صناديق الثروة السيادية في نفس العام، وذلك بقيمة 16.8 مليار دولار " 1. موزعة على القارات الخمس مع تركيز كبير على الأسواق الأوروبية التي توفر فرصا جيدة للاستثمار. و هذا بالرغم من انه يندرج ضمن الصناديق الأقل شفافية .

- انتماء الصناديق لنفس الدولة: من خلال ما سبق نستنتج أن انتماء الصناديق السيادية لنفس الدولة لا يعني بالضرورة أن درجة امتثال هذه الصناديق لمختلف معايير الشفافية و المسائلة نفسه ، و هذا ما لاحظنها من خلال تباين النتائج للصندوقين التابعين لسنغافورة و كذلك الصناديق التابعة لدولة الإمارات العربية، و هذا ما يعني أن هناك عوامل أخرى تؤثر على درجة امتثال الصندوق تتعلق بإدارة الصندوق نفسه .

2. دور الأزمة المالية العالمية في تلاشي المخاوف الغربية :

إن الأزمة المالية العالمية وما تكلاها من تحوّلات في قوة النظام الاقتصادي العالمي قد تشير إلى أن مبادئ سانتياغو خسرت شيئاً من أهميتها بالنسبة إلى الموقّعين عليها و هذا ينطبق على مختلف مؤشرات الأداء، ففي غضون الستة سنوات الماضية تغيرت تصورات صناديق الثروة السيادية، فبينما كان يُنظر إليها في السابق على أنها من العوامل المدمّرة لرأسمالية الدولة، فإن النظرة الحالية إليها تتمثّل في أنها من مصادر رأس المال التي يتم السعي وراءها بالرغم من عدم التزام الصناديق بمختلف معايير الشفافية والحوكمة الرشيدة والمساءلة مثل ما هو الحال للصناديق التابعة لدول مجلس التعاون.

و هناك سببان رئيسيان لحماس الشركات الغربية المستجد لاستدراج عروض الشراكة من صناديق الثروة السيادية أو شركات الاستثمار في الخليج و هما ²:

- السبب الأول و البديهي هو الحصول على أموال تدعم سيولة الشركات التي تعرّض الكثير منها إلى خسائر كبيرة ، أو يواجه في وقت قريب تراجعاً كبيراً في المبيعات يمكن أن يستهلك احتياطاتها المالية اللازمة للاستمرار في السوق، و تنطبق تلك الحالة بصورة خاصة على شركات تصنيع السيارات التي تعرضت بسبب الأزمة لواحدة من أصعب أزماتها في التاريخ الطويل للصناعة ، و أدى التراجع

 $^{^1}$: Grégory Raymond : Chine, Qatar, Norvège... les États étrangers investissent en rentrant par la fenêtre , Le Huffington Post, 20/01/2014 , Available at: (http://www.huffingtonpost.fr/2014/01/20/psa-chine-fonds-souverains-qatar-norvege_n_4632339.html) .

² : مجلة الاقتصاد و الأعمال ، **أبوظبي تستثمر في فرص الأزمة** ، العدد 353 ، ابوظبي ، مايو 2009 ، ص 38.

الكبير في أسعار أسهمها إلى اعتبارها من قبل " غولدمان ساكس " من بين أفضل فرص الاستثمار و أكثرها إغراء في الوقت الحاضر ، و قام برفع تصنيفه لقطاع السياسات من محايد إلى جذاب .

- السبب الثاني فهو الحماية التي توفرها السيولة التي يقدمها المستثمرون لتلك الشركات و التي قد يؤدي ضعفها المالي إلى تعرضها لهجمات من الداخل عبر مساهمين كبار يسعون للسيطرة عليها أو من الخارج عبر شركات منافسة أو مجموعات استثمارية غير صديقة تستغل ضعفها و حاجتها للسيولة للسيطرة عليها، و تنطبق هذه الحالة بصورة خاصة على الشركات الألمانية نظرا لكون قسم كبير منها شركات مساهمة مفتوحة، أي يتم التداول بالقسم الأكبر من أسهمها في السوق من دون أن يكون هناك في تلك الشركات عائلات ذات حصص مهيمنة ما يمكنها بالتالي من توفير الحماية ضد هجمات خارجية، و هذا الوضع يجعل بعض الشركات الألمانية قلقة بالفعل و يدفعها للتحرك بقوة اكبر للبحث عن شركاء ماليين يكونون عونا لها على اجتناب الظروف الصعبة .

انه و بعد الهدوء النسبي للنقاشات الدولية حول صناديق الثروة السيادية من قبل الحكومات الغربية، ظهرت إلى الوجود مخاطر جديدة تواجه الاستثمارات السيادية و المتمثلة في موقف الجمهور المحلى للدول المستثمرة ، و الذي قد يكون أشد خطورة على صناديق الثروة السيادية في المستقبل .

ويعد الخطر السياسي المحلي بالنسبة إلى صناديق الثروة السيادية الأكثر تأثيرا حاليا خاصة بعد الخسائر الكبيرة التي منيت بها استثمارات هذه الأخيرة و كذلك بعد حدوث ما يسمى بالربيع العربي و الصدمة النفطية الحالية ، وهذا بعد تقلص المخاطر التي يتعرض إليها صناديق الثروة السيادية في البلدان المستقبلة للاستثمارات، و بذلك فان الضغط من جانب الدوائر المحلية ازداد بصورة كبيرة جدا في بعض الحالات.

و تعد الكويت مثالا بارزاً في هذا السياق، حيث تعرّضت الهيئة العامة للاستثمار في الكويت إلى ضغوط محلية كبيرة في ما يتعلّق بقيمة استثماراتها الأجنبية إلى جانب دورها في جلب الاستقرار للاقتصاد الكويتي المحلي، فاستثمارات الهيئة " ذات المخاطر المرتفعة في سيتي غروب و ميريل لينش لم تخفيها أمام الجمهور العالمي لوحده ، بل و حتى بالنسبة للجمهور المحلي لم يعلم بحا في حينها و إنما بعد حوالي اثني عشر شهراً ، و الحال أن استثمارات الهيئة العامة للاستثمار الكويتية لم تكن تعتبر مثيرة للمشاكل طالما أن الزيادة الكبيرة في سعر النفط و فرت درجة من الأمن الاقتصادي لمواطني الكويت و أبقت سوق الأسهم الكويتية قادرة على مواصلة التداول غير أن الهيئة أسهمت في أزمة

سياسية عندما انخفضت أسعار النفط و فقدت سوق الأسهم 40 % من قيمتها سنة 2009 ، و قد أرغم المستثمرون المحليون سوق الأسهم الكويتية على الإغلاق بأمر من المحكمة ، كما طلب من الهيئة العامة للاستثمار توفير السيولة للأسواق المحلية في محاولة لإعادة طمأنة المستثمرين ، و على استثمار ما لا يقل عن 4,5 بليون دولار أمريكي في الأسهم الكويتية في ديسمبر 2008.

كما أنّ أحداث الربيع العربي جعل صناديق الثروة السيادية لدول مجلس التعاون تقلل من المعتمامها بالاستثمار في السوق الأمريكية أو في منطقة اليورو وأصبحت تضخ المزيد من أموالها في أسواقها المحلية تماشيا مع مخططات التنمية الاقتصادية في بلدانها.، فبعض دول الخليج قامت بزيادة الإنفاق العام لخلق فرص عمل وتطوير الصناعات، فعلى سبيل المثال خصصت السعودية 500 مليار دولار لإنفاقها على برامج تنموية حكومية لتطوير قطاعات الإسكان والنقل والتربية وغيرها في المملكة، مشيرا إلى مشاركة الصناديق السيادية في برامج كهذه.

تجدر الإشارة إلى أن توجهها المتزايد نحو الأسواق المحلية إلى جانب نقل ملكية الشركات المملوكة للدولة إليها مثل ما هو الحال بالنسبة للسعودية يساهم بشكل طبيعي في نموها، مما يجعلها مستثمر مالي أكثر قوة لا سيما في سياق اقتصادي يتسم عموما بتراجع ربحية أدوات الاستثمار الأخرى.

3. مستقبل مبادئ سانتياغو:

ليست هناك سلطة تتولى فرض مبادئ سانتياغو، ولذلك فإن زيادة التزام صناديق الثروة السيادية في المستقبل بهذه المبادئ ستتطلب دعماً إضافياً من المنتدى الدولي لصناديق الثروة السيادية باعتباره الكيان الذي خلف مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية التي وضعت مبادئ سانتياغو، وكلف هذا المنتدى بمتابعة الاهتمام بعدة قضايا تتعلق بمبادئ سانتياغو. ومن بين القضايا المطروحة كيفية تأثير هذه المبادئ على سلوك صناديق الثروة السيادية، وموقف البلدان المتلقية للاستثمارات حيال هذه الصناديق. ويتسم الطريق نحو تطبيق المبادئ بالتطور والتحول، وثمة أمارات على أن هذه الصناديق قد أصبحت أكثر انفتاحا واستجابة لشواغل السياسة العامة إزاء أنشطتها"1.

و إن إنشاء المنتدى الدولي لصناديق الثروة السيادية خطوة جديرة بالثناء، ومساهمة مهمة في معمار النظام المالي الدولي. وقد بدأ هذا المنتدى يضطلع بدور هام في توضيح أهداف هذه الصناديق ووظائفها، بالإضافة إلى تحسين شفافيتها. و أخذت الصناديق ذاتها تشارك بمزيد من الفعالية في هذا

214

ا ودايبر داس و آخرون : مرجع سابق ، ص 1

النقاش، سواء عن طريق المنتدى الدولي أو كفرادى من خلال إصدار بيانات عامة. ويبدو أن رسالتها الرئيسية واحدة ومفادها: لابد أن تظل الحدود مفتوحة للاستثمارات الأجنبية، بما في ذلك استثمارات صناديق الثروة السيادية." ومن العوامل المشجعة أن تستمر أنشطة التعاون والشراكة مع البلدان المتلقية للاستثمارات والأطراف الأخرى، والتي كانت سمة رئيسية لعمل المجموعة الدولية حتى الآن، و أن يمارس المنتدى الدولي نشاطه فاتحا أبوابه للجميع دون استثناء أو إقصاء.

ويعلق هذا المنتدى الدولي أهمية فائقة على المشاركة الفعالة والمستمرة مع القطاع الخاص من أجل تحسين فهم هذا القطاع لأنشطة صناديق الثروة السيادية وتفسيره لها. و سيكون العمل المشترك بين ممتدر ممثلي البلدان المتلقية للاستثمارات والقطاع الخاص من جهة، والمنتدى الدولي من جهة أخرى، مصدر عون لهؤلاء الممثلين في مناقشة القضايا ذات الأهمية المشتركة (مع الحفاظ على السرية الإستراتيجية والتجارية)، واستخلاص الدروس المستفادة .ويمكن لهذا الحوار أن يعزز نظاما للاستثمار يستند إلى أساس يغلب عليه الطابع التعاوني، وفي عالم أصبح رأس المال فيه نادرا، لاسيما رأس المال الاستثمار طويل الأجل، وتناقصت الثروة، تكتسي الترتيبات الرشيدة القائمة على التعاضد من أجل الاستثمار عبر الحدود أهمية كبرى.

خلاصة الفصل:

كان امتثال صناديق الثروة السيادية لمختلف معايير الشفافية المعتمد في العالم متفاوتاً إلى حد بعيد، فبعض تلك الصناديق كانت قريبة من المستوى المتوسط في حين أن مجموعة كبيرة منها كانت بعيدا جدا عن هذا المستوى، و بالرغم من محدودية مستوى الالتزام إلى أن صناديق الثروة السيادية و العربية على وجه الخصوص حققت نموا في الحجم والنفوذ ونجحت في التكيف مع قوى السوق مستفيدة من الأزمة المالية العالمية ، حيث أظهر الدور الذي لعبته بعض صناديق الثروة السيادية في تحقيق الاستقرار خلال الأزمة المالية العالمية، عبر توفير السيولة للمؤسسات المالية الغربية في الأيام الأولى للأزمة ولاقتصادات بلدانها في وقت لاحق، أهميتها العالمية كحواجز دفاعية مالية ، فأخذت الصناديق في الظهور كجهات كبيرة فاعلة جيوسياسياً، ما يشير إلى تحول في الميزان العالمي للقوة المالية وما يرتبط بما من قوة سياسية، و بسبب مساهمة هذه الصناديق أثناء الأزمة من خلال ضخها لمبالغ كبيرة في البنوك الأمريكية و الأوروبية المتضررة من الأزمة شهدت الأعوام الماضية هدوء النقاش حول كبيرة في البنوك الأمريكية و الأوروبية المتضررة من الأزمة شهدت الأعوام الماضية ومستوى شفافيتها ، أي أن مسألة التزام صناديق الثروة السيادية بمعايير الشفافية والمساءلة فقدت بعض الزخم الذي كانت تتميّز به في السابق ولم تعد مهمة.

رغم ذلك فوجود نظام مالي عالمي يتمتع بدرجة أكبر من الشفافية والمحاسبة، وقائم على مؤسسات مستقرة وشفافة، سيكون ظاهرة أكثر صحية، لذلك فإن مستقبل صناديق الثروة السيادية مرهون بقدرتها على الإفصاح والشفافية ونشر أهدافها واستراتيجياتها الاستثمارية بوضوح، لأن ذلك سيسهم في قدرتها على مواصلة الاستثمار عالميا وتبديد المخاوف الغربية والمحلية في أن واحد، حيث من الممكن أن تنمو عائدات النفط لدول الخليج العربي مرة أخرى مما سيترتب عليه زيادة حجم أصول الصناديق والدور الذي تقوم به في النظام المالي العالمي ويتسع نفوذها داخل أسواق الدول الغربية ، وبذلك تتجدد المخاوف من دور هذه الصناديق في المستقبل .

الفصل الرابع: صندوق ضبط الإيرادات، الواقع و التحديات

المبحث الأول: الاقتصاد الجزائري و النفط

المبحث الثاني: صندوق ضبط الإيرادات كآلية لإدارة عوائد النفط

المبحث الثالث: صندوق ضبط الإيرادات و تحديات النمو

تمهيد:

يظهر جليا أن إمكانية تكيف الجزائر يكون سريعا حينما تكون أسعار النفط مرتفعة، و لكن من الصعب عليها أن تتأقلم مع وضع تكون فيه الأسعار منهارة بسرعة و هذا ما حدث في سنوات الثمانينات و خاصة بعد 1986، حينما تأثرت بصورة مباشرة بانحيار أسعار النفط مما نتج عنه مشاكل داخلية كبيرة و أزمات مالية و ضغوط على الاستيراد مما ضاعف و سرع من حجم و وتيرة المشاكل الاجتماعية و السياسية و الأمنية و بروز المديونية ، و لكون هذه الأخيرة قد استخلصت المروس من الماضي ، فاتخذت موقفا حذرا بعد ارتفاع الأسعار خلال الطفرة النفطية الثالثة و اعتبرته مؤقتا، لذلك قامت الجزائر و على غرار باقي الدول العربية النفطية باعتماد سعر مرجعي منخفض من الحل تحييد أثار تقلبات أسعار النفط ، كما قامت بإنشاء ثلاث صناديق للثروة السيادية هي على التوالي صندوق ضبط الإيرادات، و صندوق وطني للاستثمار، و صندوق وطني لاحتياطات التقاعد، و لكل صندوق من هذه الصناديق الثلاث دور مختلف عن الأخر في الاقتصاد الوطني، و باعتبار صندوق ضبط الإيرادات أقدم الصناديق الثلاث من حيث النشأة ،حيث تأسس سنة 2000 ، فقد كان له الأثر الأهم في الاقتصاد الجزائري من خلال قيامه بسد عجز الموازنة العامة ، و تسديد المديونية العمومية و الخارجية.

وسنعالج هذا الفصل من خلال التطرق إلى:

- الاقتصاد الجزائري و النفط،
- صندوق ضبط الإيرادات كأحد آليات إدارة عوائد المحروقات،
 - صندوق ضبط الإيرادات و تحديات النمو.

المبحث الأول: الاقتصاد الجزائري و النفط

شهدت الجزائر منذ سنوات طفرة نفطية كبيرة هي الثالثة من نوعها بعد الطفرتين الأولى والثانية، حيث عرفت أسعار النفط ارتفاعاً كبيراً ومتصاعدا عام 2003 ليعود بعد ذلك إلى الانخفاض مع بداية سنة 2014، قادت هذه الطفرة الجزائر إلى تحقيق مداخيل مالية ضخمة وغير مسبوقة في تاريخها، و على ضوء ما سبق يأتي الاهتمام بكيفية تعامل الجزائر مع الفوائض المالية الضخمة التي أوجدها الارتفاع الكبير في أسعار النفط خلال الطفرات النفطية الثلاث.

أولا: إمكانيات الجزائر من المحروقات:

تاريخيا الجزائر بلد غازي بدرجة أولى ثم نفطي، و يتضح اليوم الدور الفاعل والموقع المتميز الذي تتمتع به على خارطة الاقتصاد العالمي للمحروقات حاضرا و مستقبلا، ولعل أهم تلك المؤشرات هو حجم احتياطاتها من النفط والغاز .

الجدول رقم (59): احتياطيات الجزائر من النفط و الغاز للفترة ما بين 2006 و 2015

2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	السنة
12.20	12.20	12.20	12.20	12.20	12.20	12.20	12.20	12.20	12.20	النفط مليار برميل عند
										نھاية السنة
-	0.94	0.95	0.96	0.98	0.99	1.03	1.04	1.04	1.06	نسبة الاحتياطيات من
										إجمالي العالم (%)
4505	4505	4505	4504	4504	4504	4504	4504	4504	4504	الغاز الطبيعي مليار
										متر مكعب عند نهاية
										السنة
-	2.28	2.29	2.31	2.36	2.35	2.39	2.55	2.60	2.53	نسبة الاحتياطيات من
										إجمالي العالم (%)

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على:

بقيت تقديرات إجمالي احتياطي النفط و الغاز في الجزائر دون تغير يذكر عام 2015 ، حيث قدر احتياطي النفط في الجزائر عام 2015 بـ 12.2 مليار برميل ، بينما قدر احتياطي الغاز بـ 4505 مليار متر مكعب، و هذا ما يدل أن الجزائر تنتج حاليا من النفط والغاز بمستوى يوازي مستوى تجديد

⁻منظمة الأقطار العربية المصدرة للبترول (الأوابك): ال**تقرير الإحصائي السنوي 2011** ، ص 8، ص 10 ، ص 14، ص 16

⁻منظمة الأقطار العربية المصدرة للبترول (الأوابك): التقرير الإحصائي السنوي 2015 ، ص 8، ص 10 ، ص 14، ص 16

الاحتياطي أي أن الكميات المكتشفة من المحروقات تقترب من المستويات التي يتم إنتاجها، و هذا يعكس الجهود المبذولة في عملية التنقيب عن حقول جديدة للنفط أو الغاز سواء من طرف سوناطراك بمفردها أو بالشراكة مع شركات نفطية أجنبية مستثمرة في الجزائر، وأتاحت هذه الجهود عددا هاما من الاكتشافات، و يلخص الجدول الموالي أهم الاكتشافات التي قامت بما الجزائر في الفترة ما بين عامى 2003 و 2015.

الجدول رقم (60): عدد الاكتشافات في مجال المحروقات في الجزائر (2003 -2014)

2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	السنة
32	32	31	20	29	16	19	20	17	8	13	7	عدد
												الاكتشافات

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على:

وزراة الطاقة: حصيلة انجازات قطاع الطاقة والمناجم لسنة 2000-2008 ، المديرية العامة للإستراتيجية والاقتصاد والتنظيم ، الجزائر، 2009 ، ص 11. وزراة الطاقة : حصيلة انجازات قطاع الطاقة والمناجم لسنة 2013 ، المديرية العامة للإستراتيجية والاقتصاد والتنظيم ، الجزائر، 2014 ، ص 11. Ministère de l'Energie : Bilan des Réalisations du Secteur de l'Energie et des Mines 2012 , édition 2013, p13. - منظمة الأقطار العربية المصدرة للبترول (الأوابك): التقرير الإحصائي السنوي 2015 ، ص ص 20-22.

شهدت عدد الاكتشافات نموا ، حيث قفزت من 8 حقول تم اكتشافها في 2005 إلى 32 حقل حديد لعام 2014 ، فيما قدرت سنة 2015 بـ " 20 اكتشافاً ، و هذا ما يرفع عدد الاكتشافات إلى 264 تم تسجيلها ما بين 2003 و 2015، و هناك إستراتيجية من قبل الجزائر للبحث عن المحروقات واستغلالها في عدة مواقع جديدة بالجنوب الغربي للجزائر بالإضافة إلى عدة مواقع بشمال البلاد ، و من الممكن أن يكون أول اكتشاف للنفط في البحر في العام الجاري.

رغم تسجيل الجزائر 244 اكتشافا جديدا للمحروقات ما بين عامي 2003 و2014، إلا أن الكميات المكتشفة لم تساهم إلا في تعويض الاحتياطي المستهلك، نتيجة الزيادة المعتبرة للطلب المحلي، فضلا على ضرورة الإبقاء على مستوى عال نوعا ما من الإنتاج لضمان إيرادات كافية، خاصة أن الاقتصاد الجزائري لايزال ربعيا بامتياز ويعتمد بصورة شبه كلية على قطاع المحروقات، وفيما يلي تطور إنتاج المحروقات في الجزائر في الفترة ما بين 2006 و 2015:

220

^{1:} براهيمي فتحي: اكتشاف 20 بئر للمحروقات سنة 2015، جريدة الأمة العربية ، تاريخ النشر 24 اوت 2016 ، تاريخ الاطلاع: 8-99-2016 ، على الرابط (http://lanation-arabe.dz/ar/article.php?id=25395)

2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	السنة
1193.0	1203.0	1203.0	1162.0	1190.0	1216.0	1356.0	1398.0	1426.0	إنتاج النفط الخام
									إنتاج النفط الخام ألف برميل / يوم
1.57	1.61	1.64	1.60	1.65	1.71	1.61	1.63	1.77	إنتاج النفط الخام من إجمالي العالم
81.7	81.5	85.7	82.6	83.8	81.4	86.5	84.8	89.2	الغاز الطبيعي المسوق مليار متر مكعب
									المسوق مليار متر
									مكعب
2.29	2.37	2.51	2.44	2.54	2.73	2.83	2.87	3.10	الغاز الطبيعي
									الغاز الطبيعي المسوق من إجمالي العالم
									العالم

الجدول رقم (61): إنتاج النفط و الغاز في الجزائر في الفترة ما بين 2006 إلى 2015

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على:

إن الإنتاج النفطي للجزائر شهد انخفاضا من 1426.0 برميل يوميا عام 2006 إلى 1193.0 برميل يوميا عام 2014 ، أي بانخفاض نسبته 16.34 بالمائة، و تزامن هذا مع تراجع حصة إنتاج النفط الخام من 1.77 بالمائة إلى 1.57 بالمائة من الإنتاج العالمي، و هذا الوضع ينطبق على إنتاج الغاز حيث انخفض الغاز المسوق من 89.2 مليار متر مكعب سنة 2006 إلى 81.7 مليار متر مكعب سنة 2006، أي بنسبة 84.1 بالمائة خلال الفترة المدروسة ، كما تراجعت حصة الجزائر من الغاز الطبيعي المسوق في العالم من 3.1 بالمائة سنة 2006 إلى 2.29 بالمائة سنة 2014 .

و لقد جاء هذا الانخفاض في إنتاج الطاقة من قبل الجزائر نتيجة حدوث ارتفاع كبير في مستويات الأسعار البترول في نفس الفترة، و الجدول الموالي يبين أسعار تصدير المحروقات:

⁻منظمة الأقطار العربية المصدرة للبترول (الأوابك): **التقرير الإحصائي السنوي 2011** ، ص28. ص 30 ، ص 34 ، ص 36.

⁻منظمة الأقطار العربية المصدرة للبترول (الأوابك): التقرير الإحصائي السنوي 2015 ، ص 38 ، ص 34 ، ص 36 . (2010 - منظمة الأقطار العربية المصدرة للبترول (الأوابك): التقرير الإحصائي السنوي 2015 ، ص 34 ، ص 36 . (2010 - 2010).

جدول رقم (62): أسعار صادرات المحروقات من قبل الجزائر خلال الفترة ما بين 2001 و 2015

الغاز الطبيعي	الغاز الطبيعي المميع	غاز البترول المميع	مواد البترول المكررة	الكوندونسا (دولار	سعر البترول الخام	صادرات
(دولار لمليون وحدة	(دولار لمليون وحدة	(دولار للبرميل)	(دولار للبرميل)	للبرميل)	(دولار للبرميل)	المحروقات
حرارية بريطانية)	حرارية بريطانية)					السنة
3,0	3,2	19,4	24,4	22,8	24,3	2001
2,4	2,8	18,5	25,2	23,3	25,2	2002
3,1	3,4	23,3	30,6	29,0	29,0	2003
3,5	3,7	46,7	33,6	40,4	38,66	2004
4,9	5,6	43,3	45,0	52,1	54,64	2005
6,3	7,0	51,0	53,7	61,0	65,85	2006
6,5	7,2	56,1	74,9	74,0	74,95	2007
9,9	11,2	70,0	88,8	87,2	99,97	2008
6,6	7,1	43,4	62,9	55,2	62,25	2009
8,4	8,3	63,5	82,6	78,7	80,15	2010
10,1	10,5	79,5	112,2	103,7	112,943	2011
11,3	11,5	79,8	113,1	103,3	111,045	2012
10,4	11,2	75,6	107,6	100,0	109,550	2013
10,0	11,1	66,2	100,0	90,7	100,2	2014
6,5	7,6	32,7	52,7	49,7	53,1	2015

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على:

شهدت أسعار المحروقات المصدرة من قبل الجزائر ارتفاعا في الفترة ما بين 2001 و 2008 شهدت انخفاضا سنة 2009 بسبب تأثير الأزمة المالية محدثة بذلك صدمة خارجية للاقتصاد الجزائري، و عاودت بعد ذلك الارتفاع إلى غاية الثلاثي الأخير من سنة 2014 لتعود مرة أخرى الانخفاض. فمثلا أسعار النفط شهدت ارتفاعا في مستوياتها خلال الفترة ما بين عامي 2001 و 100 في معلى عتبة 100 دولاراً للبرميل خلال الفترة ما بين 2014 . حيث تجاوز متوسط سعر البترول الجزائري عتبة 100 دولاراً للبرميل في السداسي الأول لسنة 2011 إلى غاية 2014، لتعود و تنخفض من 10,09 دولاراً للبرميل في السداسي الأول لسنة 2014 إلى 15,1 دولارا للبرميل الواحد في نفس الفترة من سنة 2015 ، أي بنسبة انخفاض 47,2 و هذا ينطبق على كل أسعار المحروقات الجزائرية التي شهدت نفس التغيرات.

⁻ بنك الجزائر: التقرير السنوي 2008، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر، ص 249. (2004-2008)

⁻ بنك الجزائر : التقرير السنوي 2013، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر ، نوفمبر 2014 ،ص 62. (2009-2013)

⁻BANK OF ALGERIA: **BULLETIN STATISTIQUE TRIMESTRIEL**, N° 1 Septembre 2007, p21, (2001-2003)

⁻ BANK OF ALGERIA: **BULLETIN STATISTIQUE TRIMESTRIEL**, N°33 Mars 2016, p 27. (2014-2015)

و من خلال تحليل المعطيات السابقة بخصوص احتياطات النفط العالمي وتوجهات استغلال الطاقة، يظهر أن الطاقات البترولية للجزائرية محدودة ، فبناء على مقارنة بين معادلة الاحتياطي الوطني للنفط والإنتاج، فإن مدة نضوب الاحتياطي قد لا تتجاوز 10 سنوات أي أن نضوب النفط قد يكون بحدود سنة 2026 ، و ما يعزز هذا الطرح اعتماد الجزائر على عدد محدود من الحقول النفطية العملاقة التي تحتل النصيب الأكبر من الإنتاج ، و التي لا تتعدى أربعة حقول أبرزها حاسي مسعود وحاسي رمل اللذان يمثلان النصيب الأكبر من الإنتاج بنسبة تقارب 60 بالمئة.

و إذا كانت الطاقات البترولية الجزائرية تبدو محدودة فإن الاحتياطات الغازية تعتبر هائلة، و هي مرشحة للزيادة بفضل الاكتشافات المتتالية حيث تشير الإحصائيات إلى أن الاحتياطات الغازية غير المكتشفة في الجزائر تبلغ 6000 مليار متر مكعب، و هو يمثل 14% من مجموع 43400 مليار متر مكعب، و هي حجم تلك الاحتياطات التي لا تزال غير مكتشفة في العالم العربي 1 ، و 1 تتواجد هذه الطاقات عبر أكثر من ثمانين حقلاً للغاز ممثلة لاحتياطات قدرت بحوالي 4.500 مليار متر مكعب، موزع على سبع مناطق مختلفة 1 أهمها حقل حاسي الرمل 1 (احتياطات تفوق 2.000 مليار متر مكعب، موزع على بعتبر من أهم حقول تراكم الغاز الطبيعي في العالم، يحتوي على تجهيزات كفيلة باستقبال إنتاج يقدر ب 1 2.05 مليون متر مكعب في اليوم، بالإضافة إلى منطقة أدرار التي تحتوي على مناطق عين صالح و عين أمناس 10 .

^{* :} تم حسابها من خلال قسمة الاحتياطي الوطني للنفط على الإنتاج السنوي ، و هذا بدون الأخذ بعين الاعتبارات تنامي الاستهلاك المحلي للنفط أو الاكتشافات المستقبلية .

^{1:} عبد المالك مباني : الجزائر في ظل تحولات الاقتصاد العالمي للمحروقات، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تحت إشراف خليف عمر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة الجزائر 03، 2014، ص:149.

 $^{^2}$: Mohamed Hamid Temmar : Stratégie de Développement Indépendant : Le Cas de l'Algérie: Un Bilan , $\rm OPU$, Alger 1983, p225.

^{3:} عاشور كتوش: **الغاز الطبيعي في الجزائر و أثره على الاقتصاد الوطني** ، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية ، تحت إشراف ثابت محمد ناصر ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، جامعة الجزائر ، السنة الجامعية : 2003 – 2004، ص 167.

ثانيا: مساهمة قطاع المحروقات في الاقتصاد الجزائري

تنبع أهمية النفط في الاقتصاد الجزائري من خلال توفيره لفوائض مالية تعتبر ضرورية لتمويل خطط التنمية الاقتصادية والاجتماعية وقد لعب النفط دوراً رئيسياً في تحديد مسار وطبيعة التنمية منذ أوائل السبعينات وحتى وقتنا الحاضر، حيث يحتل القطاع النفطي موقعا متميزا في الاقتصاد الجزائري يمكن إدراكه من خلال المؤشرات التالية:

1. هيكل الإنتاج:

يعتبر قطاع النفط قاطرة النمو الاقتصادي من حيث موقعه ضمن هيكل الناتج المحلي الخام بحيث لا تقل مساهمته عن 20 % طوال فترة الدراسة ، و الجدول الموالي يبين تطور توزيع الناتج الداخلي الخام خلال الفترة الممتدة ما بين 2001 إلى 2015.

الجدول رقم (63): مساهمة قطاع المحروقات في الناتج الداخلي الخام للفترة ما بين 2001 و 2015

	•	_	_	·
تغير سنوي بالنسبة	نسبة مساهمة قطاع	قطاع المحروقات مليار	الناتج الداخلي الخام	السنة
المؤوية	المحروقات (%)	دينار جزائري	مليار دينار جزائري	
%10,7	3 4,2	1 443,9	4 227,1	2001
%2,3	3 2,7	1770	4 522,8	2002
%26,5	3 5,6	1 868,9	5 247,5	2003
%24,1	3 7,8	2 319,8	6 150,4	2004
%44,5	44,3	3 352,9	7 562,0	2005
%15,8	45,6	3 882,2	8 514,8	2006
%5,3	43,7	4 089,3	9 366,6	2007
%22,2	45,0	4 997,6	11 090,0	2008
-%37,8	31,0	3 109,1	10 034,3	2009
%34,5	3 4,9	4 180,4	1 1 991,6	2010
%25,4	3 6,1	5 242,1	1 4 519,8	2011
%5,6	34,2	5 536,4	16 208,7	2012
-%10,3	29,8	4 968,0	16 643,8	2013
-%6,2	27,1	4 657,8	17 205,1	2014
-%30,6	19,2	3 233,6	16 799,2	2015

Source: -BANK OF ALGERIA: BULLETIN STATISTIQUE TRIMESTRIEL, N° 5 Septembre 2008, p26, (2001 - 2004)

من خلال الجدول نلاحظ أن مساهمة قطاع المحروقات في الناتج الداخلي الخام شهدت نمواً في الفترة ما بين 2001 و 2008، و هذا يعود إلى الارتفاع المتواصل لأسعار البترول في ظل الطفرة النفطية التي شهدها العالم في الآونة الأخيرة حيث ارتفعت نسبة مساهمته في الناتج الداخلي الخام من

⁻ BANK OF ALGERIA: BULLETIN STATISTIQUE TRIMESTRIEL, N° 17 Mars 2012, p 27. (2005-2009)

⁻ BANK OF ALGERIA: BULLETIN STATISTIQUE TRIMESTRIEL, N° 25 Mars 2014, p26. (2010-2011)

⁻ BANK OF ALGERIA: BULLETIN STATISTIQUE TRIMESTRIEL, N°33 Mars 2016, p26. (2012-2015)

34.2 % سنة 2001 إلى 45.9 % سنة 2008. لتعود بعد ذلك بالانخفاض حيث لم تعد تولّد المحروقات سوى 19,2 % من تدفق الثروة (PIB)، وهو ما يمكن اعتباره تدهورا حقيقيا نظرا لفقدان القطاع ما يزيد عن نصف قيمته المضافة (19.2 %) في غضون 10 سنوات.

2. الجبابة:

تعتبر الجباية البترولية المورد الأساسي للميزانية العامة للدولة، حيث تتوقف وضعيتها على مستوى أسعار النفط في سنة 1998 تراجعت وضعية الميزانية العامة للدولة، ولما انتعشت الأسعار انتعشت الميزانية.

الجدول رقم (64): تطور نسبة الجباية البترولية من ايردات الميزانية الكلية في الجزائر للفترة ما بين 2001 و 2014

نسبة الجباية البترولية (%)	الإيرادات العامة **(مليار دج)	الجباية البترولية [*] (مليار دج)	السنة
66,5	1 505,5	1 001,4	2001
62,8	1 603,2	1 007,9	2002
68,3	1 974,4	1 350,0	2003
70,4	2 229,7	1 570,7	2004
76,3	3 082,6	2 352,7	2005
76,9	3 639,8	2 799,0	2006
75,8	3 687,8	2 796,8	2007
80,0	5 111,0	4 088,6	2008
65,6	3 676,0	2 412,7	2009
66,1	4 392,9	2 905,0	2010
68,7	5 790,1	3 979,7	2011
66,0	6 339,3	4 184,3	2012
61,7	5 957,5	3 678,1	2013
59,2	5719,0	3388,3	2014

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على:

-البنك المركزي : **التقرير السنوي 2008** : التطور الاقتصادي و النقدي للجزائر ، سبتمبر 2009 ، ص239. (من 2004 إلى 2008).

ا-لبنك المركزي التقرير السنوي 2013: التطور الاقتصادي و النقدي للجزائر ، نوفمبر 2014 ، ص 202 ، (من 2009 إلى 2012).

-BANK OF ALGERIA :**RAPPORT 2014**, EVOLUTION ECONOMIQUE ET MONETAIRE EN ALGERIE, Juillet 2015, p p 155 – 156 ,(2013 -2014.)

BANK OF ALGERIA : **RAPPORT 2005** , EVOLUTION ECONOMIQUE ET MONETAIRE EN ALGERIE , 16 Avril 2006, p82 , (2001-2003)

إن السياسة الضريبية بالجزائر تعتمد بشكل كبير على الجباية البترولية و التي بدورها تتأثر بأسعار النفط الجزائري في الأسواق العالمية، حيث ارتفعت مساهمة إيرادات المحروقات في الإيرادات الكلية

أ: بما فيها حصص أرباح المؤسسة الوطنية البترولية

^{** :} إجمالي إيرادات الميزانية و الهبات

للجزائر من 66.5%سنة 2001 إلى حوالي 80 %سنة 2008 ، و هذا نظراً لارتفاع أسعار النفط خلال هذه السنوات أين بلغت 99,97 دولاراً للبرميل سنة 2008، بالمقابل فان مساهمة الإيرادات خارج المحروقات تعد ضعيفة جدا بواقع 20 % سنة 2008، غير أن الانخفاض الظرفي الحاد لسعر البترول سنة 2009 إلى 62,25 دولارا للبرميل أدى إلى انخفاض إيرادات الجباية البترولية بحوالي 29,2 % مقارنة مع سنة 2008 ، وهذا ما كان له انعكاس مباشر على إيرادات الدولة الكلية حيث انخفضت من 5111 مليار دينار جزائري سنة 2008 إلى 3676 مليار دينار جزائري ، أي انخفضت بالمتبول عدوما 1435 مليار دولار و بنسبة 28.07 %، لتشهد بعد ذلك الإيرادات البترولية نموا معتبرا مدعوما بارتفاع أسعار البترول حيث ارتفعت بنسبة 20.4 % سنة 2010 و 34.7 % سنة 2013 ليعاود الخفاض عائدات البترول مع نماية 1201 و "العائد إلى سقوط الأسعار وإلى تراجع حجم الإنتاج"، ويعكس هذا الوضع هشاشة المالية العامة اتجاه الصدمات.

3. الصادرات:

بدأت تظهر أهمية تصدير المحروقات بعد الاستقلال مباشرة فبعدما كانت الخمور تمثل أكثر من 50 % من مجمل الصادرات من عام 1968 إلى 1961، و المحروقات أقبل من 38% من مجمل الصادرات لنفس الفترة، حدث ابتداء من 1963 انقلاب في الموازين بحيث أصبحت المحروقات تمثل أكثر من 55 % من مجمل الصادرات في حين تقهقرت حصة الخمور لتنزل إلى حدود 20% من مجمل الصادرات في نفس الفترة، و استمرت حصة المحروقات في الزيادة لتبلغ 68,9 % من مجمل الصادرات في سنة 1968 مقابل نسبة 9,4 % للخمور خلال نفس السنة " 2، و منذ ذلك الوقت لقد سمح قطاع المحروقات من توفير موارد مالية هامة للاقتصاد الجزائري، حيث أصبح يمثل أكثر 90% من إجمالي الصادرات ، و الجدول الموالي يوضح ذلك .

¹ : المجلس الوطني الاقتصادي و الاجتماعي: تقرير حول الظرف الاقتصادي والاجتماعي ، السداسي الأول من سنة 2015، نوفمبر 2015 ، ص 90 .

²: Hamid Mazri,: les hydrocarbures dans l'économie algérienne, SNED, Alger, 1975, p.65.

الجدول رقم (65): مساهمة صادرات المحروقات في إجمالي الصادرات الجزائرية (2001- 2015)

نسبة الصادرات	نسبة صادرات	صادرات المحروقات	مجموع الصادرات	السنة
الأخرى (%)	المحروقات(%)	(مليون دولار)	(مليون دولار)	
3.38	96.61	18484	19132	2001
3.9	96.1	18090	18825	2002
1.95	98.05	23988	24465	2003
2.05	97.95	31548	32208	2004
1.95	98.05	45588	46495	2005
2.16	97.84	53608	54791	2006
2.15	97.85	59605	60916	2007
2.47	97.53	77192	79146	2008
2,34	97,66	4 4 411	4 5 477	2009
2,80	97,20	5 6 143	5 7 762	2010
2,90	97,10	71 662	73 802	2011
2,82	97,18	70 571	72 620	2012
3,28	96,72	63 662	65 823	2013
4,59	95,41	58 362	61 172	2014
5,85	94,15	33 081	35 138	2015

Source:

BANK OF ALGERIA : BULLETIN STATISTIQUE TRIMESTRIEL, N° 1 Septembre 2007, p22, (2001-2004) BANK OF ALGERIA : BULLETIN STATISTIQUE TRIMESTRIEL, N° 17 Mars 2012, p 27 . (2005-2009) BANK OF ALGERIA : BULLETIN STATISTIQUE TRIMESTRIEL, N° 25 Mars 2014, p28 . (2009-2010 BANK OF ALGERIA : BULLETIN STATISTIQUE TRIMESTRIEL, N° 33 Mars 2016, p 28. (2011-2015)

من خلال الجدول نلاحظ أن نسبة مساهمة صادرات المحروقات من إجمالي الصادرات لم تنخفض عن 94 % كأدنى حد طوال فترة 15 سنة المدروسة، و هذا ما يدل على عدم فعالية القطاعات غير النفطية وضعف تنافسيتها، كما يدل على هشاشة ميزان المدفوعات الجزائري أمام أي تراجع لأداء الصادرات من المحروقات، و يشهد على ذلك التطور المسجل لحجم صادرات المحروقات أثناء الصدمة الخارجية لسنة 2009 و من ثم الصدمة التي بدأت سنة 2014.

4. التشغيل:

رغم ما يمثله قطاع الطاقة و المناجم من أهمية في الاقتصاد الجزائري إلى انه لم يشغل إلا 273695 عاملاً سنة 2013 أمن أصل 788 10 ألف عامل في الجزائر لنفس السنة " أي ما نسبة 2.53 % ، وهذا راجع لكون القطاع يعتمد في الأساس على تكنولوجيات كثيفة رأس المال، مما يجعل قدرته على استيعاب الأيدي العاملة محدودة .

^{1 :} وزراة الطاقة: حصيلة انجازات قطاع الطاقة والمناجم لسنة 2013، المديرية العامة للإستراتيجية والاقتصاد والتنظيم، الجزائر، 2014، ص62 .

^{2:} بنك الجزائر: التقرير السنوي 2013، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر، مرجع سابق، ص 218.

ثالثا: إشكالية إدارة العوائد المالية للجزائر

إن الطفرات النفطية الثلاث التي مرت بها الجزائر، صاحبتها قضايا وتحديات عدة تتعلق بشكل أو بأخر بأشكال التصرف بالعوائد النفطية في مرحلة الطفرة و الاستعداد لانحسارها أو عملية توزيع عوائدها على القطاعات المختلفة ، أو بين الأجيال ، و غير ذلك من التحديات .

1. تعامل الجزائر مع الطفرتين الأولى والثانية:

جاءت الطفرتين الأولى و الثانية لتكرس ظاهرة اعتماد الجزائر على عائدات النفط في تكوين حصيلة الصادرات و في تمويل الإنفاق العام ، حيث وفرت موارد مالية هامة للاقتصاد الجزائري في تلك الفترة ،و الجدول الموالي يوضح لنا تطور حجم الاحتياطات المالية الخارجية للفترة ما بين 1971 و 1982 .

الجدول رقم (66): تطور الاحتياطات المالية الخارجية للجزائر للفترة ما بين 1971 و 1982 الجدول رقم (66): مليون دولار أمريكي

1982	1980	1976	1975	1974	1973	1972	1971	السنة
2676	4027	1538	1353	1689	1143	493	507	قيمة
								الاحتياطي

المصدر: - محمود عبد الفضيل: النفط و المشكلات المعاصرة للتنمية العربية ، سلسلة كتب ثقافية شعرية تصدر عن المحلس الوطني للثقافة و الفنون و الأدب ، الكويت ،أفريل 1979 ، ص119. (للسنوات 1971 إلى غاية 1976).

- محمود عبد الفضيل: النفط و الوحدة العربية ، مرجع سابق .ص 110. (للسنوات من 1980 إلى 1982).

إن احتياطات المالية الخارجية للجزائر شهدت نموا في ظل ارتفاع أسعار البترول حلال الطفرة النفطية الأولى حيث ارتفع من 507 مليون دولار سنة 1971 إلى 1689 مليون دولار سنة 1974 لتعود بعد ذلك للانخفاض متأثرة بتراجع أسعار البترول بعد الطفرة النفطية الأولى، و تعاود الارتفاع بعد ذلك و هذا بعد حدوث طفرة ثانية سنة 1979 والتي مكنت الجزائر من تكوين اكبر احتياطي في تلك الفترة بلغ 4027 مليون دولار، و مع انحصار الطفرة عاود الاحتياطى الانخفاض .

و لقد تعددت أوجه استخدامات العوائد النفطية من قبل الجزائر خلال الطفرة النفطية الأولى و الثانية و نذكر منها:

- إحداث تنمية محلية:

"العوائد النفطية و الفوائض النفطية يمكن أن تكون لها آثار إيجابية على اقتصاد بلد ما كما يمكن أن تكون لها آثارا سلبية، درجة الإيجابية و السلبية تحددها قدرة استيعاب العوائد النفطية من طرف الاقتصاد الوطني أو عدم قدرته على استيعابها، البلدان التي سلكت أنماطا تنموية طموحة لم تشكو عدم القدرة على استيعاب العوائد النفطية بالعكس، فهي قادرة على امتصاص أي مبلغ أو فائض نتيجة الخطط التنموية المعتمدة" أ، ووفقا لذلك وضعت الجزائر برامج و خطط استثمارية شديدة الطموح تغطي النصف الثاني من السبعينات ، حيث " بلغت جملة الاستثمارات المخططة للسنوات الأربع 74 إلى 77 بـ 27.5 بليون دولار " 2.

- تطوير قطاع المحروقات:

عملت الجزائر على تطوير قطاع المحروقات من خلال استخدام العوائد النفطية، كما قامت في سنة 1980 بحشد " 3.4 مليار دولار إضافية ، لانجاز منشآت في قطاع المحروقات هو الذي أتاح لها فرصة ذلك ، و لم تكن الجزائر في حاجة إلى تعبئة مثل هذه المبالغ من القروض الخارجية ، إذ أن الزيادة في القروض الخارجية في عام 1978 كانت موجودة في مستوى احتياطات الصرف ، و قد خزنت الجزائر في سنتي 1980 و 1981 احتياطات من الصرف تفوق بكثير حجم الأموال التي حشدتما" 3 .

- الإيداعات المصرفية:

بسبب مشكل محدودبة القدرة الاستيعابية للجزائر خلال الفترة ما بين 1970 و 1982، قامت الجزائر بإيداع قسم من الفوائض المتأتية من النفط في البنوك الأوروبية بالدولار الأمريكي .

الجدول رقم (67): الإيداعات المصرفية للجزائر بالخارج خلال عامى 1981 و 1983

1983	1981	السنة
2.2	4.5	المبلغ (مليار دولار)

المصدر: عبد الخالق فاروق، مرجع سابق، ص 114.

^{1 :} حسين خلف فليح: العوائد النفطية العربية و إستخدامها في صناعات وسائل الإنتاج النفط و التنمية، العدد 2، سنة 1977، ، مطبعة الأديب البغدادية، بغداد، 1977، ص 89 .

^{2:} محمود عبد الفضيل: النفط و المشكلات المعاصرة للتنمية العربية ، مرجع سابق ، ص 71.

^{3:} المجلس الوطني الاقتصادي و الاجتماعي: النشرة الرسمية رقم 9 ، الدورة الخامس عشر المنعقدة يومي 15 و 16 ماي 2000، تاريخ النشر جانفي 2001 ،ص 279.

بلغ حجم الودائع الجزائرية في الخارج سنة 1981 ما قيمته 4.5 مليار دولار ، لتتراجع بعد ذلك إلى 2.2 مليار دولار سنة 1983 بنسبة انخفاض تفوق 50 % ، و يمكن إرجاع هذا الانخفاض لسببين هما: أولا ، انخفاض أسعار البترول و استخدام الجزائر لهذه العوائد في تغطية عجز الميزانية الناتج عن تدني الإيرادات العامة، أما السبب الثاني فيمكن إرجاعه لكون الأموال " المودعة في البنوك الأوروبية بالدولار الأمريكي لم تحد من يستأجرها" ألى .

و من المفارقات المثيرة بالاهتمام في هذه الفترة، و التي تمتد ما بين 1973 و 1980 هو ظهور مشكل المديونية الخارجية بالرغم من العوائد الكبيرة التي حققتها الجزائر جراء ارتفاع أسعار البترول، و الجدول أدناه يعطى صورة رقمية مبسطة عن هذه المرحلة التي مرت بها المديونية الخارجية للجزائر:

الجدول رقم (68): المديونية الخارجية للجزائر خلال الفترة 1974 – 1985

الوحدة :مليار دولار

1985	1984	1983	1981	1980	1979	1978	1977	1976	1975	1974	السنوات
18.4	15.9	16.3	17.7	19.4	20	15	12.0	9.5	6.0	4.9	رصيد الدين
											الخارجي

المصدر: المجلس الوطني الاقتصادي و الاجتماعي: النشرة الرسمية رقم 9، مرجع سابق، ص 277.

إن المعطيات الكمية في الجدول أعلاه تسمح لنا بإبراز ملاحظة مهمة، و المتمثلة في كون أن تطور المديونية الخارجية للجزائر في الفترة ما بين 1974 و 1985 مر بمرحلتين متباينتين تعكسان في الوقت نفسه طبيعة المرحلة التي مر بحا الاقتصاد الوطني و هما:

المرحلة الأولى (1970 - 1970): نلاحظ أن المديونية الخارجية خلال هذه المرحلة تميزت بتصاعد مستمر و بمعدلات نمو مرتفعة في هذه الفترة، وهذا "نظرا لارتفاع قيمة الواردات الجزائرية بسبب التضخم والنمو السريع للطلب بالإضافة إلى التضخم العالمي الذي مسّ المبادلات الدولية بخسائر كبيرة لبلدان العالم الثالث ومنها الجزائر، الأمر الذي دفع الدولة إلى طلب قروض خارجية لمواجهة نفقات التنمية خلال الفترة 1967 - 1979 " 2.

2: مسعود دراوسي: السياسة المالية ودورها في تحقيق التوازن الاقتصادي حالة الجزائر: 1990- 2004، أطروحة مقدمة لنيل درجة دكتوراه دولة، تحت إشراف : طواهر محمد التهامي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005-2006، ص 311.

¹ : المجلس الوطني الاقتصادي و الاجتماعي**: النشرة الرسمية رقم 9** ، ص 278 .

" و خلال سنة 1979 عرفت ارتفاعاً كبيراً حيث بلغت 56% من الناتج الداخلي الخام، أما خدمة الدين فبلغت 36% من صادرات السلع، وما زاد الوضع خطورة شروط منح القروض على الجزائر والمتمثلة في ارتفاع معدّلات الفائدة وقصر مدة القرض وهذا ما أقحم الجزائر في نظام تراكمي أثر بقوة على سياسة التنمية المستقبلية" 1.

المرحلة الثانية (1980-1984): يبرز في هذه المرحلة انخفاض الدين الخارجي من 19.4 مليار دولار سنة 1980 إلى 15.9مليار دولار سنة 1984، و تعبر هذه المرحلة عن اليسر المالي الذي مر به الاقتصاد الوطنى نظرا للظروف الدولية المساعدة .

و من جهة أخرى ، فان الاقتطاع في إطار فوائد الديون تراوح بين 10 و 11 % من مداخيل التصدير خلال الفترة الممتدة من 1979 إلى 1985 ، باستثناء عام 1981، حيث بلغ الاقتطاع حوالي 2 %، و حتى قبل الصدمة البترولية المعاكسة لسنة 1986 ، عانت الجزائر أثار الاقتطاع الحقيقية : 2

- فقد تكبدت تحويل ثروتها لفائدة البلدان المستوردة لمحروقاتها، بسبب تراجع أسعارها .
- و تحولت اقتطاعات جد معتبرة من مداخيلها المتدنية فيما يخص فوائد الديون، بالرغم من أن مخزون الديون الخارجية قد تقلص بأكثر من 4 ملايين دولار ، خلال الفترة الممتدة بين 1979 و 1984 .

و في الأخير ، اقل ما يمكن أن يقال أن الجزائر لم تحقق الاستغلال الجيد للعوائد المالية الكبيرة التي حققتها نتيجة الارتفاع الكبير في أسعار البترول، و لم تتمكن من استثمارها في بناء اقتصاد قوي ، بل على العكس تضررت جراء تقلبات أسعار المحروقات .

2. إدارة العوائد المالية للجزائر خلال الطفرة النفطية الثالثة:

في وضع مشابه للطفرتين الأولى و الثانية ، اتخذت الاحتياطات الخارجية الرسمية للجزائر خلال الطفرة النفطية الثالثة اتجاها تصاعديا وذلك في ظلّ التطورات الايجابية في ميزان المدفوعات الجاري، و الجدول الموالي يبين النمو في الاحتياطات الدولية خلال الفترة ما بين 2003 و 2015 و تغطية الاحتياطات للواردات لنفس الفترة.

^{1:} Abdelhamid Brahimi: **L'économie algérienne : défis et enjeux**, DAHLAB, ALGER 1991, p208. 279 مرجع سابق ، ص 279.

الجدول رقم (69): الاحتياطيات الخارجية الرسمية للجزائر و تغطية الاحتياطيات الخارجية الرسمية للجزائر و تغطية الاحتياطيات الخارجية الرسمية للفترة ما بين 2003 و 2014:

تغطية الاحتياطيات الخارجية	معدل نمو لاحتياطات	الاحتياطيات الخارجية الرسمية	السنة
الرسمية للواردات السلعية (شهر)*	الرسمية (%)	(مليار دولار أمريكي)	
29.8	-	33,125.0	2003
28.9	30.55	43 ,246.3	2004
34.0	30.19	56,303.0	2005
45.2	37.18	77 ,238.8	2006
50.2	42.82	110,317.2	2007
45.2	29.84	143,243.0	2008
47.8	4.04	149,040.0	2009
50.2	9.10	162,615.0	2010
46.8	12.42	182,822.0	2011
44.5	4.63	191,297.0	2012
42.4	1.78	194,712.0	2013
37.8	3.83-	187,241.1	2014
** 35.71	17.91 -	153.700.0	2015

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على:

شهدت الجزائر نموا في الاحتياطات الخارجية الرسمية خلال الفترة ما بين عامي 2003 و 2013 حيث بلغت قيمتها سنة 2013 ما يزيد عن194,71 مليار دولار أمريكي مقابل 33.12 مليار دولار سنة 2003 معدل نمو للاحتياطات و الذي بلغ سنة 2003 معدل نمو للاحتياطات و الذي بلغ 42.82 % بسبب ارتفاع أسعار البترول، بينما سنة 2009 فهي السنة التي عرفت تباطؤا في تراكم

⁻ صندوق النقد العربي: التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام 2008 ، ص 364. - 365 /التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام 2015، ص 501-500 ، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام 2011، ص 430-430 .

⁻ مركز الرياض للمعلومات و الدراسات الاستشارية: المملكة ثالث أكبر اقتصاد عالمي في إجمالي الاحتياطيات النقدية بقيمة 2311.5 مليار ريال، نشر في صحيفة "الرياض الاقتصادي" العدد 17408 ، السنة الثالثة و الخمسون ، السعودية ، تاريخ النشر: 21 فبراير 2016م ، ص 3. BANK OF ALGERIA: BULLETIN STATISTIQUE TRIMESTRIEL, N°33 Mars 2016, p 28

^{*:} هو مؤشر على كفاية الاحتياطيات. و هذا المقياس احد أهم المقاييس التقليدية لمعرفة مستوى كفاية حجم الاحتياطيات في العملات الأجنبية، بسبب أن الواردات هي أهم متغير في بنود ميزان المدفوعات و نظرا لصلتها الوثيقة بمستويات الاستهلاك المحلية و الإنتاج الجاري و النمو الاقتصادي. أن نسبة تدور حوالي 30 من قيمة الواردات سنويا أو تغطية حجم الاحتياطيات مدة ثلاثة أشهر من الواردات تعد مستوى ملائما للاحتياطيات.

إن الظروف الحالية التي تواجهها الدول النامية المدينة تتطلب زيادة هذا الرقم إلى 4 أو 5 أشهر، و إن كان بعض الكتاب يعتبر أن نسبة الاحتياطيات إلى الواردات يجب أن تتراوح فيما بين 20 - 40 % .

للاطلاع أكثر انظر : زايري بلقاسم : كفاية الاحتياطيات الدولية في الاقتصاد الجزائري ، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا- العدد السابع ، الجزائر .

^{** :} تم حسابما بقسمة الاحتياطات على المتوسط الشهري لحجم الواردات و المقدر سنة 2015 بـ 646 51 مليون دولار .

الاحتياطيات الرسمية للصرف بنسبة نمو 4.04% بسبب الصدمة النفطية العكسية التي تبعت الأزمة المالية لسنة 2008 .

و منذ عام 2014 إلى الآن شهدت الاحتياطيات الرسمية للصرف تراجعا ، حيث بلغ قائمها باستثناء النه المنار دولار في نهاية 2014 و باستثناء النه المنار دولار في نهاية 2014 مليار دولار في نهاية 2013 .

و فيما يتعلق بنسبة تغطية الاحتياطيات الخارجية الرسمية للواردات ، فالجزائر قد استمرت في تحقيق أعلى النسب، إذ ارتفعت من 15.58 شهرا في عام 2000 إلى 34 شهرا في 2005 ، ليصل إلى مستوى يفوق 50 شهرا أي ما يعادل أكثر من 4 سنوات في 2007 و 2011 ، و هذا بالرغم من الزيادات الكبيرة في حجم الاستيراد منذ 2004.

وفيما يتعلق بالمستوى الأمثل للاحتياطات بالنسبة للجزائر فحسب " دراستان قام بحما بنك الجزائر في 2007 و 2008 لتحديد المستوى الأمثل لاحتياطيات الصرف الضرورية لمواجهة أثر الصدمة الخارجية المفاجئة المحتملة خلصا إلى أن المستوى الأمثل لاحتياطيات الصرف قد تم بلوغه من طرف الجزائر ابتداء من سنة 2001" أ، و هذا ما يعني الاحتياطات المحققة حاليا تفوق الحدود الآمنة ، بالرغم من تفاقم الصدمة العكسية ، و على الجزائر أن تستفيد من هذه الاحتياطات من خلال استثمارها، و هذا لتفادي استنزاف هذا الرصيد في مجالات اقل أهمية .

أما فيما يخص استخدام العوائد المالية الناتجة عن الطفرة الثالثة لأسعار البترول، فالجزائر استمرت في استخدامها من اجل تطوير القطاع النفطي و إحداث تنمية اجتماعية و اقتصادية، كما عملت على استخدامها في مجالات أخرى، ويمكن أن نرصد ذلك من خلال:

- تطوير قطاع الطاقة:

في إطار سعي الجزائر لتطوير قدراتها أعلنت عن بناء مصفاة تكرير متطورة للتصدير بطاقة إنتاج تبلغ 300 ألف برميل كجزء من خطة مضاعفة الطاقة التكريرية الحالية والبالغة 450 ألف برميل. كما عملت الجزائر على توسيع الأنبوب العابر لتونس نحو ايطاليا، وبناء خط غاز بطاقة 08 مليار متر

^{1 :} محمد لكصاسي: تطورات الوضعية المالية والنقدية في الجزائر، تدخل محافظ بنك الجزائر محمد لكصاسي أمام المجلس الشعبي الوطني ، سنة . (http://www.bank-of-algeria.dz/present.htm).

مكعب/ سنويا نحو اسبانيا على أمل مضاعفة طاقته مستقبلا، وترمي الأهداف الأساسية المسطرة في مجال المحروقات إلى: 1

- رفع وتحسين احتياطيات المحروقات وظروف استغلالها وذلك بإنعاش وتكثيف البحث والاستكشاف،
 - تطوير المكامن المكتشفة وغير المستغلة وتحسين نسب الاستخلاص في المكامن المستغلة،
 - خلق القيمة المضافة وفرص عمل مباشرة و غير مباشرة جديدة .

أما فيما يخص مجال الطاقات المتحددة، فقد قامت الجزائر بوضع البرنامج الوطني لتنمية الطاقات المتحددة ، و الذي يهدف " إلى إنتاج 22000 ميغاواط آفاق 2030 ، منها 10000 ميغاواط موجهة للتصدير، إذا توفرت الظروف المناسبة

و يشتمل البرنامج من 2011 وإلى غاية 2030 على إنجاز ستون (60) مشروع منها محطات شمسية كهروضوئية وشمسية حرارية ومزارع لطاقة الرياح ومحطات مختلطة"2 .

- التسديد المسبق للمديونية:

بعد أزمة الدين الخارجي التي عقبت الصدمة الخارجية لسنة 1986 والتي أدت إلى إعادة حدولة الدين الخارجي بين 1994 و 1998 ، انتهجت الجزائر إستراتيجية تقليص المديونية الخارجية عن طريق تسديدات مسبقة هامة، خصوصا ما بين عامي 2004 و 2006 . وكان عام 2006 حاسما حيث عرف انخفاضا قويا للدين العمومي الخارجي. و لإعطاء صورة أوضح الجدول الموالي يوضح تطور الديون الخارجية .

234

¹: وزارة الطاقة و المناجم: **الورقة القطرية: الجمهورية الجزائرية الديمقراطية**، مؤتمر الطاقة العربي العاشر، منظمة الأقطار العربية المصدرة للبترول، أبو ظبي، 29 - 27 أكتوبر 2014، ص19

²: المرجع السابق : ص 26.

الجدول رقم (70): تطور المديونية الخارجية للجزائر خلال الفترة 2000-2008 الوحدة: مليار دولار أمريكي

ديون قصيرة الأجل		ديون متوسطة و طويلة المدى		إجمالي الديون	السنوات
النسبة (%)	القيمة	النسبة (%)	القيمة		
0,64	0,150	99,36	23,203	23,353	2003
1,88	0,410	98,12	21,411	21,821	2004
4,11	0,707	95,89	16,484	17,191	2005
9,66	0,541	90,34	5,062	5,603	2006
12,79	0,717	87,21	4,889	5,585	2007
23,33	1.303	76,67	4,282	5,606	2008

Source: BANK OF ALGERIA: BULLETIN STATISTIQUE TRIMESTRIEL, , N°6 Mars 2009, p 16

المديونية الخارجية سجلت انخفاضا كبيرا خاصة خلال الفترة ما بين 2003 و 2006 إذ انخفضت من 25.261 مليار دولار أمريكي سنة 2000 الى 5.603 مليار دولار أمريكي سنة 25.261 ليستقر بعد ذلك مستوى الديون في المستوى 5.5 مليار دولار، و هذا الانخفاض راجع إلى تبني الحكومة لخيار سداد المديونية الخارجية ، وهذا ما أدى إلى انتقال "نسبة الدين الخارجي من الناتج المحلي الخام من 34% في نهاية 2006 إلى أقل من 4.5% في نهاية 2006، وانخفض معدل خدمة الدين إلى مستوى 4.16% من الصادرات لسنة 2006 " 1.

ورغم أهمية هذا المسعى إلا أنه يطرح أكثر من علامة استفهام حول استفادة الجزائر من هذه الخطوة ، حيث كان من الأحسن للجزائر تأجيل تسديد هذه الديون أو تسديدها في تواريخ أجالها و توظيف ما لديها من أموال في الوقت الذي تعمل فيه جاهدة على استقطاب الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى الحد الذي كادت أن تجعل منها رهانا للتنمية الاقتصادية.

كما أن الجزائر بقيامها بخطوة التسديد المسبق للديون فوتت على نفسها فرصة تسديدها بأقل التكاليف نتيجة الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 ، حيث نتج عن هذه الأخيرة أزمة سيولة حادة و هذا يعني أن المؤسسات العالمية المقرضة كانت ستكتفي بالتسديد بأقل التكاليف من اجل معالجة أزمتها للسيولة .

235

^{1:} عبد الجحيد قدي: الاقتصاد الجزائري والنفط: فرص أم تهديدات، ، مداخلة في ملتقى التنمية المستدامة والكفاءة الاستخدامية للموارد المتاحة ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس- سطيف بالتعاون مع مخبر الشراكة و الاستثمار في المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الفضاء الأورو مغاربي ، لفترة 07-08 أفريل 2008، ص 5

في المقابل أدت عملية تسديد ودفع الديون إلى تحسين صورة الجزائر في نظر المستثمرين والحصول على تصنيف ائتماني حيسة من الأسواق المالية الدولية.

- توظيف جزء من الاحتياطات في الخارج:

قامت الجزائر بتوظيف جزء من الاحتياطيات في السندات الدولية للجزانة. فبالنسبة لحجم الاحتياطي الموظف في سندات الجزانة الأمريكية فتقدر "ما بين 70 الى 80 مليار دولار" أو هي توظيفات متعددة أغلبها على "شكل سندات جزانة أمريكية بنسب فوائد لا تتعدى 4 في المائة لكنها تظل مؤمنة و بعيدة عن التقلبات التي تعرفها مختلف الأسهم و المؤشرات المالية، و أهم أنواع السندات التي تتكون منها محفظة استثمار الاحتياطيات بالنسبة للجزائر تشمل على سندات الجزائة السندات التي تتكون منها محفظة استثمار الاحتياطيات بالنسبة للجزائر تشمل على سندات الجزائة النوع هناك Bonds Treasury و التي يطبق عليها معدل فائدة ثابت كل 6 أشهر، بالإضافة إلى هذا النوع هناك التحاوز 26 أسبوع، يمكن شراؤها بحوالي 970 دولار و بيعها بحوالي 1000 دولار و الحد الأعلى لها هو 5 مليون دولار. كما هناك Treasury Notes و يطبق على هذه السندات معدل فائدة ثابت كل ثلاثة أشهر و مدة استحقاقها تتراوح بين سنتين إلى عشر سنوات، والمبالغ التي تصدر بما تتراوح بين 1000 دولار و 5 مليون دولار "2.

وبالإضافة إلى التوظيفات السابقة الذكر في سندات الخزانة الأمريكية قامت الجزائر بتوظف " 40 مليار دولار في السندات السيادية الأوروبية".

و يعاب على هذه الطريقة أن الاحتياطات يتم توظيفها بمعدلات فائدة منخفضة في سندات الخزانة الأمريكية، وهذا ما يجعل الاقتصاد الجزائري في خدمة الاقتصاديات الأحرى في الوقت الذي يشكو فيه من التمويل.

- تمويل برامج تنمية اقتصادية لإنعاش الاقتصاد الوطنى:

منذ سنة 2000 تم تخصيص جزء كبير من الاحتياطات الأجنبية لتنفيذ و تمويل ثلاثة برامج استثمارية عمومية قصد تحفيز الاقتصاد الوطني وتنويعه، بما يخفض من تبعيته إلى القطاع النفطي،

^{1 :} كميل الساري ، ترجمة كامل المرعاش ، الاختلالات البنيوية و السياسات النقدية و المالية الدولية : الاسباب الحقيقية ؟ و أي تداعيات على العالم العربي ، Cabrera Editions ، حانفي 2011 ، ص 237

^{2 :} زايري بلقاسم : كفاية الاحتياطيات الدولية في الاقتصاد الجزائري، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا- العدد السابع ، السداسي الثاني ، 2009 ، ص ص 63-64 .

³ : كميل الساري ، مرجع سابق ، ص 300..

وتتمثل هذه البرامج في برنامج دعم الإنعاش الاقتصادي 2001-2004 ، و الذي رصد له " مبلغ 155 مليار دولار الذي تم اعتماده خارج ميزانية الدولة " 1 ،

البرنامج التكميلي لدعم النمو الاقتصادي 2005-2009،

برنامج دعم النمو الاقتصادي 2010 -2014.

- إنشاء صناديق الثروة السيادية:

على غرار تجارب بعض الدول المنتجة للمحروقات والتي تعتمد ميزانياتها العامة كذلك على إيرادات النفط والغاز الطبيعي، قامت الجزائر بإنشاء ثلاث صناديق ثروة سيادية و هي صندوق ضبط الإيرادات سنة 2000 و هذا بحدف حماية الميزانية العامة والاقتصاد الوطني من تقلبات أسعار المحروقات، و كذا الصندوق الوطني لاحتياطات التقاعد سنة 2006 لتوفير التمويلات الكافية للوفاء بالتزامات الحكومة من ناحية المعاشات التقاعدية في المستقبل، و أحيرا الصندوق الوطني للاستثمار سنة 2009 ويهدف هذا الصندوق لدفع الاستثمار المحلى و تحقيق التنمية الاقتصادية.

و رغم ما سبق إلا أن هذه المرحلة لم تخلو من أوجه إهدار العوائد المالية ، فنجد :2

- كثرة الإلغاءات و إعادة شراء الديون المستحقة على بعض الفئات (فلاحين ، شباب) وعلى المؤسسات غير الناجعة، هذا الوضع هو الذي أثر على المديونية العمومية الداخلية إذ أن مصدرا مهما لنموها يكمن في إعادة شراء بعض الديون لتتحملها الخزينة العمومية بدلا من أصحابها.
- منح القروض من دون فوائد للإطارات القادرة على الاقتراض لتمويل الحصول على السكنات والسيارات.
- إسقاط الفواتير والضرائب عن بعض المناطق التي دخلت في حملات من الاحتجاج كمؤشر على أن الحكومة تكافؤ مخالفي القانون في الوقت الذي يعاقب الملتزمون به. ولقد تركت هذه الممارسات حالة من الاستنساخ الذي إذا لم يسفر عن إلغاء لضرائب أو فواتير أو قروض فإنه يولد على الأقل التزامات مالية للتكفل بنتائج التخريب.

^{1:} عبد الرحيم شيبي و آخرون: الآثار الاقتصادية الكلية لصدمات السياسة المالية بالجزائر، دراسة تطبيقية، حامعة أبي بكر بلقايد. تلمسان، 2008 ، ص 8.

[.] 8-7 ص ص 3 : عبد الجيد قدي :الاقتصاد الجزائري والنفط: فرص أم تهديدات ، مرجع سابق ، ص ص 3

المبحث الثاني: صندوق ضبط الإيرادات كآلية لإدارة عوائد النفط

نظرا لأن الجزائر قد استخلصت الدروس من الماضي، فاتخذت موقفا حذرا بعد ارتفاع الأسعار خلال الطفرة النفطية الثالثة و اعتبرته مؤقتا، لذلك قامت بإنشاء ثلاث صناديق ثروة سيادية هي على التوالي صندوق ضبط الإيرادات، و صندوق وطني للاستثمار، و صندوق وطني لاحتياطات التقاعد، و لكل صندوق من هذه الصناديق الثلاث دور مختلف عن الأحر في الاقتصاد الوطني.

أولا: صناديق الثروة السيادية في الجزائر

رغم أن صندوق ضبط الإيرادات و الصندوق الوطني للاستثمار، و صندوق الوطني لاحتياطات التقاعد لا تنطبق عليهم كل خصائص صناديق الثروة السيادية التي وضعها ستيفن جون سنة 2007 إلا أننا نعتبرها صناديق ثروة سيادية لعدت اعتبارات :

أولا: يجب في البداية الأخذ بالنموذج الشائع و الذي يماثل النموذج الذي وضعه ستيفن جون بشكل من التحفظ بسبب كونه وضع أولا سنة 2007 في وقت امتاز بوجود خلط مفاهيمي بين صناديق الثروة السيادية و بين الكثير من المفاهيم المشابه له، و كذلك لأنه قد حدث تطور مفاهيمي بعد ذلك بحيث أصبح يدرج في تعريف صناديق الثروة السيادية الكثير من الصناديق المشابحة لصندوق ضبط الإيرادات كصندوق الاستقرار الروسي، و أصبح من غير الممكن الحديث عن صناديق الثروة السيادية على أنها مجموعة متجانسة من حيث الهيكل والأهداف وإستراتجية الاستثمار.

ثانيا: إذا ما أحذنا بالتعريف الشامل الذي وضعه صندوق النقد الدولي لصناديق الثروة السيادية، نجد أن هذا التعريف ينطبق على الصناديق الثلاث التي تملكها الجزائر، حيث و من خلال تعريف و تصنيفات الصناديق يمكننا إدراج صندوق ضبط الإيرادات ضمن صناديق استقرار المالية العامة، والتي تقدف أساسا إلى حماية الميزانية العامة والاقتصاد الوطني من تقلبات أسعار المحروقات.

كما يمكن إدراج صندوق الاستثمار الوطني ضمن صناديق التنمية المحلية و التي تدعم المعاملات، حيث يمكن أن تأخذ هذه العمليات عدة أشكال: تقديم الضمانات أو القروض أو الدعم أو الاستثمارات المباشرة في أسهم الشركات العامة والخاصة المحلية، و يماثل في عمله صندوق استقرار النفط في إيران و صندوق الاستثمار الفنزويلي .

أما بالنسبة لصندوق احتياطات التقاعد فوفقا لتعريف صندوق النقد الدولي فانه يندرج ضمن صناديق احتياطيات طوارئ التقاعد التي تماثل في عملها صندوق المستقبل الحكومي الأسترالي.

ثالثا: إن عدم إعطاء الشخصية المؤسسية لصندوق ضبط الإيرادات و تعريفه كحساب تخصيص خاص في الخزينة العمومية لا يحول دون اعتباره صندوقا سياديا ، لأنه ووفقا لما سبق فانه يجب الفصل بين الوجود المؤسساتي للصندوق وكونه صندوقا سياديا يقوم بدور تحقيق الاستقرار من خلال معالجة التأثير الناجم عن التقلب وعدم اليقين اللذان يشوبان الإيرادات الهيدروكربونية على المتغيرات الاقتصادية الكلية .

رابعا: من خلال دراستنا لنشأة و تطور صناديق الثروة السيادية على المستوى الدولي، نجد أن هناك العديد من الأمثلة على صناديق الثروة السيادية التي بدأت بهدف تحقيقا استقرار المالية العامة مثلما هو الحال بالنسبة لصندوق ضبط الإيرادات، ثم نمت لتصبح صناديق ثروة سيادية بالمفهوم الشائع الآن و هذا من خلال إدخال عدت إصلاحات من حيث الهيكل و الدور لتصبح في النهاية صندوقا حكوميا يعنى بالاستثمار في الخارج.

خامسا: العديد من الدراسات العالمية اعتبرت صندوق ضبط الإيرادات صندوقا سياديا، و يظهر ذلك من خلال إدراجه ضمن عينة الدراسة التي تعنى بدراسة صناديق الثروة السيادية ، و من أولى تلك الدراسات نحد الدراسة التي قام بما صندوق النقد الدولي سنة 2008 و كذلك الدراسة التي قام بما كل من إدوين ترومان سنة 2007 و الدراسة التي قام بما Deutsche Bank من Steffen Kern في المستمبر 2007 من أيضا منظمة التعاون الاقتصادي و التنمية $\frac{5}{2}$.

كما يقوم كل من معهد صناديق الثروة السيادة و مركز الثروة السيادية 6، بإدراج صندوق ضبط الإيرادات بشكل مستمر ضمن قائمة الصناديق الثروة السيادية و هذا منذ سنة 2007.

^{1 :} انظر الفصل الأول و الثاني .

² : انظر :

 $International\ Monetary\ Fund\ ,\ \textbf{Sovereign}\ \textbf{Wealth}\ \textbf{Funds}\ ,\ A\ Work\ Agenda\ \ \, ,\ February\ 29,\ 2008,\ Available\ at: \ http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/022908.pdf$

³ : انظر :

Edwin Truman :Sovereign Wealth Fund Acquisitions an Other Foreign Government Investments in the United States: Assessing the Economic and National Security Implications, Testimony before the Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, United States Senate, November 14, 2007, Available at: https://piie.com/publications/papers/truman1107.pdf

⁴ : انظر :

Deutsche Bank: **Sovereign Wealth Funds – State Investments on the Rise**, Deutsche Bank, September 10, 2007. Available at:(http://www.dbresearch.de/PROD/DBR_INTERNET_DEPROD/PROD0000000000215270.pdf (accessed July 10, 2008)

⁵: انظر :

OECD : International investment of sovereign wealth funds: are new rules needed? , October 2007, Available at: $\frac{\text{http://www.oecd.org/investment/mne/39534401.pdf}}{\text{6 Sovereign Wealth Center}},$

و بناءا على ما سبق فان الجزائر تملك ثلاث صناديق سيادية و نستعرضها فيما يلى :

1. صندوق ضبط الإيرادات:

يعد صندوق ضبط الإيرادات أهم صندوق سيادي جزائري، و هذا لعدة أسباب ، نذكر منها: - هو أقدم الصناديق الثلاثة حيث تأسس سنة 2000 في حين تأسس صندوق احتياطات التقاعد سنة 2006 و صندوق الوطني للاستثمار سنة 2008 ، و هذا ما أعطاه قدرا كاف من الاهتمام على المستوى الاكاديمي و الشعبي .

- هو اكبر الصناديق من حيث حجم الأصول ، و هذا ما أعطاه وزنا في الاقتصاد الجزائري.
- له دور مهم في الاقتصاد الجزائري من خلال مساهمته في التقليل من مديونية الدولة؛ و تغطية العجز في الميزانية العامة؛ بالمقارنة مع الصندوقين الآخرين اللذين لا يمكن الحديث عن وجود أثر لهما في الاقتصاد .
- هو أكثر الصناديق تأهيلا لأن يأخذ دورا في مستقبل الاقتصاد الجزائري إذا ما استطاع أن يتكيف مع انخفاض أسعار البترول حاليا وأن يستفيد من رصد مخصصاته تحسبا لنضوب الموارد الهيدروكربونية. و للأسباب السابقة الذكر، سوف نركز في دراستنا على صندوق ضبط الإيرادات ونتطرق له بالتفصيل لاحقا .

2. الصندوق الوطنى لاحتياطات التقاعد:

تم إنشاء الصندوق الوطني لاحتياطي التقاعد *سنة 2006 و يمول بد 2 بالمئة من مداخيل الجباية البترولية السنوية، ليتم رفع النسبة إلى 3 بالمئة حسب قانون المالية لسنة 2012 و يعود رفع حصة الجباية البترولية المخصصة للصندوق لتبيان مدى حرص الجزائر على ضمان الحماية الاجتماعية للأجيال المقبلة من خلال ديمومة منظومة التقاعد، حيث ان الرفع من موارد الصندوق الاحتياطي للتقاعد من شأنه المساهمة في خلق الاستقرار وتحقيق السلم الاجتماعي المستديم.

- مهام الصندوق:

يتولى الصندوق الوطني لاحتياطات التقاعد مهمة "تسيير الموارد المالية المسندة إليه من أجل تكوين احتياطات موجهة للمساهمة في استمرار المنظومة الوطنية للتقاعد وديمومتها ".1

k

^{* :} Fonds national de réserve des retraites(FNRR) .

^{1:} المادة 30: من الأمر رقم 04 - 06 المؤرخ في 19 جمادى الثانية عام 1427 الموافق 15 يوليو سنة 2006 والمتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2006

ويضطلع الصندوق بالمهام الآتية : 1

- تسيير الموارد المالية المخصصة له ، قصد تكوين احتياطات موجهة للمساهمة في ضمان استمرار المنظومة الوطنية للتقاعد و ديمومتها طبقا للتشريع والتنظيم المعمول بهما،
 - -ضمان تحصيل الموارد المخصصة له بموحب الأحكام التشريعية المعمول بها،
 - -التوظيف المالي للمبالغ المحصلة بصفة حصرية في سندات الدولة،
- دفع المبالغ الموجهة لإعادة توازن حسابات صندوق التقاعد المعني طبقا للقرار المتخذ في مجلس الوزراء.

- الموارد المالية للصندوق:

تتكون الموارد المالية للصندوق من:

- 3 من ناتج الجباية البترولية 2 حيث تم رفع النسبة من 2 % الجباية البترولية المخصصة للصندوق الوطنى الاحتياطى للتقاعد .
 - حصة من الفائض في خزينة صناديق الضمان الاجتماعي.
- حصة من عائدات تأجير وبيع الأملاك العقارية والمنقولة للصناديق المكلفة بضمان أداءات التقاعد.
 - عائدات توظيف الأموال.
 - الهبات والوصايا .
 - كل الموارد الأخرى أو المساهمات أو الإعانات المحتملة "3".

- تنظيم الصندوق:

ينظم ويسير الصندوق باعتباره مصلحة موضوعة لدى الوزير المكلف بالضمان الاجتماعي 4، و يشرف على تسير الصندوق مدير وتساعده أمانة دائمة ،حيث يعين مدير الصندوق بمرسوم

¹: المادة 30 : من الأمر رقم 04 - 06 ، مرجع سابق.

المادة 89: قانون رقم 16 - 11 مؤرخ في 3 صفر عام 1433 الموافق 28 ديسمبر سنة 2011 يتضمن قانون المالية لسنة 2012.

^{3 :} المادة 2 : مرسوم تنفيذي رقم 09-103 مؤّخ في 13 ربيع الأول عام 1430 الموفق ل10 مارس 2009 ، و المتضمن تنظيم الصندوق الوطني لاحتياطات التقاعد و سيرة .

^{4:} المادة 30: من الأمر رقم 04 - 06 ، مرجع سابق.

رئاسي بناء على اقتراح من الوزير المكلف بالضمان الاجتماعي، وتنهى مهامه حسب الأشكال نفسها، بينما تتكون الأمانة الدائمة لاسيما من:

- مكلف بالدراسات ، المسؤول المالي والمحاسبي ،
 - مكلف بالدراسات ، المسؤول الإداري .

يعين المسؤول المالي والمحاسبي والمسؤول الإداري بقرار من الوزير المكلف بالضمان الاجتماعي، بناء على اقتراح مدير الصندوق.

و يقوم مدير الصندوق بالمهام التالية : 1

- الأمر بصرف النفقات الموجهة لإعادة التوازن المالي لصندوق التقاعد المعني طبقا للقرار المتخذ في مجلس الوزراء
 - تحصيل الموارد المخصصة للصندوق.
- توظيف موارد الصندوق في سندات الدولة لدى الخزينة العمومية، طبقا لقرارات الوزير المكلف بالضمان الاجتماعي، و ذلك وفقا للأحكام التشريعية، و التنظيمية المعمول بها.
 - عرض الجداول التقديرية للنفقات وتحصيل الموارد على الوزير المكلف بالضمان الاجتماعي .
 - تحديد تنظيم العمل وتوزيع المهام ضمن الصندوق .
 - ممارسة السلطة السلمية على جميع مستخدمي الصندوق،
- إعداد التقرير السنوي عن النشطات والوضعية المالية للصندوق وعرضها على الوزير المكلف بالضمان الاجتماعي.

- كيفيات تدخل الصندوق:

" يتدخل الصندوق في حالات وقوع إختلال مالي خطير من شأنه إعاقة عملية دفع معاشات التقاعد الخاصة بالنظام الإجباري للتقاعد" 2، يتقرر تدخل الصندوق واستعمال موارده في مجلس الوزراء بناء على تقرير من الوزير المكلف بالضمان الاجتماعي.

^{1:} المادة 3: مرسوم تنفيذي رقم 09-103 مؤّخ في 13 ربيع الأول عام 1430 الموفق ل10 مارس 2009 ، و المتضمن تنظيم الصندوق الوطني لاحتياطات التقاعد و سيرة .

^{2:} المادة 15: من مرسوم تنفيذي رقم 58 - 07 مغّر في 12 محّرم عام 1428 الموافق 31 يناير سنة 2007 ، يتضمن تنظيم الصندوق الوطني لاحتياطات التقاعد وسيره .

3. الصندوق الوطني للاستثمار:

الصندوق الوطني للاستثمار هو هيئة منبثقة عن إعادة هيكلة البنك الجزائري للتنمية تأسس سنة 2009، ويندرج إنشاء هذه الهيئة ضمن حركية الدعم المالي للاستثمار و الاقتصاد" حيث تزامن إنشاؤه مع بروز العديد من المشاكل منها: 2

- النقص في عرض تمويل الاستثمار لاسيما على المدى الطويل.
 - النقص في الوساطة البنكية والمالية.
- غياب حدمات المساعدة لاسيما لمرقى المشاريع والمستثمرين.
- مهام الصندوق: وتتمثل المهام الرئيسية الموكلة إلى الصندوق الوطني للاستثمار، على الخصوص في ما يلى :³

- تمويل مشاريع التجهيز العمومي:

سيقوم الصندوق الوطني للاستثمار فيما يخص تمويل التجهيز العمومي بالعمليات التالية:

- التسيير المالي لعمليات التجهيز العمومي المسجلة في ميزانية الدولة .
- تمويل مشاريع الاستثمارات العمومية المسجلة في ميزانية الدولة والمغطاة بتمويلات مزدوجة (الميزانية / الخزينة) .

- تمويل عمليات القطاع الاقتصادي:

يقوم الصندوق الوطني للاستثمار بتمويل عدة عمليات في القطاع الاقتصادي و تتمحور هذه العمليات فيما يلي:

- تمويل مشاريع استثمارية اقتصادية ،
- ضم قروض في كتلة واحدة من أجل تمويل مشاريع استثمارية ،
 - تمويل إعادة التحيين،
 - القطاع الاقتصادي العمومي ،
- تأليف تمويلات مشتركة لمشاريع القطاع العمومي و / أو الاقتصادي ،

(http://www.mf.gov.dz/article_pdf/upl-ouvrage_avec_trait_de_coupe.pdf)

 $^{^1}$: Infos Finances : **bulletin mensuel edite par le Ministere des Finances** , bulletin N 18 , Mars , Algérie , 2009, p2.

^{2 :} وزارة المالية : وزارة المالية، خمسون سنة من الإنجاز ، إصدار وزارة المالية ، 2013 ، الجزائر، ص 40 ، على الرابط :

³: Infos Finances: Op-Cit, p6

- المساهمة في رأس المال سواء بالشراكة مع مؤسسات عمومية و/ أو مستثمرين أجانب و/ أو مستثمرين وطنيين أو شركات مختلفة مكلفة بانجاز مشاريع تنموية ،
- تسيير ما تبقى من التمويلات الخارجية و غيرها من المساهمات الخارجية التي تدخل ضمن إطار اتفاقات حكومية ،
 - إصدار ضمانات .

- الموارد المالية للصندوق:

حتى يتسنى للصندوق الصندوق الوطني للاستثمار القيام بمهامه تم وضع تحت تصرف موارد مالية قدرت به " 150 مليار دج منها 75 مليار دج في سنة 2010 و 75 مليار دج في سنة 2010 " 1 ، و فضلا عن أمواله الخاصة ، يمكن للصندوق توظيف الموارد المالية الإضافية الضرورية له و الواردة في شكل: 2

- سلفات و تسبيقات من الخزينة : إذ تبرم اتفاقية بين الخزينة و الصندوق الوطني للاستثمار قصد ضبط شروط منح هذه السلفات و كذا كيفية تعويض الاداءات و مكافأتها مع العلم أن هذه السلفيات ستخصص أما لتمويل مشاريع أو للمساهمة في مشاريع استثمارية أو مشاريع مؤسسات ، و ستتكفل الخزينة بفارق نسبة الفائدة الذي قد يظهر برسم التمويلات الموظفة ، كما يمكن للصندوق الاستفادة عند الحاجة بتسبيقات من الخزينة تكون قابلة للتعويض .
- اللجوء إلى السوق المالية: يمكن للصندوق الوطني للاستثمار توظيف أموال في أسواق رؤوس الأموال سواء بضمانة من الخزينة أو بدونها ، و بذلك ستتمكن هذه المؤسسة الجديدة ان تتدخل في الأجل المتوسط بمبلغ قيمته 1.000 مليار دج على الأقل في مقاربة جديدة و تكميلية لتنمية الاقتصاد الوطني .

244

^{1 :} وزارة المالية ، **وزارة المالية، خمسون سنة من الإنجا**ز مرجع سابق ، ص 40.

²: Infos Finances: Op-Cit, p 7.

ثانيا: صندوق ضبط الإيرادات كآلية تعامل:

اتبعت الجزائر بوصفها دولة نفطية سياسات مختلفة لتحييد أثار التذبذب و اللايقين بالنسبة إلى الإيرادات النفطية، منها تبني أسعار منخفضة للنفط في تقديرات إيرادات الميزانية المالية للدولة، و إنشاء صندوق ضبط الإيرادات و الذي يعد من صناديق استقرار عائدات النفط.

1. نشأة صندوق ضبط الإيرادات

إن فكرة إنشاء صندوق ضبط الإيرادات ظهرت في ظرف مواتي يتمّز بارتفاع في إيرادات النفط المسجلة منذ مطلع سنة 2000، و هذا استجابة للحاجة في التسيير الجيد للمالية العمومية.

أنشئ صندوق ضبط الإيرادات في إطار قانون المالية التكميلي لسنة 2000، لاسيما في مادته رقم 302-103، و التي نصت على مايلي " يفتح في كتابات الخزينة حساب تخصيص خاص رقم 103-302 بعنوان صندوق ضبط الموارد "1".

يم تمويل هذا الصندوق انطلاقاً من فائض القيم الجبائية الناتجة عن الزيادة في مستوى أسعار المحروقات مقارنة بالمداخيل المقررة في قانون المالية المبنية على أساس سعر برميل مرجعي، أي من الفارق بين سعر برميل النفط الخام المرجعي وهو 37 دولار حاليا وفقا لقانون المالية التكميلي لسنة 2008 بعدما "كانت التقديرات حددت سعر البرميل الخام بمبلغ 15 دولار في قانون المالية لسنة 2000 و 19 دولار في قانون المالية التكميلي لنفس السنة "2، وسعره في السوق ، ومن مداخيل أخرى مرتبطة بتسيير الصندوق.

من جانب آخر، ومن حيث النفقات، يخصص هذا الصندوق لتعويض النقص في القيمة النابحة عن الفارق السلبي بين مستوى المداخيل الجبائية النفطية وما كان مقرراً في قانون المالية، بالإضافة إلى التكفل بالديون العمومية.

و من ثم أجريت تعديلات تكميلية على المادة المذكورة أعلاه، كما قرر تطبيق عدة نصوص تطبيقية تحكم آليات تسيير هذا الصندوق.

245

^{1:} المادة 10: القانون رقم 2000-02 المؤرخ في 24 ربيع الأول عام 1421هـ الموافق لـ 28 يونيو سنة 2000، و المتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2000.

^{2 :} المجلس الوطني الاقتصادي و الاجتماعي: النشرة الرسمية رقم 11، الدورة السابعة عشر، 2001 ، ص 88.

2. نوع صندوق ضبط الإيرادات:

ينتمي صندوق ضبط الإيرادات إلى الحسابات الخاصة للخزينة و بالضبط إلى حسابات التخصيص الخاص، وإن هذا الحساب الخاص بالخزينة غير مسجل في الميزانية أي انه لا يخضع لقواعد و مبادئ إعداد و تنفيذ الموازنة العامة وهذا ما يعني انه لا يخضع لرقابة السلطة التشريعية المتمثلة في البرلمان، ولا نجده إلا في لوحة المؤشرات الخاصة بالاقتصاد الوطني*.

أما عن نوعه كصندوق سيادي فيمكننا تصنيفه وفقا لعدة معايير كما يلى :

- صندوق استقرار: و هذا إذا ما أخضنا بمعيار الغرض من الإنشاء حيث يماثل في نشاطه كلا من صندوق شيلي للاستقرار الاقتصادي والاجتماعي الذي تأسس سنة 2006 و صندوق استقرار إيرادات النفط في المكسيك الذي تأسس سنة 2000 و كذلك صندوق الاحتياطي في روسيا و الذي تأسس سنة 2008 .
- صندوق سلعي: إذا أخذنا بمعيار مصدر الأموال المشكلة للصندوق، حيث يتلقى الصندوق الإيرادات الهيدروكربونية التي تفيض عن تلك المحسوبة على أساس السعر المدرج في الميزانية، إلى جانب السلف الاستثنائية التي يحصل عليها البنك المركزي لاستهلاك الدين.
- صندوق سيادي خامل: منذ تأسيس الصندوق إلى الآن لم يقم بأي استثمار على المستوى المحلي أو الدولي، و اقتصر دوره على تمويل الميزانية إذا ما كانت الإيرادات الهيدروكربونية الفعلية أقل من تلك المدرجة في الميزانية أو في تخفيض الدين القومي.

3. دوافع إنشاء صندوق ضبط الموارد:

يمكن حصرها فيما يلى:

- تحيد أثار التذبذب و اللايقين بالنسبة إلى الإيرادات النفطية:

في ظل عدم اليقين الذي يميز أسعار النفط على المدى المتوسط والطويل قررت الحكومة استحداث صندوق خاص يعمل كآلية لامتصاص الفوائض المالية الناتجة عن الصدمات الإيجابية

^{*:} لوحة المؤشرات الهامة للاقتصاد الجزائري تضم مايلي: نمو الناتج الداخلي الخام %، نمو الناتج الداخلي الخام حارج المحروقات % ،نمو الناتج الداخلي الخام لكل فرد بالدولار الأمريكي ، الديون الخارجية بملايير الدولارات ، نسبة التضخم % ، نسبة البطالة % ، احتياطات الصرف بملايير الدولارات ، الرصيد الخارجي الجاري بملايير الدولارات ، صندوق ضبط الإيرادات بملايير الدينارات ، نسبة الاستثمار % ،نسبة ادخار الأسر %.

[.] 65 - 65 صندوق نقد الدولي و البنك الدولي ، مرجع سابق ، 00 - 65 .

والاحتفاظ بها في شكل احتياطات لمواجهة الصدمات السلبية التي يتعرض لها الاقتصاد الجزائري والناتجة عن أي انهيار قد يمس أسعار النفط مستقبلا.

- دوافع تتعلق بمستقبل النفط كمصدر للطاقة:

هناك " مؤشرات عديدة في العالم تقول أن أزمة الطاقة تدفع إلى التفكير الجدي في البحث عن مصادر بديلة للنفط، وهناك خطط و استراتيجيات كبيرة في الولايات المتحدة و أوروبا من اجل ذلك كما أن هناك توسعا ملحوظا في بناء محطات الطاقة النووية للأغراض السلمية ، و هذا يعني أن الأمر يتعلق بمستقبل النفط كمصدر للطاقة ، و ما يشير إليه البعض من انتهاء عصر النفط" ، بالإضافة إلى كون احتياطات الجزائر المؤكدة من النفط مرشحة للنضوب خلال فترة لا تتجاوز 10 سنوات .

و بمقتضى ذلك الاعتبار فقط فان الجزائر و بوصفها دولة ذات عمر زمني قصير لاحتياطاتها كان لها حافز اكبر للادخار للأجيال القادمة .

- مشكلة الطاقة الاستيعابية للفوائض المالية:

و بالرغم من قيام الجزائر ببرامج تنموية طموحة منذ الاستقلال استنفذت الجزء الأكبر من عوائدها إلا أن مشكلة الطاقة الاستيعابية لم تحل ، لأنها لا تكمن فقط في ضيق أفق مجال استثمار الفوائض المالية المتراكمة وتحسين المؤشرات الاقتصادية وتحقيق العدالة في توزيع الثروة ، ولكن المشكلة الحقيقية تكمن في العجز في تحويلها إلى رأس مال عيني ووسائل إنتاج قادرة على خلق مناصب شغل وقيمة مضافة تؤدي في النهاية و في إطار سياسة تنموية واضحة إلى تحولات هيكلية اقتصادية و اجتماعية تقلل من الاعتماد الكلى على البترول.

- مشكلة التمويل قبل سنة 2000:

جاءت الطفرة النفطية الثالثة بعد فترة تعثر اقتصادي و بروز مشكلة التمويل نظرا لانخفاض أسعار النفط، وقد انعكست مشكلة التمويل بالجزائر على احتلال التوازن الاقتصادي الداخلي متمثلا في "عجز الميزانية العامة الذي قدر بـ (- 1,86) مليار دولار، و(-1,84) مليار دولار، أي بنسبتي (- 4,44 %) و (-3,8 %) من الناتج المحلي الإجمالي لسنتي 1994 و 1998 على التوالي"²، و لقد اعتمدت الجزائر خلال تجارب تنميتها على التمويل الخارجي بحيث بلغت ديونها الخارجية"

2 : صندوق النقد العربي: التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام 2000، أبوظبي - دولة الامارات العربية المتحدة ، ص321.

 $^{^{1}}$: محمد ناصر شحاتة : مرجع سابق ، ص 6

29,97 مليار دولار وبنسبة 71,4 % من الناتج المحلي الإجمالي في سنة 1994، و 37,01 مليار دولار وبنسبة 78,2 % من الناتج المحلي الإجمالي في 1998"، وهذا الوضع دفع بالجزائر إلى محاولة الاستخدام السليم لفوائض النفط من خلال إنشاء صندوق ضبط الإيرادات .

- رواج فكرة إنشاء صناديق الثروة السيادية بين الدول النفطية:

بخاح التجارب العالمية في إنشاء صناديق الثروة السيادية كان له دور كبير في حث الجزائر على إنشاء صندوق ضبط الإيرادات حيث تعد تجربة الجزائر التجربة الأحدث في هذا الجال إذا ما قورنت بتجارب بعض الدول النفطية ، و لقد تم مناقشة هذه النقطة من خلال دراستنا في الفصل الثاني لأنجح التجارب العربية و الأجنبية.

ثالثا: القواعد المنظمة للتدفقات الداخلة والخارجة لصندوق ضبط الإيرادات

يحكم عمل الصندوق قواعد قانونية و أحرى تسيرية تنظم صندوق ضبط الإيرادات ، و تتمثل فيما يلي:

1. الإطار القانوني الذي يحكم صندوق ضبط الإيرادات

فيما يلي نستعرض القوانين التي تحكم هذا الصندوق، مع كل النصوص التطبيقية المرافقة لها، حسب التسلسل الزمني، بما يعكس مختلف التعديلات والتكميلات التي أضيفت على المادة العاشرة، المتعلقة بفتح صندوق ضبط المداخيل، في إطار قانون المالية التكميلي لسنة 2000: 2

- القانون رقم 2000.02 المؤرخ في 7 جوان 2000، المتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2000، وبالأخص في مادته العاشرة.
- التعليمة رقم 15 المؤرخة في 18جوان 2002 التي تحدد الإجراءات المحاسبية لتسيير الحساب رقم 302.103.
- القرار رقم 122 المؤرخ في 16 جوان 2002 المحدد لقائمة الإيرادات والنفقات المرصودة على حساب رقم 302.103.
- القانون رقم 04.232 المؤرخ في 04 ديسمبر 2003، المتضمن قانون المالية لسنة 2004، بالأخص مادته 66.

^{1 :} صندوق النقد العربي : المرجع السابق ، ص 353.

 $^{^2}$: MINISTERE DES FINANCES: NOTE D'INFORMATION : FONDS DE REGULATION DES RECETTES (FRR) , 2008, p2.

- المرسوم التنفيذي رقم 04.232 المؤرخ في 04 أوت 2004 المعدل والمكمل للمرسوم التنفيذي رقم 02.67 المؤرخ في 06 فيفري 2004 المحدد لإجراءات تسيير حساب التحويل الخاص رقم 302.103" صندوق ضبط الإيرادات".
- التعليمة رقم 32 المؤرخة في 2005/09/22 للسيد وزير المالية، المتضمنة الإجراءات العملية للتكفل بفائض الجباية النفطية.
- القرار المؤرخ في 4 ديسمبر 2005، المحدد لقائمة الإيرادات والنفقات المرصودة على حساب التحويل الخاص رقم 302.103 المسمى "صندوق ضبط الإيرادات".

لحصر كل العمليات المسموح بها على هذا الحساب، نرجع دائماً لقائمة الإيرادات والنفقات المرصودة على هذا الحساب طبقاً للقوانين المعمول بها.

- من حيث الإيرادات:

بالإضافة للإيرادات الابتدائية المنصوص عليها في المادة العاشرة، والمتعلقة بفتح صندوق ضبط الإيرادات، في إطار قانون المالية التكميلي لسنة 2000، والمتمثلة في فوائض القيمة على إيرادات الجباية النفطية الأكبر مما قرر في قانون المالية، وكذا كل المداخيل الأخرى المرتبطة بتسيير الصندوق، استحدث دخل جديد سنة 2004 يتمثل: 1 في تسبيقات بنك الجزائر المخصصة للتسيير الفعال للديون الخارجية لتكون مصدرا من مصادر تمويل الصندوق، و تزامن هذا التعديل مع شروع الجزائر في تنفيذ سياسة الدفع المسبق للمديونية العمومية الخارجية .

- من حيث النفقات:

العمليات التي يتكفل بها هذا الحساب تخص تعويض النقص في القيمة الناتج عن الفارق السلبي لمستوى إيرادات الجباية النفطية مقارنة بما تقرر في قانون المالية، وكذا التقليص من الديون العمومية، فيما يخص هذه النقطة تجدر الإشارة إلى أن تسديد الديون العمومية يخص التكفل بالرصيد الأصلي للديون العمومية الداخلية والخارجية التي انتهى أجلها، وأيضاً التسديد المسبق للدين العمومي.

نشير أيضاً إلى أنه ابتداءً من قانون المالية التكميلي لسنة 2006 لاسيما في مادته 25، أصبح صندوق الضبط يتكفل بعجز الخزينة.

[.] المادة 66: من القانون رقم 04.232 المؤرخ في 4 ديسمبر 2003 ، المتضمن قانون المالية لسنة 1

2. الإجراءات التسييرية لصندوق ضبط الإيرادات

الإجراءات العملية للتكفل بفائض الجباية النفطية تحكمها التعليمة رقم 32 المؤرخة في 22 سبتمبر 2005 لوزير المالية. تنقسم هذه التعليمة إلى قسمين، قسم مخصص للأحكام العامة والقسم الثاني للأحكام المحاسبية.

- الأحكام العامة: ¹

تتمثل الأحكام العام التي تحكم صندوق ضبط الإيرادات فيما يلي:

- المقابل المحرر بالدينار لنتائج هذا الحساب والمخزون على مستوى بنك الجزائر في حساب خاص يحمل رقم X 500 10 10 ، تحت عنوان "صندوق الإيداع لدى بنك الجزائر".
- للسماح بالتسجيل المحاسبي لجميع الحركات التي تجرى على الحساب الوارد آنفاً، تقرر فتح حساب في قائمة حسابات الخزينة، ضمن مجموعة 1 حساب عام 13، الحساب رقم 130.002 تحت عنوان "صندوق فائض الجباية النفطية المودعة لدى بنك الجزائر."
- لإشارة إن هذا الصندوق الأحير وارد في الفصل الثالث من الحالة الإحصائية والعشرية وتسير فقط في دفاتر العون المحاسبي المركزي للخزينة.

و الجدول الموالي يلخص الأحكام العام التي تحكم عمل صندوق ضبط الإيرادات:

الجدول رقم (71): الأحكام العامة التي تحكم صندوق ضبط الإيرادات

دائن	مدين
عمليات تحويل إلى الحساب الجاري للخزينة لدى	الأموال المودعة لدى بنك الجزائر الناتجة عن فائض
بنك الجزائر، وذلك لغرض:	الجباية النفطية (الحساب رقم 500 10 410 12
أ) تعويض النقص في القيمة الناتج عن الفارق	(X
السلبي لمستوى إيرادات الجباية النفطي و	
مقارنة بما قرر في قانون المالية.	
ب) تسديد الديون العمومية.	

Source: Ministere des Finances: Op-Cit, p4.

250

¹: MINISTERE DES FINANCES: Op-Cit, pp 3 - 4.

- الأحكام المحاسبية:

تتمثل الأحكام المحاسبية التي تحكم عمل الصندوق فيما يلي :1

- كل العمليات الخاصة بصندوق ضبط الإيرادات تتم بقرار وبتعليمات صادرة عن المديرية العامة للخزينة، إذ تصدر المديرية تعليماتها للعون المحاسبي المركزي للخزينة لكي يأمر بنك الجزائر بتقييد الحساب الجاري للخزينة العامة بمبلغ الجباية النفطية وتقييد الصندوق "في الجانب الدائن" بفائض الجباية النفطية المودعة لدى بنك الجزائر.
- بعد استلام محضر التبليغ بالتقييد في الجانب الدائن من قبل بنك الجزائر، وبعد إحطار المديرية العامة للخزينة، يقوم العون المحاسبي المركزي للخزينة بالتقييد على الحساب رقم 130.002 الذي يحمل عنوان "صندوق فائض الجباية النفطية المودعة لدى بنك الجزائر"، والتقييد للحساب رقم 101.001 المسمى "الحساب الجاري للخزينة في بنك الجزائر."
- المرحلة الأخيرة تتم على مستوى أمين الخزينة الرئيسي الذي يسجل القيود الحسابية الواردة أدناه، وهذا بمجرد استلام الأمر بالدفع الصادرة عن الآمر، وكذا قرار وزير المالية، من خلال تحقيقات قانونية:
 - التقييد على الحساب رقم 302.103 "صندوق ضبط الإيرادات".
 - التقييد للحساب رقم 500.031/005 "العمليات الخاصة المحولة إلى الحسابات الرئيسية".

3. موارد و استخدامات صندوق ضبط الإيرادات:

الجدول أدناه خاص بالعمليات التي تمت على صندوق ضبط الإيرادات منذ تأسيسه سنة 2000 إلى غاية 2015:

^{1:} MINISTERE DES FINANCES: Op.cit. p4.

الفصل الرابع:

الجدول رقم (72): العمليات المنجزة على صندوق ضبط الإيرادات 2000-2015.

الوحدة: مليار دينار جزائري

الفائض (رصيد	تمويل عجز الخزينة	تسديد	تسدید رصید		تسبيقات بنك	فائض القيمة على	الفائض في		السنة
الصندوق في	العمومية	تسبيقات بنك	الديون العمومية	الاستخدامات	الجزائر	الجباية النفطية	12/31 من السنة	الموارد	
نهاية السنة)		الجزائر					السابقة		
232.137	0	0	221.100	221.100	0	453.237	0	463.237	2000
171.534	0	0	184.467	184.467	0	123.864	232.137	356.001	2001
27.978	0	0	170.060	170.060	0	26.504	171.534	198.038	2002
320.892	0	0	156.000	156.000	0	448.914	27.978	476.892	2003
721.688	0	0	222.703	222.703	0	623.499	320.892	944.391	2004
1842.686	0	0	247.838	247.838	0	1.368.836	721.688	2090.524	2005
2931.045	91.530	0	618.111	709.641	0	1.798.001	1842.686	3640.687	2006
3215.531	531.952	607.956	314.455	1454.363	0	1.738.848	2931.045	4669.893	2007
4280.072	758.180	0	465.438	1223.618	0	2.288.159	3215.531	5503.690	2008
4316.465	364.282	0	0	364.282	0	400.675	4280.072	4680.747	2009
4842.838	791.937	0	0	791.937	0	1.318.310	4316.465	5634.775	2010
5381.703	1761.455	0	0	1761.455	0	2.300.320	4842.838	7143.158	2011
5633752	2283.260	0	0	2283.260	0	2.535.309	5381.703	7917.012	2012
5563.511	2132.472	0	0	2132.472	0	2.062.231	5633752	7695.983	2013
4408.159	2965.672	0	0	2965.672	0	1.810.320	5563.511	7373.831	2014
2073.846	2886.505	0	0	2886.505	0	552.192	4408.159	4960.351	2015

المصدر: وزارة المالية: مديرية تمويل تدخلات الدولة و الخزينة. 2016.

من الجدول أعلاه، نستنتج ما يلي:

- حجم صندوق ضبط الإيرادات:

لقد مر صندوق ضبط الإيرادات منذ تأسيسه بمراحل من حيث النمو و أيضا من حيث وزنه في الاقتصاد ، و الجدول الموالي يوضح ذلك :

الجدول رقم (73): حجم صندوق ضبط الإيرادات في الفترة ما بين 2000 و 2015

نسبة متاحات ص ض	نسبة متاحات ص ض	نسبة النمو	حجم الصندوق	السنة
ا من الناتج المحلي الخام	ا من الإيرادات الكلية		مليار دينار جزائري	
%5.6	-	-	232.137	2000
%4.1	%11.39	%26.1-	171.534	2001
%0.6	%1.74	%83.68-	27.978	2002
%6.1	%16.25	%1046.94	320.892	2003
%11.7	%32.36	%124.9	721.688	2004
%24.4	%59.77	%155.33	1.842.686	2005
%34.5	%80.52	%59.06	2.931.045	2006
%34.4	%87.19	%9.70	3.215.531	2007
%38.8	%83.74	%33.10	4.280.072	2008
%43.3	%117.42	%8.50	4.316.465	2009
%40.4	%110.24	%12.19	4.842.838	2010
%37.1	%92.94	%11.12	5.381.703	2011
%35.6	%88.87	%4.68	5633,752.	2012
%33.42	%93.38	% 1.24-	5563.511	2013
%25.62	%77.07	% 20.76-	4.408.159	2014
%12.34		% 52.95-	2.073.846	2015

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على الجدول السابق و الجدول رقم (63) و الجدول رقم (64) و على :

- وزارة المالية: مذكرة عرض مشروع قانون المالية لسنة 2014 ، ص 32 .

- BANK OF ALGERIA: BULLETIN STATISTIQUE TRIMESTRIEL, N°33 Mars 2016, p 26

شهد حجم صندوق ضبط الإيرادات في بدايته انخفاضا في الفترة ما بين 2000 و 2003 حيث بلغ حجمه 27,97 مليار دينار جزائري سنة 2003 مقابل 232.137 مليار دينار جزائري سنة 5633.752 مليار دينار جزائري سنة 2000، ليشهد بعد ذلك نموا خلال الفترة ما بين 2003 و 2012، حيث بلغ حجمه 288,87 من من إجمالي الناتج الداخلي و 88,87 % من الإيرادات الكلية في سنة 2012، و أكثر من المبلغ الكلي للنفقات العمومية لنفس السنة.

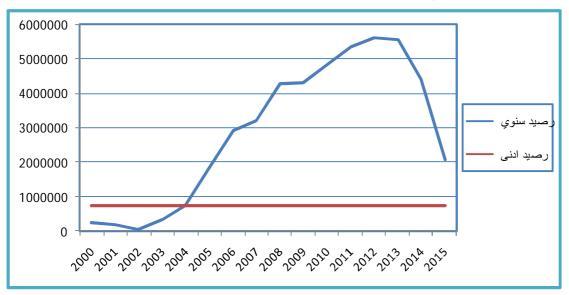
و منذ 2013 ، و بعد عدة سنوات من التراكم المتواصل للموارد في صندوق ضبط الإيرادات من طرف الخزينة العمومية، سجلت السنوات الأخير انخفاضا ليبلغ حجم الصندوق مع نهاية سنة 2015 ما قيمته 2073.846 مليار دينار جزائري مسجلا انخفاضا بنسبته 63 % مقارنة بسنة 2012 ، و هذا ما يخفض من قدرة التمويل الخاصة بالخزينة في سنة 2015 بنفس النسبة ، لتصبح هذه القدرة تمثل من إجمالي الناتج الداخلي ، و اقل من المبلغ الكلي للنفقات العمومية في 2015 .

وأخيراً، وفيما يخص الكتلة النقدية الموجودة داخل هذا الصندوق يمكن أن تقيم بطريقتين :

- من حيث المخزون: يمكن أن تقيم حسب الفائض من الصندوق المحصل عليه في نهاية السنة المالية، ما يعني ان مخزون الكتلة النقدية لصندوق ضبط الإيرادات هو 2.073.846 مليار دينار جزائري نهاية 2015.

- أما من حيث السيولة: يمكن دائماً أن نتخذ متوسط الفائض خلال الفترة الممتدة بين العام 2000 و 2015 كمرجعية، ما يعني أن الكتلة النقدية خارج الاقتصاد تزيد بمقدار 1333.846 مليار دينار جزائري سنة 2015 ، مع افتراض أن الرصيد الأدنى المسموح به على هذا الحساب هو 740 مليار دج ، وهذا مايبينه الشكل الموالى.





المصدر: من إعداد الطالة اعتمادا على الجدول رقم (73)

- موارد صندوق ضبط الإيرادات:

من خلال الجدول نلاحظ أن صندوق ضبط الإيرادات طوال مدة عمله اعتمد على مورد وحيد في تمويله وهو فوائض القيمة على إيرادات الجباية النفطية، و هذا دون اللجوء إلى تسبيقات من البنك المركزي، و يمكن إرجاع هذا لكون هذه التسبيقات موجهة بالدرجة الأولى لتسيير المديونية الخارجية، و الصندوق لم يقم إلا بعملية وحيدة في هذا الإطار ولم تستوجب منه الاعتماد على التسبيقات المقدمة من البنك المركزي.

و لقد شهدت إمدادات صندوق ضبط الإيرادات من الجباية البترولية تطورا منذ إنشائه، و هذا ما يبنه الجدول الموالي .

الجدول رقم (74): الجباية النفطية المنصبة في صندوق ضبط الإيرادات للفترة ما بين 2002 – 2015 الجدول رقم (74): الجباية النفطية المنصبة في صندوق

نسبة تمويل الصندوق من	الجباية النفطية المنصبة	الجباية النفطية المنصبة	محموع الجباية النفطية *	السنة
إجمالي الجباية النفطية	في الصندوق	في الميزانية		
%2.81	26.504	916.400	942.904	2002
%34.93	448.914	836.060	1.284.974	2003
%41.96	623.499	862.200	1.485.761	2004
%60.35	1.368.836	899.000	2.267.836	2005
%66.25	1.798.001	916.000	2.714.001	2006
%64.12	1.738.848	973.000	2.711.848	2007
%57.15	2.288.159	1.715.400	4.003.559	2008
%17.21	400.675	1.927.000	2.327.674	2009
%46.74	1.318.310	1.501.700	2.820.010	2010
%60.06	2.300.320	1.529.400	3.829.720	2011
%62.53	2.535.309	1.519.040	4.054.349	2012
%56.06	2.062.231	1.615.900	3.678.130	2013
%53.39	1.810.320	1.577.730	3.390.421	2014
%24.27	552.192	1.722.940	2.275.132	2015

المصدر: من إعداد الطالة اعتمادا على معطيات من وزارة المالية ، قسم الإحصاء .

لقد مر تمويل الصندوق من فائض القيمة من الجباية البترولية بمراحل، و هي:

- من 2002 إلى 2008: شهد تمويل صندوق ضبط الإيرادات من فائض القيمة الجباية البترولية نموا، حيث بلغ حجم التمويل 2288.159 مليار دينار جزائري سنة 2008 و هو ما يمثل57.15%

255

أ: تمثل حجم الجباية البترولية الفعلية دون حساب حصص أرباح المؤسسة الوطنية البترولية

من إيرادات الجباية البترولية الكلية مقابل 26.504 مليار دينار جزائري في 2002 أي ما يمثل 2.81% من الإيرادات الجبائية البترولية الكلية .

- في سنة 2009: انخفض حجم الجباية البترولية الممولة للصندوق لتبلغ 400.675 مليار دينار جزائري أي ما يمثل 17.21 % من إيرادات الجباية البترولية الكلية، و يعود الانخفاض في قيمة حصة الصندوق إلى انخفاض حصيلة الجباية البترولية نتيجة الصدمة النفطية الظرفية التي تبعت الأزمة المالية العالمية لسنة 2008.

-من سنة 2009 إلى 2012: حدث ارتفاع في حجم الجباية البترولية الممولة لصندوق ضبط الإيرادات لتبلغ 2.535.309 مليار دينار جزائري سنة 2012 أي ما يمثل 62.53 % من الإيرادات الجبائية البترولية الكلية .

- من 2013 إلى 2015: شهد تمويل الصندوق تراجعا ليبلغ 552.192 مليار دينار جزائري، و هذا سنة 2015 أي ما يعادل 24.27 % من إجمالي إيرادات الجباية البترولية ، و يعود هذا التراجع للصدمة النفطية العكسية الحالية .

- استخدامات صندوق ضبط الإيرادات

من حلال الجدول يتضع أن صندوق ضبط الإيرادات قام بتسديد الرصيد الأصلي للدين العمومي طوال الفترة ما بين 2000 إلى 2008 و بلغ إجمالي المبلغ المسدد من الرصيد الأصلي للدين ما يقارب 2543,172 مليار دينار جزائري، أما فيما يخص التسديد المسبق للدين الخارجي، فإن الصندوق لم يطالب سوى بعملية محددة واحدة أجراها عام 2004 بمبلغ 57 مليار دينار جزائري . كما قام بعملية وحيدة سنة 2009 تخص تسديد تسبيقات بنك الجزائر بمبلغ 607.956 مليار دينار جزائري ، و منذ 2006، استخدم الصندوق لتمويل عجز الخزينة .

و دراسة استخدامات الصندوق تقودنا إلى النقطة الموالية والمتعلقة بدور صندوق ضبط الإيرادات في الاقتصاد الجزائري.

4. دور صندوق ضبط الإيرادات في الاقتصاد الجزائري

إن السير الحسن للسياسة المالية و استقرار معدلات الدين العمومي والعجز الموازي مرهون بالإيرادات العامة وخاصة منها الجباية البترولية، لذلك كان لزاماً على الجزائر إنشاء صندوق ضبط الإيرادات الذي كان له دور في إعادة الاستقرار -ولو بشكل محدود - للاقتصاد الجزائر، و ذلك من خلال قيامه بتخفيض المديونية العمومية ، وليصبح بعد ذلك يشمل كذلك تمويل عجز الموازنة العامة للدولة وهذا بموجب التعديل الذي تم سنة 2006 .

- دور صندوق ضبط الإيرادات في حل مشكل المديونية

لعب صندوق ضبط الإيرادات منذ إنشائه دورا مهما في التخفيض من حدة المديونية العمومية و هذا عملا بالمادة العاشرة من قانون المالية التكميلي لسنة 2000 والتي توكل للصندوق مهمة التكفل ب"ضبط نفقات و توازن الميزانية المحدد عن طريق قانون المالية السنوي، و تخفيض الدين العمومي"1.

الجدول رقم (75): مساهمة صندوق ضبط الإيرادات في التخفيض من المديونية العمومية

تسديد المديونية العمومية (مليار	المدبونية العمومية الداخلية(مليار	المديونية العمومية الخارجية(مليار	السنة
دينار جزائري)	دينار جزائري)	دولار امریکي)	
221.100	1 022,9	25,261	2000
184.467	1 001,5	22,701	2001
170.060	982,5	22,642	2002
156.000	982,2	23,353	2003
*222.703	1 000,0	21,821	2004
247.838	1 038,9	17,191	2005
618.111	1 847,3	5,603	2006
314.455	1 103,9	5,585	2007
465.438	734,0	5,606	2008
0	816,3	5,413	2009
0	1 107,4	5,560	2010
0	1 214,8	4,405	2011
0	1 312,1	3,676	2012
0	1172,8	3,396	2013
0	1239,0	3,735	2014
0	-	3,021	2015

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على: بيانات الجدول رقم () و على ما يلى :

: تشمل المبلغ الموجه للتسديد المسبق للديون الخارجية و المقدر بـ 57 مليار دينار جزائري .

⁻BANK OF ALGERIA : **BULLETIN STATISTIQUE TRIMESTRIEL**, N° 1 Septembre 2007 , p11 (2000-2004) , N° 6 Mars 2009, p 16, (2004-2008)

⁻BANK OF ALGERIA : Rapport annuel de la Banque d'Algérie 2008 , p 241. (2004-2008) , Rapport annuel de la Banque d'Algérie 2004, p 171 , (2000-2003) , Rapport annuel de la Banque d'Algérie 2013, p 222, (2009-2012) Rapport annuel de la Banque d'Algérie 2014 ,p 158 , (2013-2014)

[.] المادة 10 : من قانون المالية التكميلي ، لسنة 2000، مرجع سابق .

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن علاقة الصندوق بمشكل المديونية مر بمرحلتين :

- المرحلة ما بين 2000 إلى غاية 2008: في هذه الفترة اعتمدت الحكومة الجزائرية على صندوق ضبط الإيرادات في تسديد قيمة المديونية العمومية، و تميزت هذه المرحلة:

- المديونية العمومية الداخلية شهدت تذبذبا في الحجم، فمن سنة 2000 إلى غاية 2003 شهدت المخفاضا و بعد ذلك ارتفعت في الفترة ما بين 2003 و 2006 ، و عاودت الانخفاض بعد ذلك في الفترة ما بين 2006 إلى غاية 2008 لتبلغ 734,0 مليار دينار جزائري مع نهاية سنة 2008 ، أما عن حجم استخدامات الصندوق الموجهة لتسديد المديونية العمومية الداخلية فقدرة بـ 2543,172 مليار دينار جزائري، كما سجل أعلى استخدام للصندوق في هذا الإطار في سنة 2006 بمبلغ 111,811 مليار دينار جزائري.

- أما بالنسبة للديون الخارجية، فبعد استقرار نسبي بين 2001 و 2003 حول 22.7 و 23.35 مليار دولار عرف قائم الدين الخارجي المتوسط و الطويل الأجل اتجاها تنازليا اعتبارا من 2004، حيث تراجع إلى 17,191 مليار دولار في نهاية 2006 مليار دولار في نهاية 2006 و إلى 5,600 مليار دولار في نهاية 2008 و إلى 5,600 نهاية 2008 و إن هذا الانخفاض راجع إلى تبني الحكومة خيار سداد المديونية الخارجية مع التوقف عن الاقتراض الخارجي بالنظر إلى الفوائض المالية التي تم تحقيقها بفضل الطفرة النفطية الثالثة، كما قامت الجزائر باستعمال موارد صندوق ضبط الإيرادات لتسديد المسبق للدين الخارجي، حيث قام الصندوق بعملية محددة واحدة أجراها عام 2004 بمبلغ 57 مليار دينار جزائري.

-المرحلة من 2009 إلى 2015: في هذه الفترة توقفت الحكومة الجزائرية عن الاعتماد على موارد صندوق ضبط الإيرادات لتخفيض الدين العمومي و هذا بسبب تحسن الوضعية المالية الخارجية و الداخلية ، فمؤشرات المديونية الخارجية تحسنت و أصبحت لا تشكل عبئا على الميزانية ، حيث الخفضت من 5,600 نماية 2008 إلى 4,405 مليار دولار في نماية 2011 و أحيرا 3,021 مليار دولار في نماية 2015 ، أما بالنسبة للمديونية العمومية الداخلية فهي أيضا شهدت تحسن نسبيا ، فشهدت في بداية هذه المرحلة ارتفاعا من 734,0 مليار دينار جزائري سنة 2008 إلى 1312,1 مليار دينار جزائري سنة 2008 ألى عمومية اقتصادية حلال سنة 2012 و تفسر هذه الزيادة أساسا"بتمويل عمليات تطهير مؤسسات عمومية اقتصادية خلال سنة 2012 " أ، ليعاود بعد ذلك الانخفاض إلى 1239,0 سنة 2014 .

258

[.] وزارة المالية : مذكرة عرض مشروع قانون المالية لسنة 2014 ، مرجع سابق ، ص 6 .

- دور صندوق ضبط الإيرادات في تمويل عجز الموازنة العامة:

أدى المؤاية والتي تتزاياً للمستمر للإنفاق بمعلّلات أعلى من معلّلات تزاياً لا الإيرادات العامة إلى نشوء ظاهرة عجز الموازنة والتي تتزاياً لد معلّلاته من سنة لأخرى الأمر الذي اقتضى من الدولة الجزائرية البحث عن حلول لهذا المشكل، و من بين هذه الحلول هو ما تم في سنة 2006 من تعديل للهدف الرئيسي لصندوق ضبط الإيرادات ليصبح على النحو التالي: "تمويل عجز الجزينة دون أن يقل رصيد الصندوق عن 740 مليار دينار جزائري" أ، إن هذا التعديل يبين بأن تمويل عجز الموازنة العامة قد وسع ليشمل تمويل عجز الجزينة العمومية أن سبب العجز لم يحدد باعتبار أن السبب السابق يتمثل في انخفاض الجباية البترولية إلى مستوى أقل من تقديرات قانون المالية، وهو ما يعني أن هدف الصندوق يتمثل في تمويل أي عجز يشمل الجزينة العمومية وبالتالي الموازنة العامة للدولة مهما كان سبب هذا العجز، بالإضافة إلى أن رصيد الصندوق يجب أن لا يقل عن 740 مليار دينار ما يعني الموارد أداة مستدامة لتعديل وضبط الموازنة العامة للدولة على المدى الطويل .

إن مبررات هذا التعديل تكمن في تنفيذ الحكومة لسياسة اقتصادية جديدة "سياسة الإنعاش الاقتصادي"، وهي سياسة كينزية تمدف إلى تحفيز النمو الاقتصادي عن طريق رفع الإنفاق الحكومي الاستثماري، الأمر أدى إلى تسجيل عجز في رصيد الموازنة العامة منذ سنة 2001 بسب ارتفاع حجم الإنفاق الحكومي من جهة، و اعتماد قوانين المالية على سعر مرجعي قدره 19 دولار أمريكي للبرميل من جهة أحرى، ثما أدى إلى استعمال موارد الصندوق لتمويل العجز .

أ: الأمر رقم 06-04، المؤرخ في 15 جويلية 2006 المتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2006.

^{* :} إن مفهوم رصيد الخزينة العمومية أوسع من مفهوم رصيد الموازنة العامة حيث يضم رصيد الخزينة العمومية رصيد الموازنة العامة الدولة بالإضافة إلى أرصدة مختلف العمليات التي تقوم بما الخزينة العمومية لاسيما أرصدة الحسابات الخاصة للخزينة..

الجدول رقم (76): مساهمة صندوق ضبط الإيرادات في تمويل عجز الموازنة العامة الجدول رقم (76): مليون دينار جزائري

نسبة مساهمة	مساهمة الصندوق	الرصيد الإجمالي	رصيد الموازنة العامة	النفقات العامة	الإيرادات العامة	السنة
الصندوق في تمويل	في تمويل عجز	للخزينة العمومية	للدولة	للدولة	للدولة*	
عجز الخزينة	الخزينة					
-	0	54381	-53 198	1 178 122	1124 924	2000
-	0	55226	68 709	1 321 028	1389 737	2001
-	0	-16065	26 038	1 550 646	1576 684	2002
-	0	-10256	-164 624	1 690 175	1525 551	2003
-	0	-187312	-285 372	1 891 769	1606 397	2004
-	0	-472165	-338 045	2 052 037	1713 992	2005
%14.14	91530	-647310	-611 089	2 453 014	1841 925	2006
%41.49	531952	-1281954	-1 159 519	3 108 569	1949 050	2007
%54.89	758180	-1381158	-1 288 603	4 191 051	2902 448	2008
%32.71	364282	-1113701	-970 972	4 246 334	3275 362	2009
%52.92	791937	-1496476	-1 392 296	4 466 940	3074 644	2010
%71.35	1761455	-2468847	-2 363 759	5 853 569	3489 810	2011
%70.33	2283260	-3246197	- 3 254 143	7 058 173	3804 030	2012
%96.67	2132472	-2205945	-2 128 816	6 024 131	3 895 315	2013
%93.08	2965672	-3185994	-3 068 021	6 995 769	3 927 748	2014
%85.55	2.886505	-3 375 102	-3 266. 009	7 746 214	4 480 205	2015

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على:

إن رصيد الموازنة العامة للدولة سجل عجزا طوال الفترة الممتدة ما بين 2000 و 2013 باستثناء سنتي 2001 و 2002 ، و يفسر العجز المسجل في الفترة الممتدة ما بين 2000 و 2001 بزيادة الإنفاق الحكومي الراجع لتبني سياسة مالية تنموية من خلال برامج تنمية اقتصادية لإنعاش الاقتصاد الوطني و الذي امتد من 2001 إلى غاية 2014 ، و كذلك بسبب اعتماد الجزائر لبرامج الإنفاق الاجتماعي بعد الاضطرابات الشعبية التي شهدتها بعض الولايات قبل و أثناء ما سمي بالربيع العربي ، أما العجز المسجل في سنتي 2014 و 2015 فيعود بالدرجة الأولى لانخفاض أسعار النفطي. و فيما يخص دور صندوق ضبط الإيرادات في حل مشكل العجز الموازني، فإننا نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن علاقة الصندوق بتمويل عجز الموازنة العامة مر بمراحل :

⁻Ministere des Finances :DGT :Situation Résumée des Opérations du Trésor SROT (2000 - 2014) -Ministere des Finances: La Situation Résumée des Opérations du Trésor ,5 mai 2016, (2013-2015)

^{*:} تمثل الإيرادات التي تم اعتمادها في قانون المالية

- الفترة الممتدة ما بين 2000 و 2005: استخدمت الحكومة الدين العام الداخلي لتمويل العجز الموازي مما أدى إلى ارتفاع حجمه، وهنا يظهر دور صندوق ضبط الإرادات من خلال مساهمته في تخفيض حجم المديونية العمومية باعتبارها أحد الأهداف المحددة له، وبالتالي فإن الصندوق ساهم بطريقة غير مباشرة في تمويل العجز الموازي مع الحفاظ على معدلات تضخم متدنية.
- الفترة الممتدة ما بين 2006 و 2008: ابتداء من سنة 2006 أصبح صندوق ضبط الإيرادات يعنى بتمويل عجز الخزينة ، و بذلك أصبحت الحكومة تعتمد على طريقتين في التمويل: طريقة مباشرة وتعني مساهمته المباشرة في تمويل جزء من عجز الموازنة العامة وطريقة غير مباشرة .

حيث شهدت نسبة تمويل عجز الخزينة و منه عجز الموازنة بشكل مباشر تزايد في هذه الفترة و بلغت سنة 2008 حوالي 54.89% مقابل 41.49% سنة 2007 و 14.14 % سنة 2006 .

- الفترة الممتدة ما بين 2009 و 2015: اعتمدت الحكومة في تمويل عجز الموازنة في هذه الفترة على الطريقة المباشرة فقط *، حيث شهدت نسبة مساهمة صندوق ضبط الإيرادات في تمويل عجز الخزينة تزايدا لتبلغ سنة 2015 حوالي 85.55% مقابل 32.71% سنة 2009 ، و تم تمويل عجوزات السنوات من 2009 إلى 2012 دون اللجوء إلى الاقتطاعات الفعلية من صندوق ضبط الإيرادات، في حين تمويل عجز الموازنة للسنوات 2013 ، 2014 تم اقتطاعه من هذا الصندوق.**

- دور الصندوق في تخفيف من توسع السيولة في الاقتصاد الوطني:

أدى التراكم المتواصل في موارد صندوق ضبط الإيرادات إلى تخفيف توسع السيولة في الاقتصاد الوطني. 1 ، فالزيادة " في الادخارات المالية للخزينة العمومية ، وذلك أساسا بموجب الموارد المتراكمة في صندوق ضبط الإيرادات، ساهم في التخفيف من أثر تنقيد الموجودات الأجنبية المتزايدة. فالتأثير المزدوج المطبق من قبل الخزينة العمومية والامتصاص الفعلي لفائض السيولة من طرف بنك الجزائر يساهمان في إرساء الاستقرار النقدي والمالي ، على الرغم من التوسع النقدي القوي " 2 المسجل في السنوات الأخيرة .

[:] انظر الجدول رقم (73) و الجدول رقم (76)

^{** :} سوف يتم التطرق أكثر لهذه المرحلة عند دراسة اثر الصدمة النفطية الحالية على صندوق ضبط الإيرادات.

^{1:} بنك الجزائر: التقرير السنوي **2011** ، التطور الاقتصادي و النقدي للجزائر، أكتوبر 2012 ، ص 149 .

²: المرجع السابق ، ص 202.

المبحث الثالث: صندوق ضبط الإيرادات و تحديات النمو.

تعرض صندوق ضبط الإيرادات إلى مجموعة من التحديات فرضتها البيئة الداخلية و الخارجية للصندوق و التي يمكن حصرها في ثلاث تحديات و هي تحدي الأزمات المالية ، وتحدي الحوكمة التي يظهر أهمية دراستها في حالة ما إذا وسع الصندوق من نشاطه في المستقبل ليشمل الاستثمار في المداخل و الخارج على وجه الخصوص، و أهم تحدي يواجه هذا الصندوق حاليا هو تحدي انخفاض أسعار البترول .

أولا: صندوق ضبط الإيرادات و تحدي الأزمات

من صميم عمل صندوق ضبط الإيرادات هو امتصاص الفوائض المالية الناتجة عن الطفرات النفطية، والاحتفاظ بما في شكل صناديق لمواجهة الأزمات النفطية السلبية التي يتعرض لها الاقتصاد الجزائري، و الناتجة عن انهيار قد يمس أسعار النفط مستقبلا، لذلك تعتبر الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 أول تحدي من نوعه واجه صندوق ضبط الإيرادات لاختبار فعاليته في مثل هذه الظروف.

1. تأثير الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد الجزائري:

مما لا شك فيه أن الاقتصاد الجزائري كغيره من الاقتصاديات العالمية تأثر بالأزمة المالية العالمية، وإن كان بنسبة أقل مقارنة بالدول الأحرى و ذلك للأسباب التالية: 1

- عدم وجود سوق مالية بالمعنى الفعلى في الجزائر ،
- عدم وجود ارتباطات مصرفية للبنوك الجزائرية مع البنوك العالمية بالشكل الذي يؤثر عليها ،
- انغلاق الاقتصاد الجزائري بشكل نسبي على الاقتصاد العالمي، ذالك أن الإنتاج الجزائري لا يعتمد على التصدير باستثناء المحروقات ما يجعله في مأمن عن أي كساد قد يصيب الاقتصاد العالمي والكثير من الدول التي تعتمد على صادرات قد تتأثر بالركود والكساد في الدول المستهلكة لمنتجاتها.

و للأسباب السابقة الذكر، اقتصر مجال تأثير الأزمة المالية العالمية على الجزائر من خلال أسعار النفط و تأثير هذه الأسعار على مختلف التوازنات الاقتصادية الكلية، و التي كانت كما يلي:

^{1:} عبد الجحيد قدي ، جميلة الجوزي: الأزمة المالية الراهنة وتداعياتها على الأداء المتوقع للاستثمارات الأجنبية المباشرة - حالة الجزائر-، كتاب الملتقى الدولي الرابع حول الأزمة المالية العالمية الراهنة و انعكاساتها على اقتصاديات دول منطقة الشرق الأوسط و شمال إفريقيا ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، جامعة الجزائر، 8-9 ديسمبر 2009 ، ص97.

- التوازنات الخارجية:

عرفت الجزائر تسع سنوات من التحسن في الوضعية المالية الخارجية و تعزيزها معتمدة على مكاسب استقرار الاقتصاد الكلي ، إذ سجل ميزان المدفوعات الجارية خلال الفترة من 2000 إلى 2007 فائضا و بشكل متنامي ، و مع بداية الأزمة تعرضت لاختلالات محدودة طوال ثلاث سنوات لتتحسن بعد ذلك ابتداء من سنة 2010 .

الجدول رقم (77): وضعية ميزان المدفوعات خلال الأزمة المالية العالمية .

الوحدة: مليار دولار أمريكي

2010	2009	2008	2007	السنة
57,09	45,19	78,59	60,59	الصادرات
56,12	44,42	77,19	59,61	المحروقات
0,97	0,77	1,40	0,98	صادرات أخرى
-38,89	-37,40	-38,07	-26,35	الواردات
18,21	7,78	40,60	34,24	الميزان التجاري
12,15	0,40	34,45	30,54	الرصيد الجاري الخارجي
-0,37	-1,32	-1,34	- 1,83	دخل العوامل ، صافي
3,18	3,46	2,54	-0,99	رصيد حساب رأس المال
15,33	3,86	36,99	29,55	الرصيد الإجمالي

المصدر:بنك الجزائر: تقرير 2011 ، مرجع سابق ، ص 227 .

شهدت صادرات الجزائر ارتفاعا سنة 2008 بنسبة 27,7 %، حيث بلغت 78.59 مليار دولار أمريكي مقابل 60,59 مليار دولار سنة 2007 ، و هذا يعني أن أزمة الرهن العقاري و التي تمثل المرحلة الأولى من الأزمة المالية لم تؤثر على قيمة صادرات الجزائر، و في سنة 2009 شهدت إيرادات الصادرات انخفاضا بنسبة 42,5 % لتبلغ ما قيمته 45,19 مليار دولار أمريكي و هذا راجع لانخفاض أسعار البترول نتيجة الصدمة النفطية العكسية الظرفية حيث بلغ 62,25 دولاراً كمتوسط سنوي، و عاودت أسعار النفط الارتفاع مع بداية سنة 2010 مما ساهم في زيادة حجم الصادرات لتبلغ نهاية سنة 2010 مما قيمته 57,09 مليار دولار أمريكي.

أما فيما يخص الواردات فلقد شهدت ارتفاعا بنسبة 44,47 % سنة 2008 لتبلغ 38,07 مليار وهذا نتيجة للاتجاه التضخمي على الصعيد العالمي والناتج أساسا عن ضخ كميات كبيرة من

السيولة النقدية في البنوك والأسواق المالية، والتي لا يقابلها إنتاج حقيقي" أ، و من ثم شهدت فاتورة الواردات شبه استقرار في السنوات الثلاث اللاحقة .

و بالرغم من انخفاض إيرادات التصدير و زيادة الواردات إلا أن الجزائر حافظت على الأداء الايجابي للميزان التجاري طوال فترة الأزمة حيث حققت سنتي 2007 و 2008 فوائض معتبرة قدرة به 34,24 مليار دولار سنة 2008، لينخفض بعد ذلك الفائض التجاري ليبلغ 7,78 مليار دولار سنة 2009.

و ترافق الفائض في الميزان التجاري، مع الرصيد الموجب في حساب رأس المال بدءاً من سنة 2008 ، و يرجع هذا الأداء الايجابي كنتيجة لعملية الدفع المسبق للديون الخارجية خلال الفترة 2004 و 2006 .

و كنتيجة لما سبق، قدر الرصيد الإجمالي لميزان المدفوعات بـ 15,33 مليار دولار في 2010 بعد تراجع كبير سنة 2009 ، وعليه ازداد تراكم الاحتياطيات الرسمية للصرف من طرف بنك الجزائر أكثر فأكثر، بالرغم من الصدمة الخارجية لسنة 2009 ليبلغ سنة 2010 ما يقارب 162,61 مليار دولار أمريكي مقابل 149,04 دولار أمريكي سنة 2009 . كما شهدت سنة 2010 انخفضا في إجمالي الدين الخارجي ليبلغ 5,681 مليار دولار في نهاية ديسمبر 2010 .

أما فيما يخص سعر صرف الدينار الجزائري ، فلقد أدت الأزمة المالية العالمية إلى تخفيض قيمة العملة الجزائرية من قبل السلطات النقدية الجزائرية في نماية شهر ديسمبر 2008 بحوالي 20 % 2 ، وهذا لمواجهة ارتفاع الطلب المحلي على المنتجات الأولية والمنتجات الغذائية التي شهدت أسعارها انخفاضا في الأسواق الدولية .

2 : عبد الرحمان مغاري : انعكاسات الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد الجزائري ، مداخلة في الملتقى الدولي حول : الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية ، 20-21 أكتوبر 2009 ، ص 12

¹ عبد الرحمان مبتول: استمرار الأزمة المالية العالمية سيلحق أضرارا بالاقتصاد الجزائري، ورقة عمل مقدمة إلى ندوة الشروق اليومي حول " الأزمة المالية العالمية "، تاريخ النشر: 2008.10.05، تاريخ الاطلاع: 3. 11. 2009 على الرابطة:

^{.(}http://www.echoroukonline.com/ara/economie/26871.htm)

- التوازنات الداخلية:

لقد أفضت الأزمة المالية العالمية إلى تراجع في إيرادات النفطية للجزائر التي تمثل الجزء الأكبر من الإيرادات الكلية، و هذا ما اثر على التوازنات الداخلية للبلاد، و الجدول الموالي يبين يعطي صورة عن وضعية الخزينة خلال الأزمة المالية:

الجدول رقم (78): وضعية عمليات الخزينة خلال الأزمة المالية العالمية العجدول رقم (78) الوحدة: مليار دينار جزائري

2010	2009	2008	2007	السنة
2 905,0	2 412,7	4 088,6	2 796,8	الجباية النفطية المنصبة في الميزانية
1 487,8	1 263,3	1 101,8	890,9	الموارد العادية
4 466,9	4 246,3	4 191,0	3 108,5	نفقات الميزانية
2 659,0	2 300,0	2 217,7	1 673,9	النفقات الجارية
1 807,9	1 946,3	1 973,3	1434,6	النفقات الرأس مالية
-178,2	- 713,1	906,9	456,8	الرصيد الإجمالي للخزينة

المصدر: بنك الجزائر: تقرير 2011 ، ص 219.

من خلال الجدول أعلاه يتضح لنا:

- بلغت إيرادات الجباية النفطية 4088,6 مليار دينار سنة 2008 مقابل 2796,8 مليار دينار جزائري سنة 2007 ، فقد ارتفعت بنسبة 46,19 % و يعود هذا لارتفاع أسعار البترول، وبعدها تراجعت الإرادات في سنتي 2009 و 2010 حيث بلغت على التوالي 2412,7 و 2905 مليار دينار جزائري بانخفاض نسبته على التوالي 40,99 % و 28.95 % مقارنة بسنة 2008 ، و يعود هذا الانخفاض كما سبق التطرق إليه لانخفاض أسعار البترول جراء الصدمة النفطية العكسية الظرفية لسنة 2009 .

و شهدت الإرادات العادية ارتفاعا ابتداء من سنة 2008 لتبلغ ما قيمته 1101,8 مليار دينار جزائري مقابل 890,9 مليار دينار جزائري سنة 2007 بنسبة ارتفاع 15,7 %، و استمرت بعد ذلك في النمو ، و مع ذلك فإنحا لا تمثل سوى 33,9.% من إجمالي إيرادات الميزانية لسنة 2010، و لا تمول هذه الإيرادات سوى33,3.% من النفقات الكلية لنفس السنة، و لا تعطي لا النفقات الجارية و لا النفقات الرأس مالية .

- و فيما يخص النفقات العمومية، فتميزت سنة 2008 بارتفاع حاد حيث بلغت 4 191,0 مليار دينار جزائري مقابل 34,82 مليار دينار جزائري سنة 2007 و هذا بزيادة نسبتها 34,82 %، ثم شهدت استقرارا فيما بعد ، و يرجع هذا الارتفاع لزيادة نفقات التشغيل بشكل كبير ابتداء من سنة 2008 ونحم هذا الارتفاع الكبير في النفقات الجارية أساسا عن الارتفاع في التحويلات من بينها نفقات مصالح الإدارة (المستشفيات العمومية ذات الطابع الإداري) و نفقات المستخدمين (رواتب و أجور و المنح) . 1

- و في ظل هذا الوضع الذي يتسم بانخفاض إيرادات الجباية البترولية و ارتفاع الإنفاق نجم عنه أول عجز في العشرية الأولى من هذا القرن أي سنة 2009 قيمته 713,1 مليار دينار جزائري و نسبته 5,7 ٪ من إجمالي الناتج الداخلي 2 ،و بعد هذه الأزمة الخارجية الحادة، انخفض العجز الكلي بشكل قوي في سنة 2010 تحت تأثير الانتعاش القوي لأسعار البترول .

- الناتج الداخلي الخام:

إن التبعية القوية للجزائر لصادرات المحروقات، و ضعف تغطية الاحتياجات الغذائية بواسطة الإنتاج الفلاحي و النمو الصناعي غير الكافي كلها عوامل أثرت على وتيرة النمو الاقتصادي للجزائر خلال الأزمة المالية .

الجدول رقم (79): التغير السنوي للناتج الداخلي الخام خلال الأزمة المالية العالمية

قطاعات أخرى	قطاع المحروقات	الناتج الداخلي الخام	السنة
%14,6	%5,3	%10,0	2007
%14,6	%22,2	%18,4	2008
%14,2	-%37,8	-%9,5	2009
%14,8	%34,5	%20,1	2010

Source: BANK OF ALGERIA: BULLETIN STATISTIQUE TRIMESTRIEL, N°17 Mars 2012, p 26

قدر إجمالي الناتج الداخلي سنة 2010 بـ 12049,4 مليار دينار جزائري مقابل 10034,3 مليار دينار جزائري سنة 2008 " $^{8}_{6}$ جاء هذا الارتفاع نتيجة دينار جزائري سنة 2009 و 2009 مليار دينار جزائري سنة 2009 سنة 2010 مقابل تراجع بـ 37,8 % سنة 2009 .

¹ : بنك الجزائر (بتصرف) : **تقرير 2008** ، مرجع سابق ، ص ص 100 -110

² : بنك الجزائر : **تقرير 2011** ، مرجع سابق ، ص 89.

³: BANK OF ALGERIA: BULLETIN STATISTIQUE TRIMESTRIEL, N°17 Mars 2012, p 26

2. تأثير الأزمة المالية على صندوق ضبط الإيرادات:

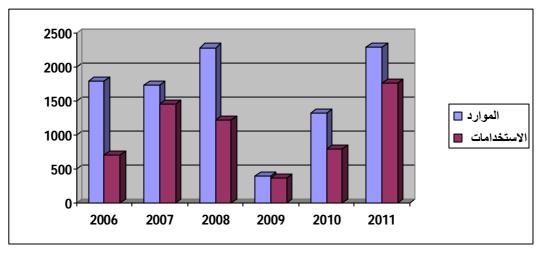
ككل الاقتصاد الجزائري تأثر صندوق ضبط الإيرادات بتراجع أسعار النفط لكون أن الصندوق يتم تمويله بالدرجة الأولى من الجباية الناجمة عن الفرق بين سعر برميل النفط الخام المرجعي وهو 37 دولارا و سعره في السوق ، و بذلك فان تراجع أسعار البترول في الأسواق العالمية قد أدى إلى تناقص مداخيل الصندوق، و الجدول الموالي يبين التدفقات النقدية الداخلة والخارجة من صندوق ضبط الإيرادات في الفترة الممتدة ما بين 2007 و 2011 .

الجدول رقم (80): موارد و استخدامات صندوق ضبط الإيرادات خلال الأزمة المالية العالمية الجدول رقم (80): ميار دينار جزائري

2011	2010	2009	2008	2007	2006	السنة
2300.32	1318.31	400.675	2288.159	1738.848	1798.001	الموارد: فائض القيمة
						على الجباية البترولية
1761.455	791.937	364.282	1223.618	1454.363	709.641	الاستخدامات:
%130.6	%166.46	%110	%187	%119.56	%253.37	نسبة تغطية الموارد
						للاستخدامات السنة
5381.703	4842.838	4316.465	4280.072	3215.531	2931.045	الفائض في 12/31
538.865	526.373	36.393	1064.541	284.485	1088.360	مقدار الإضافة
%11.13	%12.19	%0.85	%33.10	%9.7	-	نسبة نمو حجم
						نسبة نمو حجم الصندوق

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على الجدول رقم (72)

الشكل رقم (11): موارد و استخدامات صندوق ضبط الإيرادات خلال الأزمة المالية 2008



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على الجدول السابق

شهد صندوق ضبط الإيرادات تباطؤا في النمو خلال فترة الأزمة المالية حيث شهدت سنة 2009 اقل معدل نمو خلال هذه الفترة بنسبة 0.85 % مقابل 33,1 % سنة 2010 % سنة 2010 % سنة ويعود هذا التباطؤ في النمو إلى :

- انخفاض فائض القيمة على الجباية البترولية الموجهة للصندوق حيث بلغت 400.675 مليار دينار جزائري سنة 2008 و 2008 مقابل 2288.159 مليار دينار جزائري سنة 2008 و 2008 مقابل 82.49 مليار دينار جزائري أي بانخفاض نسبته 82.49 % مقارنة بسنة 2008 ، و يعود هذا الانخفاض لتراجع أسعار البترول سنة 2009 ، و كذلك بسبب اعتماد سعر مرجعي أعلى في قانون المالية و المقدر بـ 37 دولار للبرميل 1 ابتدءا من 2009 .

- أما فيما يخص استخدامات الصندوق في سنة 2009 فهي اقل قيمة إذا ما قورنت باستخدامات الصندوق خلال فترت الأزمة المالية و قدرت بـ 364,282 مليار دينار جزائري تخص فقط تمويل عجز الخزينة العمومية .

و بناء على ما سبق، فان تراجع نمو الصندوق خلال الأزمة المالية وبالأخص خلال سنة 2009 يعود بالدرجة الأولى إلى انخفاض أسعار البترول ومنه انخفاض فائض القيمة على الجباية البترولية.

لقد أفضت دراستنا لأداء صندوق ضبط الإيرادات حلال الأزمة المالية و بالمقارنة مع أداء مختلف صناديق الثروة السيادية خلال نفس الفترة على وجود خلل في عمل الصندوق، حيث لا يمكننا القول أن الصندوق قد نجح في اجتياز مرحلة الأزمة بسبب اقتصار عمله على تسديد الديون العمومية وسد عجز الخزينة دون الاستثمار في الخارج على غرار صناديق الثروة السيادية العالمية ، وبذلك تجنب الصندوق خسائر مادية و التي كانت في اغلبها مؤقتة ، ولكن يجب الإشارة أيضا انه في الوقت ذاته ولنفس السبب حرم الصندوق من اغتنام فرصة الأزمة لشراء أصول في الخارج بأقل الأسعار، حيث كان من الممكن للصندوق أن يستفيد من الأزمة من خلال استثمار جزء من موجوداته في حدود 20 مليار دولار أمريكي في 2008، أو كان من الممكن للجزائر إنشاء صندوق سيادي أخر مختص في الاستثمار في الخارج ، لكانت قد ضاعفت المبلغ و كسبت موقعا في مجالس الإدارة للشركات الرائدة في قطاعاتها على غرار ما قام به جهاز قطر للاستثمار .

268

^{1:} تم العمل بالسعر المرجعي 37 دولار بدا من سنة 2009

ثانيا: صندوق ضبط الإيرادات و تحدي انخفاض أسعار البترول.

يعد تحدي بقاء صندوق ضبط الإيرادات و استمراره في ظل هذا الانخفاض الحاد لأسعار النفط منذ النصف الثانى من سنة 2014 التحدي الأهم منذ نشأته إلى الآن.

1. اثر الصدمة النفطية الحالية على التوازنات الاقتصادية الكلية:

تميز الظرف الاقتصادي منذ نهاية سنة 2014 بالتراجع المتزايد لأسعار المحروقات في السوق العالمية و الذي كان له بالغ الأثر على أهم مؤشرات الاقتصاد الوطني:

- التوازنات الخارجية:

إن تراجع متوسط سعر البترول الجزائري منذ في أوائل شهر جوان 2014 قد نحم عنه تدهور في المؤشرات الخارجية الرئيسة للجزائر:

الجدول رقم (81): وضعية ميزان المدفوعات خلال الصدمة النفطية الحالية الحدول رقم (81): وضعية ميزان المدفوعات خلال الصدمة النفطية الحالية

	ر 2015	الثلاثي مر			ى 2014	الثلاثي مز		
الرابع	الثالث	الثاني	الأول	الرابع	الثالث	الثاني	الأول	
7,64	7,86	9,94	9,13	11,96	15,56	16,66	15,95	الصادرات
7,26	7,58	9,53	8,71	11,51	15,08	16,28	15,60	المحروقات
0,38	0,27	0,41	0,42	0,45	0,48	0,38	0,36	صادرات أخرى
-12,46	-12,60	-14,06	-13,53	-14,67	-14,87	-15,60	-14,53	الواردات
-4,82	-4,74	-4,12	-4,40	-2,72	0,70	1,05	1,42	الميزان التجاري
- 6,77	-6,91	-5,79	-8,01	- 4,93	- 1,72	- 1,71	-0,92	الرصيد الجاري
								الخارجي
-0,63	-0,77	-0,77	-2,27	-1,07	-1,31	-1,20	-1,24	دخل العوامل ،
								صافي
0,05	0,46	2,14	-2,71	2,07	0,02	0,49	0,82	رصید حساب
								رأس المال
-6,72	-6,44	-3,65	-10,72	- 2,86	- 1,70	- 1,23	-0,10	الرصيد الإجمالي

Source: BANK OF ALGERIA: BULLETIN STATISTIQUE TRIMESTRIEL, N°33 Mars 2016, p 26

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ مايلي:

- بلغت الصادرات 34,57 مليار دولار نهاية سنة 2015 مقابل 60,23 مليار دولار سنة 2014، أي بانخفاض يقارب 42.6%، في حين بلغت الواردات 52,65 مليار دولار مقابل 59,67 مليار دولار سنة 2014 ،أي بانخفاض قدره 11,76 %، و هذا الانخفاض في الواردات راجع لتأثير سعر صرف أورو /دولار الإيجابي على قيمة الواردات .

من جهة أخرى، حققت الصادرات تغطية الواردات بنسبة 65,66% سنة 2015، مقابل في سنة 2014.

و في سياق متصل، سجلت صادرات المحروقات انخفاضا بنسبة 43,42% قلّر بنحو 33,08 مليار دولار مقابل 58,47 مليار دولار سنة 2014، وذلك بسبب التأثير المشترك لتراجع الأسعار وانخفاض الكميات، أما فيما يخص الصادرات خارج المحروقات، فقد بلغت نهاية سنة 2015 ما قيمته 1,48 مليار دولار ، بانخفاض ناهز 11.37 % بالمقارنة مع سنة 2014 .

- و سجل الميزان التجاري للجزائر عجزا قدره 18.08 مليار دولار سنة 2015 ، مقابل فائض بسيط بنحو 0,45 مليار دولار سنة 2014 ، و يعود هذا التدهور في الميزان التجاري خلال فترة الصدمة النفطية الحالية لانخفاض أسعار وكميات المحروقات المصدرة ألم نعرف الواردات سوى انخفاض معتدل يعد رغم ذلك أقل أهمية من الانخفاض المسجل في الصادرات.

- بالإضافة إلى العجز المسجل في الميزان التجاري، سجلت الجزائر منذ السداسي الثاني من سنة 2014 تراجعا في أرصدة الحسابات الجارية لميزان المدفوعات.

و ترتب على ما سبق عجز إجمالي معتبر في ميزان المدفوعات تجاوز 27.53 مليار دولار في سنة 2015 مقابل 5,89 مليار دولار في سنة 2014.

أما فيما يخص الاحتياطيات الرسمية للصرف، فعلى عكس سنة 2009 التي عرفت تباطؤا في تراكمها، تُرجمت الصدمة النفطية الحالية ، في نهاية المطاف، بتراجع في الاحتياطيات الرسمية للصرف إلى أدنى مستوى لها منذ سنة 2010، حيث بلغ قائمها (باستثناء الذهب)" 121,9 مليار دولار بنهاية سبتمبر 2016" أمقابل " 153,7 مليار دولار في 2015 ، و 187,24 مليار دولار سنة

^{*:} انظر الملحق رقم (6)

¹ Algérie Presse Service **:Les réserves de change à 121,9 milliards de dollars à fin septembre 2016** , 26 Octobre 2016 , (http://www.aps.dz/economie/48134-les-r%C3%A9serves-de-change-%C3%A0-121,9-milliards-de-dollars-%C3%A0-fin-septembre-2016)

 * 2014 مليار دولار سنة 2013 * ، كما استقر مؤشرات المديونية الخارجية عند مستوى 3,021 مليار دولار نهاية سنة 2015 1 .

كما شهدت هذه الفترة انخفاضا في قيمة الدينار الجزائري بالنسبة للدولار الذي انتقل من 87,90 دينار للدولار الواحد في نحاية جوان 2015، أي بانخفاض نسبته 13% ، جاء نتيجة سياق دولي غير ملائم أصاب كل العملات الأخرى، لاسيما عملات البلدان الناشئة والمصدرة للمواد الأولية، ويرجع السبب الأصلي لهذه التقلبات في قيمة الدينار الجزائري إلى انحيار أسعار النفط و إلى تضافر عناصر أحرى و هي : 3

- تعزيز قيمة الدولار في سوق الصرف العالمية ،
 - ضعف المنافسة لعوامل الإنتاج،
 - تدهور العناصر الأساسية للاقتصاد الوطني.

- التوازنات الداخلية:

أدى انخفاض أسعار النفط منذ 2014 إلى تراجع واضح للمداخيل العمومية ما اثر على التوازنات الاقتصادية الداخلية العمومية للجزائر

الجدول رقم (82): وضعية عمليات الخزينة خلال الصدمة النفطية الحالية المجدول رقم (82): وضعية عمليات الخزينة خلال الصدمة النفطية الحالية

جوان 2015	جوان 2014	
1243.1	1577.7	الجباية النفطية المنصبة في الميزانية
1409.4	1272.9	الموارد العادية
3807.8	3529.7	نفقات الميزانية
2428.9	2271	التشغيل
1378.8	1258.6	المعدات
1157.4-	755.2 -	الرصيد الإجمالي للخزينة

المصدر: المجلس الاجتماعي و الاقتصادي: تقرير الوضع السداسي الأول من سنة 2015 ، مرجع سابق ، ص 42.

[:] انظر : الجدول رقم (69) .

^{1:} BANK OF ALGERIA: **BULLETIN STATISTIQUE TRIMESTRIEL**, N°33 Mars 2016, p16.

^{2 :} المحلس الاقتصادي و الاجتماعي : تقرير حول المظرف الاقتصادي والاجتماعي السداسي الأول من سنة 2015، مرجع سابق، ص 27.

^{· 27} ما المرجع السابق : ص

تبين معطيات الجدول أن السداسي الأول من سنة 2015 شهد عجزا كبير للخزينة العمومية قدر بـ 1157,4 في جوان 2015، بزيادة نسبتها 34,75 % و السبب في العجز هو:

- الانخفاض الحاد في عائدات الميزانية لاسيما تلك الخاصة بالجباية النفطية المميزنة التي شهد حجمها الخفاضا شديدا بالنسبة لسنة 2014، حيث بلغت 1243 مليار دينار جزائري في جوان 2014 أي بنسبة انخفاض 33 %.

وفي المقابل شهدت الموارد العادية ارتفاعا بنسبة 10.7 % لتبلغ في جوان 2015 ما قيمته 1409 مليار دينار جزائري مما " يعكس إستراتيجية الحكومة المتعلقة بالسياسة المالية الرامية إلى تحسين جباية الضرائب العادية لتعويض الخسائر" 1.

- زيادة النفقات العمومية بنسبة 7,8 % إذ بلغت ما قيمته 3807 مليار دينار جزائري نهاية شهر جوان 2015 ، مقابل 3529.7 مليار دينار جزائري سنة 2014 ، و تعود هذه الزيادة بالدرجة الأولى إلى زيادة نفقات التشغيل بحوالي 158 مليار دينار جزائري بسبب زيادة التحويلات الاجتماعية لاسيما بعد إلغاء المادة 87 مكرر والتي احتسبت تكلفته بدءا من شهر جانفي 2015 .

-تطور الناتج الداخلي الخام:

بالرجوع إلى الجدول رقم (63) و الخاص بمساهمة قطاع المحروقات في الناتج الداخلي الخام للفترة ما بين 2001 و 2015 و من خلال الجدول الموالي ، يتبين لنا مايلي :

الجدول رقم (83): التغير السنوي للناتج الداخلي الخام خلال الصدمة النفطية الحالية

الوحدة: نسبة مئوية

قطاعات أخرى	قطاع المحروقات	الناتج الداخلي الخام	السنة
13,0	5,6	11 ,1	2012
8,7	-10,3	2,7	2013
8,7	-6,2	3,4	2014
7,9	-30,6	-2,4	2015

Source : BANK OF ALGERIA : BULLETIN STATISTIQUE TRIMESTRIEL, N°33 Mars 2016, p 28. قُدُّر إجمالي الناتج الداخلي سنة 2015 بـ 2015 مليار دينار جزائري بتراجع 24,4% مقابل غو 3,4 % سنة 2012 و نمو 20.7 % سنة 2014 % سنة 2014 و نمو 27.5 % سنة 2014 شبه مستقر وقدر سنة 2015 بـ 7,9 % ، و رغم ذلك لم

^{1 :} المجلس الاجتماعي و الاقتصادي: تقرير حول الظرف الاقتصادي والاجتماعي السداسي الأول من سنة 2015، مرجع سابق ، ص 42

يتمكن التوسع المعتبر في قطاع الفلاحة والخدمات والبناء أنه معوض الأداء الضعيف لقطاع المحروقات، الذي سمّل تراجعا بنسبة 30,6 % سنة 2015.

2. اثر الصدمة النفطية الحالية على صندوق ضبط الايرادت:

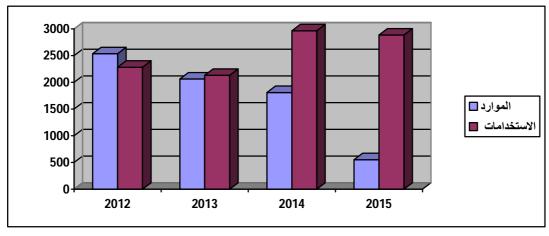
شهد حجم صندوق ضبط الإيرادات تراجعا سنة 2016 بفعل اللجوء لتغطية العجز المالي خلال فترة الصدمة النفطية الحالية ،إذ تقلصت موارد الصندوق بأكثر من 63% منذ شهر جوان عام 2014 ، و الجدول الموالي يبين ذلك :

الجدول رقم (84): موارد واستخدامات صندوق ضبط الإيرادات خلال الصدمة النفطية الحالية الجائري الوحدة: مليار دينار جزائري

2015	2014	2013	2012	السنة
552.192	1810.320	2062.231	2535.309	الموارد: فائض القيمة على
				الجباية البترولية
2886.505	2965.672	2132.472	2283.260	الاستخدامات : تمويل عجز
				الموازنة
%19.13	%61.04	%96.70	%111.04	نسبة تغطية الموارد
				للاستخدامات
2073.846	4408.159	5563.511	5633752	الفائض في 12/31
-2334.313	-1155.352	-70.241	252.049	مقدار الإضافة

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على معطيات الجداول رقم (72)

الشكل رقم (12): موارد واستخدامات صندوق ضبط الإيرادات خلال الصدمة النفطية الحالية



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على الجدول السابق.

تبين معطيات الجدول أعلاه و الشكل المرافق له أن حجم صندوق ضبط الإيرادات انخفض بشكل كبير سنة 2015 ليبلغ 2.073.846 مليار دينار جزائري مقابل 4.408.159 مليار دينار جزائري سنة 2013 ، و هذا الانخفاض الذي نسبته جزائري سنة 2014 ، و هذا الانخفاض الذي نسبته 62,72 % (مقارنة مع سنة 2013) هو محصلة لسبين :

- تراجع التمويل (فائض القيمة على الجباية البترولية) :

بسبب تراجع أسعار البترول و منه تراجع الجباية البترولية، انخفضت التدفقات الداخلة لصندوق ضبط الإيرادات بنسبة 69,49 % سنة 2015 و 12,21 % سنة 2014 ، إذ بلغت 552.192 مليار دينار جزائري سنة 2014 و 2062.231 مليار دينار جزائري سنة 2014 و 2062.231 .

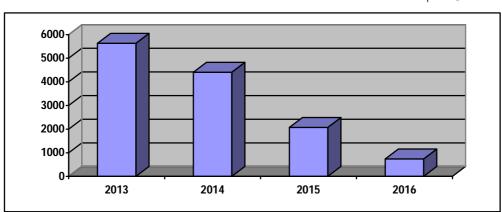
- زيادة الاستخدامات (تمويل عجز الخزينة):

بناءا على ما سبق و بسبب زيادة الحاجة للتمويل قامت الجزائر بالاعتماد على صندوق ضبط الإيرادات لتمويل عجز الخزينة الناتج عن انخفاض حجم الإيرادات وزيادة النفقات، حيث بلغ حجم الإيرادات الصندوق سنة 2015 ما قيمته 2886.505 مليار دينار جزائري مقابل 2965.672 مليار دينار جزائري سنة 2013 أي بارتفاع نسبته دينار جزائري سنة 2013 أي بارتفاع نسبته (مقارنة بسنة 2013).

و كنتيجة لتراجع نسبة تغطية موارد الصندوق لاستخداماته، حيث بلغت سنة 2015 نسبة 19.13 مقابل 61.04 سنة 2014 % سنة 2013، أصبحت الاقتطاعات الخاصة بتمويل عجز الخزينة اقتطاعات فعلية من صندوق ضبط الإيرادات، فعجز سنة 2015 تم باقتطاع قدره 2334,313 مليار دينار من هذا الصندوق مقابل اقتطاع مباشر أخر قدره 2355,352 مليار دينار جزائري سنة 2013. و لقد أدت هذه الاقتطاعات المباشرة من صندوق ضبط الإيرادات إلى تأكل مدخراته و منه تراجع في الادخارات المالية للخزينة العمومية .

و بالنسبة لأخر المعطيات حول حجم صندوق ضبط الإيرادات خلال سنة 2016 فهي تشير لانخفاض رصيد الصندوق إلى ادني مستوي له و المحدد بـ 740 مليار دينار جزائري في شهر

سبتمبر"، و هذا ما يعني أن حجم الاقتطاع المباشر (الفعلي) من الصندوق بلغ 1333.846 مليار دينار جزائري استخدم لتغطية عجز الخزينة ، مع الإشارة أن سنة 2016 إلى غاية سبتمبر شهدت تدفقات منخفضة جدا لصندوق ضبط الإيرادات من الجباية البترولية بسبب كون أسعار البترول في اغلب فترات هذه السنة كانت ما دون السعر المرجعي .



الشكل رقم (13): رصيد صندوق ضبط الإيرادات خلال الصدمة النفطية الحالية

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على الجدول رقم (84) و على ما سبق

أما فيما يخص مستقبل صندوق ضبط الإيرادات فانه من المحتمل نفاذه في غضون عامين إذا ما استمر اللجوء المفرط إليه من اجل تغطية عجز الخزينة، و عليه فان استمرار الصندوق و بقاؤه مرهونا بعاملين، و هما:

- ارتفاع أسعار النفط في الأسواق العالمية:

لا يوجد أي مؤشرات ايجابية توحي بتحسن أسعار النفط في المستقبل القريب، كما سبق و أن تناولنا هذه النقطة في الفصل الثاني، و حتى إن حدث تحسن فانه لن يكون مؤثر خاصة بعد زيادة السعر المرجعي للنفط إلى 50 دولار و هذا حسب قانون المالية التكميلي لسنة 2016.

- حل مشكل عجز الميزانية و منه عدم اللجوء إلى الصندوق:

و هذا من خلال تخفيض الإنفاق العمومي أو البحث عن بدائل لتمويل الميزانية ،وفي هذا السياق، اتخذت الجزائر مجموعة من التدابير والإجراءات للتخفيف من انعكاسات تراجع السوق العالمية للمحروقات، نذكر منها:

^{1:} وكالة الأنباء الجزائرية: استقرار النفقات العمومية في غضون السنوات الثلاث المقبلة، حوار مع وزير المالية حاجي بابا عمي، 29 أكتوير 2016

- من اجل ترشيد الواردات:

قامت السلطات العمومية بإدخال رخص الاستيراد والتصدير كوسيلة تمكنها من إدارة التجارة الخارجية - لاسيما الاستيراد - بكيفية رشيدة ، "وتخضع هذه الرخص لشرطين أساسين :

- الشفافية في طريقة منحها وعدم التمييز بين المتعاملين الاقتصاديين.
- قد يمكن للسلطات العمومية أن تلجأ إلى الرخص في حالة ندرة المنتجات في السوق الوطنية، وذلك حسب الوضع الاقتصادي وخلال فترات الوصل بين المواسم الفلاحية أو ضعف الإنتاج الوطني.

أما بخصوص رخص التصدير فإنها تخص بعض المواد المحدودة للإنتاج والمرشحة للاستهلاك المحلي "1.

- العودة إلى ترشيد الميزانية:

إلى جانب سياسة ترشيد المصاريف المتعلقة بكل من التشغيل والمعدات، فقد تم اتخاذ إجراءات لرفع حجم الموارد المالية للدولة لسنة 2015، لاسيما مراجعة بعض الرسوم والضرائب، وتعبئة الادخارات المجمعة لدى بعض المؤسسات... الخ، ومع ذلك يمكن جمع مزيد من الإيرادات في إطار عمليات إحالة بعض الأصول التي قد تقوم بها الدولة.

لقد نص قانون المالية التكميلي لسنة 2015 على جملة من الإجراءات الرامية إلى إعادة إدخال مبدأ التحصيص الرشيد للموارد من خلال سياسة إعادة توزيع منصفة.

وعليه، فإن الأحكام الرئيسية لهذا القانون تستهدف تخفيف الضغط الضريبي على النشاط الاقتصاد" الاقتصادي من خلال تخفيض الضريبة المفروضة على النشاط المهني التي تعتبر "مضادة للاقتصاد" ومراجعة الضريبة على أرباح الشركات لفائدة المستثمرين في القطاعات المنتجة، بحدف منح امتيازات للأنشطة المستثمرة وكذلك لتوسيع قاعدة الضرائب المفروضة.

كل هذه الإجراءات قد تخفف من حدة لجوء الخزينة العامة لموارد صندوق ضبط الإيرادات و لكن لن تحد من ذلك، فبالرغم من انخفاض أسعار البترول لا تزال النفقات العامة تشهد تنامي بسبب تبني الجزائر لسياسة تفضي بعدم تقليص نفقات الميزانية و إنما استقرارها في غضون السنوات الثلاثة المقبلة.

_

 $^{^{1}}$: المجلس الاجتماعي و الاقتصادي: تقرير حول الظرف الاقتصادي والاجتماعي السداسي الأول من سنة 2015، مرجع سابق، ص ص 2

²: المرجع السابق ، ص 48.

ثالثا: صندوق ضبط الإيرادات و تحديات الحوكمة

صندوق ضبط الإيرادات هو صندوق سيادي لم يقم بأي نشاط استثماري، و منه لم يتعرض لأي مخاوف غربية و لا حتى محلية ، و عليه فان أهمية دراستنا لأداء صندوق ضبط الإيرادات وفقا لمختلف معايير الشفافية و المساءلة تكمن في كون هذه المعايير مهمة لأجل تعزيز أداء وموقع صندوق ضبط الإيرادات ككيان مؤسساتي مالي قوي، و تأهيله للانخراط في الاقتصاد العالمي من خلال تفعيله ليصبح مستثمر استراتيجي على غرار صناديق الثروة السيادية العالمية .

1. أداء صندوق ضبط الإيرادات وفقا لمؤشر لينابورج- مادويل:

وفقا لتقارير معهد صناديق الثروة السيادية فان صندوق ضبط الإيرادات و منذ وضع مؤشر لينابورج – مادويل تحصل على نقطة واحد من 10 نقاط فقط *، و هذا ما يعادل نسبة امتثال 10% دون حصول أي تطور في المؤشر منذ 2008 ، ما يضع هذا الصندوق ضمن الصناديق المقصرة وفقا لهذا المؤشر.

الجدول رقم (85): أداء صندوق ضبط الإيرادات وفقا لمؤشر" لينابورج - مادويل ".

الدرجة	المكونات
+1	بيان الصندوق لتاريخه، وأسباب إنشائه، ومصادر الثروة فيه، وهيكل ملكية الحكومة.
0	التزام الصندوق السيادي بإصدار تقارير سنوية مدققة من خلال مكتب محاسبة خارجي.
0	بيان الصندوق لنسب ملكيته في الشركات، والعوائد المالية، والتوزيع الجغرافي للملكية.
0	بيان حجم ومكونات والعائد على احتياطي الصرف الأجنبي، إن ُوحد.
0	توفير الصندوق لقواعد إرشادية بشأن المعايير الأخلاقية، وسياسات الاستثمار، والالتزامات المالية، ومدى
	تفعيل تلك القواعد.
0	بيان الصندوق لاستراتيجيات وأهداف واضحة.
0	التحديد الواضح من قبل الصندوق السيادي لمعلومات الاتصال وأي فروع له، إن وحدت.
0	تحديد الصندوق للمديرين الخارجيين، إن وحدوا.
0	قيام الصندوق بإدارة موقع الكتروني خاص به.
0	بيان الصندوق لعنوان مقره الرئيس، ومعلومات الاتصال مثل الهاتف والفاكس.
1	المجموع

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على :

- المعطيات السابقة (الإطار القانوني) ، - موقع وزارة المالية ، - معطيات من وزارة المالية (أسئلة المقابلات تتوافق مع المبادئ)

277

Sovereign Wealth Fund Institute : Linaburg-Maduell Transparency Index : أنظر : *

وفقا للجدول السابق، لقد اقتصر التزام صندوق ضبط الإيرادات بالالتزام بالمعيار الأول و المتعلق " ببيان الصندوق لتاريخه، وأسباب إنشائه، ومصادر الثروة فيه، وهيكل ملكية الحكومة"، حيث يعد الالتزام بهذا المبدأ ادبي مستويات الشفافية وفقا لهذا المؤشر، و هذا ما يعني أن الصندوق ملزم بالكثير من الإصلاحات لرفع مستويات الأداء.

2. أداء صندوق ضبط الإيرادات وفقا لمؤشر ترومان:

لقد أدرج إدوين ترومان من معهد بيترسون للاقتصاد الدولي صندوق ضبط الإيرادات ضمن دراسته لدليل لأفضل الممارسات من جانب صناديق الثروة السيادية منذ سنة 2007 ، و كان أداء الصندوق حسب الأربع التقارير المدروسة، كما يلى :

وصندوق ضبط الإيرادات وفقا لمؤشر إدوين ترومان	(86): اداء	الجدول رقم
--	------------	------------

نسبة التقدم بالمقارنة مع سنة	نسبة الأداء	عدد الدراجات	الفترة
2012			
11	18	4.5	09-2007
11	18	4.5	12-2007
0	29	9.5	12-2009
-	29	9.5	2012

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على:

تحصل صندوق ضبط الإيرادات على نسبة أداء 29 % سنة 2012 و هذا دون أي تقدم بالمقارنة مع سنة 2009 و بتقدم نسبته 11 % مقارنة بسنة 2007 و هذا ما يعني أن صندوق ضبط الإيرادات شهد تحسن في الأداء منذ سنة 2007 إلا أن هذا المستوى يبقى بعيدا عن المستوى المتوسط وفق لهذا المؤشر و المقدر به 70% ، و هذا ما يضع الصندوق ضمن فئة الصناديق المقصرة وفقا لهذا المؤشر .

و من اجل معرفة أوجه القصور في أداء صندوق ضبط الإيرادات وفق لهذا المؤشر، ندرس أداء الصندوق وفقا للفئات الأربعة الأساسية والمكونة له و هي الهيكل، الشفافية و المساءلة، السلوك، الحكم كما يلي:

⁻AllieE . Bagnall and Edwin M. Truman ,. Op-Cit, P8—9.

⁻Edwin .M. Truman : **Projet de Meilleures Pratiques pour les Fonds Souverains, Revue d'Economie Financière**, Peterson Institute for International Economics, .2009, p118

الجدول رقم (87): أداء صندوق ضبط الإيرادات وفقا للفئات الأربعة المكونة لمؤشر إدوين ترومان

التنقيط	المكونات		الفئة	التنقيط	المكونات	الفئة
0.5	عن فئات الاستثمارات	الإفصاح		1	تحديد أهداف الصندوق	
0	ير المتبعة في اختيار	المعاي		1	الإطار قانويي	
	الاستثمار					
0	التصنيفات الائتمانية			1	تغير هيكل الصندوق	
1	الأمر الرسمي			0	إستراتيجية الاستثمار	
0.5	الإفصاح عن حجم أصول			1	مصدر تمويل	ھيكل
	الصندوق		المساءلة			الصندوق:
0	اح عن العائد المحقق	الإفص	والشفافية:	0.5	استخدام عائدات	
					الصندوق	
0	ة عن البلدان المستثمر	الإفصاح		0	التكامل مع الموازنة العامة	
	فيها					
0	اح عن الاستثمارات	الإفص		1	منفصلة عن	
	الخاصة				الاحتياطيات الدولية	
_						
0	تكوين العملة			5.5	المجموع	
0	تكوين العملة سنوية،	نشر		1	دور الحكومة	
0		نشر تقاریر:		1 0	دور الحكومة دور الهيئة الحاكمة	
0 0	سنوية، فصلية مراجعات منتظمة	-		1 0 1	دور الحكومة	
0 0 0	سنوية، فصلية	تقارير:		1 0 1 0	دور الحكومة دور الهيئة الحاكمة	حوكمة
0 0	سنوية، فصلية مراجعات منتظمة المراجعات المنشورة عمليات تدقيق	تقارير: وجود		1 0 1	دور الحكومة دور الهيئة الحاكمة دور مسيري الصندوق	حوكمة الصندوق:
0 0 0 0	سنوية، فصلية مراجعات منتظمة المراجعات المنشورة	تقارير: وجود		1 0 1 0	دور الحكومة دور الهيئة الحاكمة دور مسيري الصندوق القرارات المتحذة من المسيرين	_
0 0 0 0 0	سنوية، فصلية مراجعات منتظمة المراجعات المنشورة عمليات تدقيق مستقلة	تقارير: وجود مراجعة:		1 0 1 0	دور الحكومة دور الهيئة الحاكمة دور مسيري الصندوق القرارات المتحدة من المسيرين المعايير الأخلاقية الداخلية وجود توجيهات تحدد مسؤولية	_
0 0 0 0 0 0	سنوية، فصلية مراجعات منتظمة المراجعات المنشورة عمليات تدقيق مستقلة المجموع	تقاریر: وجود مراجعة:		1 0 1 0	دور الحكومة دور الهيئة الحاكمة دور مسيري الصندوق القرارات المتحذة من المسيرين المعايير الأخلاقية الداخلية	_
0 0 0 0 0 0 2 0	سنوية، فصلية مراجعات منتظمة المراجعات المنشورة عمليات تدقيق مستقلة المجموع اسة إدارة المخاطر	تقاریر: وجود مراجعة: سی	بــلەك	1 0 1 0 0	دور الحكومة دور الهيئة الحاكمة دور مسيري الصندوق القرارات المتحدة من المسيرين المعايير الأخلاقية الداخلية وجود توجيهات تحدد مسؤولية الصندوق	_
0 0 0 0 0 0	سنوية، فصلية مراجعات منتظمة المراجعات المنشورة عمليات تدقيق مستقلة المجموع اسة إدارة المخاطر مساسات الرفع المالي	تقاریر: وجود مراجعة: سی	سلوك	1 0 1 0	دور الحكومة دور الهيئة الحاكمة دور مسيري الصندوق القرارات المتحدة من المسيرين المعايير الأخلاقية الداخلية وجود توجيهات تحدد مسؤولية الصندوق وجود توجيهات أخلاقية	_
0 0 0 0 0 0 2 0 0	سنوية، فصلية مراجعات منتظمة المراجعات المنشورة عمليات تدقيق مستقلة مستقلة المجموع مسات الرفع المالي ياسة خاصة المشتقات	تقاریر: وجود مراجعة: استخدا وجود س	سلوك الصناديق:	1 0 1 0 0	دور الحكومة دور الهيئة الحاكمة دور مسيري الصندوق القرارات المتحدة من المسيرين المعايير الأخلاقية الداخلية وجود توجيهات تحدد مسؤولية الصندوق	_
0 0 0 0 0 0 2 0	سنوية، فصلية مراجعات منتظمة المراجعات المنشورة عمليات تدقيق مستقلة المجموع اسة إدارة المخاطر مساسات الرفع المالي	تقاریر: وجود مراجعة: استخدا وجود س		1 0 1 0 0	دور الحكومة دور الهيئة الحاكمة دور مسيري الصندوق القرارات المتحدة من المسيرين المعايير الأخلاقية الداخلية وجود توجيهات تحدد مسؤولية الصندوق وجود توجيهات أخلاقية	_

Source: Source: AllieE . Bagnall and Edwin M. Truman , Op-Cit , p p 19-25.

من الجدول أعلاه نلاحظ ما يلى:

- هيكل الصندوق:

حقق صندوق ضبط الإيرادات وفقا لفئة هيكل الصندوق 5.5 من أصل 8 نقاط ،ما يعني أن عمليات السحب من الصندوق ليست واضحة، وقرارات الإنفاق لا تتقيد بالقواعد ، كما أن الصندوق غير مستقل عن الموازنة العامة للدولة وهذا يعني بالضرورة حدوث تداخل ما بين وظائفه ووظائف الموازنة العامة للدولة الشيء الذي يؤدي إلى حدوث نقص في الفعالية المرجوة من وظائف و مهام الصندوق في ضبط الموازنة العامة خاصة خلال الفترة التي ترتفع فيها أسعار المحروقات، و ارتفاع إيرادات الجباية البترولية بالتبعية، و ليس لديه إستراتجية استثمارية، في المقابل نجد الصندوق واضحا من حيث الهيكل فهو حساب من حسابات الخزينة العمومية، و لديه إطار قانوني و ومصدر أمواله معروفة و تتمثل في فائض القيمة على الجباية البترولية ، و كذلك الصندوق منفصل عن الاحتياطات

- حوكمة الصندوق:

وفقا للفئة الخاصة بحوكمة الصندوق تحصل الصندوق على 2 نقاط من أصل 7 نقاط و هذا يعني أن الصندوق يفتقر لأدني مستويات الحوكمة حيث تنفرد وزارة المالية في تسيير الصندوق و هذا حسب ما نصت عليه المادة 10 من قانون المالية التكميلي لسنة 2000 و بذلك فان وزير المالية " هو الأمر بالصرف الرئيسي لهذا الحساب " 1 ، كما أن انفراد وزارة المالية بحق إدارة وتسيير الصندوق يعني سيطرة الحكومة على الصندوق، مما يؤدي إلى تدني كفاءة استغلال موارده بالنظر لهيمنة الاعتبارات السياسية على حساب الاعتبارات الاقتصادية في تسيير الصندوق.

- المساءلة والشفافية:

تحصل صندوق ضبط الإيرادات وفقا لفئة المساءلة و الشفافية على 2 نقاط من أصل 14 نقطة و هذا ما يعني أن صندوق ضبط الإيرادات من اقل صناديق الثروة السيادية انفتاحاً و شفافية حيث لا يقدم معلومات عن حجمه و لا عن عوائده و لا حتى تعاملاته، و بذلك يعد من الصناديق السيادية الغامضة و السرية .

^{1:} المادة 3: من الرسوم التنفيضي رقم 02-67 المؤرخ في 6 فبراير 2002 و المحدد لكيفيات تسيير حساب التخصيص الخاص رقم 103-302 الذي عنوانه " صندوق ضبط الموارد:

- سلوك الصناديق:

فيما يخص سلوك الاستثمار الخاصة بالصندوق تحصل الصندوق على 0 من 4 نقاط و هذا راجع لكونه صندوق غير نشط ، حيث يتركز مجال عمله أساسا داخل البلد ، و ذلك باعتبار أن الوظيفة الأساسية له تتمثل في امتصاص فوائض الجباية البترولية، و استعمالها لتمويل أي عجز قد يحدث على مستوى الموازنة العامة للدولة نتيجة انهيار أسعار المحروقات ، إضافة إلى امتداد مجال عمله خارج البلد من خلال مساهمته بالتنسيق مع البنك المركزي في سداد وتخفيض المديونية العمومية الخارجية فقط، و على هذا الأساس فان الصندوق ليس له إستراتيجية استثمارية .

3. صندوق ضبط الإيرادات و مبادئ سانتياغو

لم يتم إدراج صندوق ضبط الإيرادات في مؤشر جيو ايكونوميكا الذي يرصد شفافية صناديق الثروة السيادية من خلال النسبة المئوية لامتثالها لمبادئ سانتياغو ، و يرجع عدم إدراجه في المؤشر لكون المؤشر ركز علي عينة من 29 صندوق سيادي أثار نشاطها المخاوف الغربية في حين أن صندوق ضبط الإيرادات ليس له أي نشاط استثماري و منه لم يثر أي مخاوف تستدعي من المؤشر دراسة الصندوق ، كما أن الجزائر ليست عضوا في المنتدى الدولي لصناديق الثروة السيادية و لم توقع على هذه المبادئ .

و لقد قدر إدوين ترومان امتثال صندوق ضبط الإيرادات لمبادئ سانتياغو سنة 2013 بـ 32 % 11 و هذا بدون أي تقدم في النسبة بالمقارنة مع سنة 2011 2 ، ما يعني أن صندوق ضبط الإيرادات يعتبر مقصر في امتثاله لمبادئ سانتياغو و انه لم يقم بأي مجهود من اجل تحسين من شفافيته .

أما عن أداء صندوق ضبط الإيرادات وفقا لكل فئة من مبادئ سانتياغو فيجب الإشارة انه لم يتم تناولها في أي دراسة سابقة ، وعليه اعتمدت على مختلف القوانين المنظمة لعمل صندوق ضبط الإيرادات و كذلك على مقابلات مع مسؤولين من وزارة المالية و على مواد متاحة في موقع وزارة المالية لتقييم مدى امتثال صندوق ضبط الإيرادات بمبادئ سانتياغو.

¹: AllieE . Bagnall and Edwin M. Truman , Op-Cit. P12.

² Edwin M. Truman: **Sovereign Wealth Funds: Is Asia Different?**, Working Paper Series, Peterson Institute for International Economics. june 2011, p 21.

الجدول رقم (88): أداء صندوق ضبط الإيرادات وفقا لمبادئ سانتياغو

التقييم	الملاحظة	المبدأ	
1	حساب التخصيص الخاص	GAPP1: الإطار القانوي	الإطار القانوني
1	الاستقرار	GAPP2 : غرض السياسة	والأهداف والاتساق
1	ينسق مع سلطات المالية	GAPP3 : تنسيق مع سلطات المالية و النقدية المحلية	مع السياسات
	العامة		الاقتصادية الكلية
1	يفصح	GAPP4 : التمويل و السحب	
1	وزارة المالية	9 GAPP 5: إبلاغ عن التقارير	
0	غير محدد	GAPP6 : إطار الحكم	
1	الإشراف	GAPP7 : دور الهيئة الإدارية	الإطار المؤسسي
1	وزارة المالية	GAPP8 : دور الجهاز الحاكم	وهيكل الحوكمة
0	غير مستقل عن لوزارة	GAPP9 : استقلالية الإدارة عن الحكومة	
	المالية		
0	لا يوجد مساءلة	GAPP10 : المساءلة	
1	ضمن التقرير السنوي لوزارة	GAPP11 : التقرير السنوي و الحسابات	
	المالية		
0	لا يخضع للتدقيق	GAPP12 : التدقيق	
0	غير محددة	GAPP13 : المعايير المهنية و الأخلاقية	
0	لا يوجد طرف ثالث	GAPP14 : الأطراف ثالثة لغرض إدارة عمليات الصندوق	
0	لا يفصح	GAPP15 : المتطلبات التنظيم و الإفصاح في البلدان المضيفة	
0	لا يفصح	GAPP16 : استقلالية إدارة العمليات	
0	لا يفصح	GAPP17 : الإفصاح علنا عن المعلومات المالية ذات الصلة	
0	لا يفصح	GAPP18 : سياسة الاستثمار	
0	لا يفصح	GAPP19 : الكشف عن الاعتبارات غير المالية و الاقتصادية	
0	لا يفصح	GAPP20 : معلومات غير مشروعة	إطار الاستثمار
0	لا يفصح	GAPP21 : حقوق الملكية	وإدارة المخاطر
0	لا يفصح	GAPP22 : إدارة المخاطر	
0	لا يفصح	GAPP23 : قياس الأداء	
0	لا وجود لعملية إعادة	GAPP24 : تنفيذ مبادئ سانتياغو	
	المراجعة		

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على:

- مقابلات مع مسئولين في وزارة المالية (أسئلة المقابلة تتوافق مع مبادئ سانتياغو و المذكورة أعلاه)

- الإطار القانوني لصندوق ضبط الإيرادات. - موقع وزارة المالية الالكتروني .

بناءا على الجدول أعلاه تحصل صندوق ضبط الإيرادات على علامة 8 من 24 علامة أي نسبة امتثاله تقدر به 33%، و هذه النتيجة تتوافق إلى حد كبير مع ما جاء في دراسة إدوين ترومان، و تضع هذه النسبة الصندوق في فئة الصناديق المقصرة و هي اقل بكثير من متوسط الامتثال لمبادئ سنتياغو وفقا لمؤشر جيو ايكونوميكا المقدر به 70%.

أما فيما يخص تقيمنا لأداء الصندوق وفقا لكل فئة من فئات مبادئ سانتياغو، فكان كالتالي:

- الإطار القانوني والأهداف والاتساق مع السياسات الاقتصادية الكلية:

لقد تحصل صندوق ضبط الإيرادات على 5 نقاط من 5 أي بنسبة 100% و هذا يعني أن صندوق ضبط الإيرادات ملتزم بشكل تام فيما يخص القسم الأول من مبادئ سانتياغو و تعني هذه النتيجة أن صندوق ضبط الإيرادات ينسق بشكل جيد مع السياسة الاقتصادية الكلية المحلية و منه فهو يؤثر بشكل ايجابي على المالية العامة و الأحوال النقدية وميزان المدفوعات للجزائر.

- الإطار المؤسسى وهيكل الحوكمة:

لقد تحصل الصندوق على 3 نقاط من أصل 11 نقطة أي بنسبة 25% و هذا ما يضع صندوق ضبط الإيرادات ضمن الصناديق المقصرة فيما يخص الإطار المؤسسي وهيكل الحوكمة، حيث لا يوجد لصندوق ضبط الإيرادات هيكل تنظيمي باعتبار أن الصندوق عبارة عن حساب من حسابات الخزينة العمومية، كما لا يقدم تقارير تفصيلية و في حينها حول أصوله و موارده و استخداماته ، و لا يتبع القواعد الإجبارية الخاصة بالإيداع والنفقات، و لا يقوم بتنفيذ عمليات التدقيق المالية، كما أنه لا يخضع للرقابة من السلطة التشريعية .

- إطار الاستثمار وإدارة المخاطر

لقد تحصل صندوق ضبط الإيرادات على 0 من 7 نقاط و هذا أمر طبيعي باعتبار أن الصندوق لا يستثمر أصلا و عمله كما سبق ذكره يقتصر على تمويل عجز الخزينة و تخفيض المديونية العامة.

و في الأحير، إن التطرق لمدي امتثال صندوق ضبط الإيرادات لمختلف معايير الحوكمة والمساءلة و الشفافية الخاصة بصناديق الثروة السيادية، قادتنا للخروج بعدة توجيهات فيما يخص حوكمة الصندوق ، التي من شأنها أن تحسن من أداء صندوق ضبط الإيرادات في المستقبل في ما إذا استطاع تجاوز مرحلة الصدمة النفطية الحالية، نستعرضها فيما يلى :

- الإطار القانوني والأهداف والاتساق مع السياسات، الاقتصادية الكلية،

لتحقيق عملية إصلاح صندوق ضبط الإيرادات، لا بد من إصلاح الإطار القانوني الذي يحكم الصندوق و هذا من خلال الأخذ بعين الاعتبار ما يلى:

- إن الإطار القانوني لصندوق ضبط الإيرادات يتميز بالجمود ، لسببين :

أولا: بالنسبة لموارد الصندوق يشترط هذا القانون ربط الإيداعات في الصندوق بمستوى أسعار النفط من خلال اعتماد سعر مرجعي 37 دولار للبرميل، و هذا ما أدى إلى تعقيد سياسة المالية العامة، فموارد الصندوق فعلا هي فائض القيمة على الجباية البترولية لكل سنة و لكن الإشكال هنا يكمن في حدوى تمويل الصندوق بهذه الفوائض سنويا ثم استخدامها في نفس السنة في تمويل عجز الخزينة، هذا الوضع خلق نوعا من التعقيد في عمل الصندوق، وعليه و من اجل فك هذا التعقيد ينبغي أن تعتمد عملية تمويله على فوائض المالية العامة الفعلية المحددة في إطار سياسة المالية العامة، وفي هذا الصدد يمكن أن يدعم الصندوق تنفيذ سياسة مالية عامة سليمة مضادة للاتجاهات الدورية، مع تعزيز شفافيتها ومصداقيتها.

ثانيا: بالنسبة لاستخدامات الصندوق لا يضع هذا القانون أي قيود على الإنفاق من الصندوق، و هذا هو الأمر الذي أتاح للحكومات إنفاق الإيرادات التي كان من المفترض أن يدخرها الصندوق و هذا ما شاهدناه طوال فترة عمل الصندوق و بالأخص في السنوات الثلاث الأحير، و بذلك ينبغي للقانون الذي ينظم عمليات الإنفاق من الصندوق أن يحدد بوضوح الهدف من الإنفاق ويحث على إجراء الفحص البرلماني الدقيق.

ثالثا: فيما يخص تكامل الصندوق مع السياسات الاقتصادية الكلية ، فنجد أن صندوق ضبط الإيرادات مندمج بشكل كامل في إطار السياسات و هذا ما أثبتته مختلف المؤشرات السابقة الذكر "غير أنه ينبغي ألا يكون بديلا لسياسة المالية العامة، و ينبغي ألا تكون القواعد المنظمة للتدفقات الداخلة إلى صندوق ضبط الإيرادات والخارجة منه بديلا للقواعد المالية السليمة. أومن ثم فإنه يجب إن يكون دور صندوق ضبط الإيرادات دور تكميلي وهو إحدى أدوات سياسة المالية العامة.

رابعا: من حيث الهدف يجب اعتماد هدف الادخار كهدف أساسي بجانب الاستقرار ، إذ تحتاج الجزائر إلى معالجة التأثير الناجم عن التقلب وعدم اليقين اللذين يشوبان الإيرادات النفطية على

^{1:} صندوق النقد الدولي والبنك الدولي: مرجع سابق ، ص 20.

المتغيرات الاقتصادية الكلية . ويمكن للجزائر في الوقت نفسه أن تستفيد من رصد مخصصات تحسبا لنضوب موارد النفط في المستقبل .

-الإطار المؤسسي وهيكل الحوكمة:

بالتوازي مع إصلاح الإطار القانوني لصندوق ضبط الإيرادات ، لا بد من إصلاحات الإطار المؤسسي للصندوق ، حيث ان تعريف صندوق المؤسسي للصندوق ، و هذا الإصلاح كفيل بتحسين حوكمة الصندوق ، حيث ان تعريف صندوق ضبط الإيرادات كحساب بدلا من إعطائه الشخصية المؤسسية حال دون تعريفه أولا كصندوق للثروة السيادية في الجزائر ، و ثانيا خضوعه للرقابة من قبل البرلمان باعتبار انه حساب من الحسابات الخاصة بالخزينة تتم خارج الموازنة العامة، و عليه فوضع هيكل للصندوق كفيل بتحسين الرقابة والإشراف من قبل السلطة التشريعة ، وسيسهم ذلك بالطبع في التحسين من شفافية الصندوق من خلال نشره للتقارير المفصلة حول عمله في موقع الكتروني خاص به.

- إطار الاستثمار وإدارة المخاطر.

إن صندوق ضبط الايرادات بدوره الحالي و المقتصر على الاستقرار قد أدى إلى حرمان الصندوق من فرصة الأزمة المالية و الاستثمار في الخارج و منه مضاعفة حجمه، كما قد يؤدي إلى استنزاف كل مدخراته لذلك يجب على الصندوق أن يوسع من مجال عمله ليشمل الاستثمار من الحل زيادة العوائد على قدر كبير أو متزايد من الأصول المالية من خلال التعرض إلى قدر معقول من المخاطر .ويمكن أن تسهم زيادة العوائد في إيجاد حيز مالي إضافي لتمويل النفقات الحالية والمستقبلية، على أن يكون هذا الاستثمار يتصف بما يلي :

أولا: ينبغي عدم استخدام صندوق ضبط الإيرادات مباشرة في تمويل أهداف التنمية المحلية و التي قد تتضمن هذه الأهداف تمويل الإنفاق على البنية التحتية والاستثمار في الأسواق المالية المحلية، و هذا لأسباب التالية : 1

- تبين الخبرات الدولية أن الإنفاق المباشر من صندوق الثروة السيادية ينشأ عنه عدد من المشكلات الخطيرة، أهمها أنه يضعف شفافية عملية الميزانية. فقد ينتج عنه ازدواجية أنشطة الميزانية، ويؤدي إلى تجزؤ سياسة المالية العامة، وينشأ عنه لبس في فهم مسؤوليات المؤسسات، ويؤدي إلى ضعف نظم تنسيق السياسات.

^{1 :} صندوق النقد الدولي والبنك الدولي : ص 22

- تنشأ مشكلات مماثلة إذا ما قدم الصندوق دعما محليا للمعاملات من خلال الضمانات والقروض والمشاركة في أسهم رأس المال: فهذه العمليات تمثل (أو يمكن أن تصبح) أنشطة شبه مالية مسترة ينبغي إدراجها بوضوح في الميزانية.
- قد تتناقض الاستثمارات المالية في الأسواق المحلية مع هدف الاستقرار المالي الكلي الذي يعمل صندوق الثروة السيادية على تحقيقه من خلال ضخ وسحب موارد نقدية غير مستقرة مما يؤثر على الاقتصاد والمؤسسات المالية المحلية.
- لكل هذه الأسباب، ينبغي أن يقتصر عمل صندوق ضبط الإيرادات محليا على تمويل أنشطة الميزانية بدلا من تنميتها أو استبدالها.

ثانيا: و بناءا على ما سبق يتطلب تحقيق هدف الاستقرار استثمار الأصول المالية لصندوق ضبط الإيرادات في الخارج فقط، لاسيما وأنه ينطوي على مصادر إيرادات تنشأ من الخارج .ويسهم ذلك في عزل الاقتصاد عن مصادر الإيرادات المتقلبة وعزل جهات الوساطة المالية المحلية عن التدفقات الداخلة إلى الصندوق والخارجة منه

خلاصة الفصل:

لقد نجحت الجزائر إلى حدّ معين، مقارنة بتجارب الطفرات السابقة في أسعار النفط من ناحية إنشاء صندوق ضبط الإيرادات، وان كان من الممكن أن تكون القيمة المالية لهذا الصندوق أكبر ممّ الهي عليه الآن، ولاسيما إذا أخذنا في الحسبان المداخيل الضخمة التي حقّقتها أثناء ارتفاع أسعار النفط خلال فترة سابقة.

غير أن هذا الصندوق تشوبه بعض النقائص ،حيث تشير الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 وهبوط أسعار النفط حاليا بأنه لا يمكن لصندوق ضبط الإيرادات الاعتماد على أسعار نفط مرتفعة باستمرار لتمويله لذلك ستبقى مسألة تطويره ليصبح قادرا على تمويل ذاته هي التحدي الأبرز الذي يواجهه حاليا، وهذا يحتاج إلى التزام الصندوق بالقيام ببعض الإصلاحات على مستوي الهيكل و الشفافية و المسائلة .

: यहां डें।

إن استمرار صناديق الثروة السيادية لأكثر من 60 سنة دليل على نجاحها في التكيف مع مختلف التحديات المتلاحقة التي فرضتها البيئة الداخلية و الخارجية و هذا بفضل التدفق المالي الهائل الناجم عن ارتفاع أسعار الموارد الطبيعية و كذا إستراتجيتها الاستثمارية التي تزداد تطورا مع مرور الوقت، حيث أصبحت الصناديق السيادية أكثر نشاطاً كمستثمرين استراتيجيين عبر محاولة تنويع اقتصادياتها الوطنية بعيدا عن النفط والغاز الطبيعي بوصفها مصدرين رئيسين للدخل، كما أظهر الدور الذي لعبته بعض صناديق الثروة السيادية في تحقيق الاستقرار خلال الأزمة المالية العالمية عبر توفير السيولة للمؤسسات المالية الغربية في الأيام الأولى للأزمة و لإقتصادات بلدانها في وقت لاحق أهميتها العالمية كحواجز دفاعية مالية ، فأخذت الصناديق في الظهور كجهات كبيرة فاعلة جيوسياسية، ما يشير إلى تحول في الميزان العالمي للقوة المالية وما يرتبط بما من قوة سياسية.

و بسبب مساهمة هذه الصناديق أثناء الأزمة شهدت الأعوام الماضية هدوء النقاش حول الدور المستقبلي لصناديق الثروة السيادية في النظام المالي العالمي و مكانتها المتنامية و مستوى شفافيتها .

و الآن يشكل التحدي الأهم هو الصدمة النفطية التي بدأت في النصف الثاني من سنة 2014 ، و تشير الأرقام أن اغلب صناديق الثروة السيادية قد استجابت للتغيرات و عدلت من إستراتجيتها الاستثمارية بما يسمح لها بالاستمرار و تجاوز فترة الصدمة .

√ الإجابة عن الإشكالية:

وقد حاولنا في دراستنا الإجابة على الإشكالية التي تدور حول كيفية مواجهة صناديق الثروة السيادية لمختلف التحديات التي تفرضها التحولات الاقتصادية الدولية، و من خلال ما تم تناوله في الدراسة و كاختبار لصحة الفرضيات كانت كالأتي:

فلقد اثبت الدراسة صحة الفرضية الأولى فمع مرور الزمن استطاعت صناديق الثروة السيادية من تعزيز من مركزها بوصفها جهات فاعلة وهامة في الأسواق المالية العالمية بالرغم من التحديات التي واجهتها ، حيث تشرف صناديق الثروة السيادية على قوة مالية كبيرة ففي نهاية شهر سبتمبر من العام 2016 بلغت قيمة أصول صناديق الثروة السيادية حسب معهد الصناديق السيادية حوالي 7,393 تريليون دولار، و إضافة إلى ذلك و نتيجة للازمة المالية أصبحت هذه الصناديق تستثمر الآن دون أي ضغوط سياسية .

و من خلال ما جاء في الفصل الثاني للإجابة على السؤالين الفرعيين الثاني و الثالث و اختباراً لصحة الفرضية الثانية توصلنا إلى :

صحة الفرضية الثانية فلقد استطاعت صناديق الثروة السيادية التكيف مع الأزمات المالية و السياسية و أخيرا الصدمة النفطية من خلال استكشاف فرص الاستثمار خارج أنساق الاستثمارات التقليدية و أنماطها، و إلى توزيع المخاطر على فئات أصول مختلفة، وقطاعات صناعية، ومناطق جغرافية متباينة ، و إن هذه القدرة المستمرة للصناديق السيادية بوصفها فئة من فئات المستثمرين إضافة إلى استراتيجيات الاستثمار الخاصة بها التي تزداد تنوعاً مكنتها من التكيف مع مختلف الضغوط اقتصادية كانت أو سياسية .

و من خلال ما جاء في الفصل الثالث للإجابة على السؤال الفرعي الثالث واختباراً لصحة الفرضية الثالثة توصلنا إلى :

من خلال الدراسة أثبتنا صحة الفرضية الثالثة حيث ساهم اعتماد مبادئ طوعية " مبادئ سانتياغو" في التخفيف من حدة المحاوف، إلا أن الفضل الأكبر في هدوء النقاش يرجع إلى الأزمة المالية و ما تلاها من تحولات حيث أثبتت هذه الأخيرة فوائد هذه الصناديق على المستوى العالمي، فبالرغم من محدودية مستوى امتثال صناديق الثروة السيادية و العربية على وجه الخصوص لمبادئ سانتياغو، إلا أنها تقوم حاليا بعدت نشاطات استثمارية دون أي ضغوط سياسية و مع ذلك يمكن أن تكون عرضة إلى عودة ظهور التعقيدات السياسية في أي وقت .

من خلال ما جاء في الفصل الرابع للإجابة على السؤال الفرعي الرابع و اختبارا لصحة الفرضية الرابعة توصلنا إلى:

فيما يخص الفرضية الرابعة فقد بينت لنا مختلف المؤشرات المستعملة أن الجزائر قد استفادت إلى حد كبير من إنشاء صندوق ضبط الإيرادات، وهذا في حدود الأهداف المحددة للصندوق والتي تتمثل في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة الناتج عن ارتفاع الإنفاق الحكومي أو انخفاض حصيلة الإيرادات العامة عن المستوى المقدر ضمن قانون المالية بسب انخفاض أسعار النفط إلى أقل من 37 دولار أمريكي للبرميل، بالإضافة إلى تخفيض حجم المديونية العمومية الداخلية والخارجية. ولكن في المقابل وما أن نقارن أدائه مع باقي صناديق الثروة السيادية العالمية فإننا نجد أن صندوق ضبط الإيرادات يعاني من عدت نقائص لم تمكنه من التكيف مع مختلف التغيرات.

✓ النتائج العامة للدراسة:

وعليه وبناء على الأهداف المتوخاة من هذه الدراسة ومحاولة للإجابة عن الإشكالية توصلنا إلى النتائج التالية:

- ﴿ يمكن إيجاز أهم الاستنتاجات التي توصلنا إليها فيما يخص استثمارات الدول النفطية في السبعينات و الثمانينات في النقاط التالية:
- برزت حلال فترة السبعينات و الثمانينات مشكل محدودية الطاقة الاستيعابية بالنسبة للدول النفطية و هذا بعد الزيادة الكبيرة في الفوائض النفطية جراء الطفرتين الأولى و الثانية ، و لقد أدى ذلك إلى توجيه جزء كبير من هذه الفوائض للاستثمار في الخارج و التي اتخذت في اغلب الدول شكل غير منظم (دون إطار مؤسسي واضح).
- التوزيع الجغرافي و الكمي لاستثمارات الدول النفطية خلال السبعينات و الثمانينات يظهر تركز هذا التوزيع في الدول الغربية و في مقدمتها الولايات المتحدة الأمريكية، و التي اتخذت اغلبها شكل ودائع مصرفية مما ساعد على توفير سيولة نقدية للبنوك التجارية الغربية، و سندات حكومية و هذا ما ساهم في تخفيف الدين العام و المساهمة فيه، و حصص في شركات غربية و إن كانت هذه الاستثمارات محدودة بسبب القيود المفروضة من قبل الدول الغربية إلا أنها ساهمت في توفير السيولة النقدية و رأس المال لبعض الشركات و المؤسسات المتعثرة آنذاك .
- بالرغم من الايجابيات المذكورة أنفاً إلا أن استثمارات الدول النفطية و بسبب توزيعها الجغرافي و الكمي و النوعي عانت من عدت مخاطر أدت إلى انخفاض قيمتها الحقيقية و تدني معدلات عوائد الاستثمارات و خسارة جزء كبير منها بسبب سوء التسيير أو المصادرة .
- و للأسباب السابقة الذكر أدى بالكثير من الدول النفطية إلى اعتماد آليات أكثر تنظيما خلال الطفرة النفطية الثالثة من اجل إدارة العوائد المالية والمتمثلة في إنشاء صناديق ثروة سيادية .
- ﴿ فيما يخص أهم النتائج التي توصلت إليها من خلال دراسة للتطور المفاهيمي لصناديق الثروة السيادية :
- يختلف مفهوم صناديق الثروة السيادية عن مفهوم البترودلار بسبب كون الصناديق اعتمدت كذلك من قبل دول غير نفطية و على وجه الخصوص الأسيوية .

- مفهوم صناديق الثروة السيادية و بالرغم من حداثة استخدامه (سنة 2005) إلا أن إنشاء أول صندوق كان سنة 1953 و هو الهيئة العامة للاستثمار الكويتية ، و في البداية أنشئت الصناديق من قبل الدول النفطية من اجل تحييد أثار التذبذبات و اللايقين بالنسبة إلى الإيرادات النفطية، ثم اعتمدت من قبل الكثير من الدول الأسيوية غير النفطية التي توافرت لديها فوائض مالية .

- صناديق الثروة السيادية بمفهومها الشامل هي صناديق أو ترتيبات للاستثمار ذات غرض خاص تملكها الحكومات بحيث لا يوجد فرق بين الصناديق العائدة إلى الدول النفطية الناتجة من إنتاج و تصدير الموارد الناضبة أو تلك العائدة لدول غير نفطية و التي حققت فوائض في ميزانها الجاري بسبب الزيادة في صادراتها و تراكم احتياطيات صرف أجنبي لديها كالصين و سنغافورة ، كما لا يستثني الصناديق التي ليس لها وجود مؤسسي للصندوق لذلك يتم إدراج الاحتياطات الحكومية التي تديرها مؤسسة النقد العربي السعودي ضمن صناديق الثروة السيادية على الرغم من عدم وجود إطار مؤسسي مستقل للاستثمار.

- يمكن تصنيف صناديق الثروة السيادية وفقا لعدة معايير، و من أقدم المعايير المستخدمة هي تصنيفها وفقاً للمصدر الى صناديق سلعية و صناديق غير سلعية ، و كذلك تصنيفها وفقاً لأهدافها الرئيسة إلى صناديق الاستقرار و صناديق الادخار للأجيال القادمة و شركات استثمار الاحتياطات و صناديق التنمية و صناديق احتياطيات طوارئ التقاعد ، و إضافة لهذين التصنيفين التقليديين قام الكثير من الباحثين بتقديم اقتراحات حول تقسيمات أكثر حداثة و وفقاً لمعايير مختلفة، كما قمت باقتراح تصنيف لهذه الصناديق بالاعتماد على معيارين و هما حجم سوق الدولة المنشئة للصندوق و حجم الصندوق نفسه إلى صناديق الثروة السيادية الكبيرة و التابعة للدول الصغيرة و صناديق الثروة السيادية التابعة للدول الكبيرة .

🕨 فيما يخص دور صناديق الثروة السيادية:

- تستفيد الدول المالكة لصناديق الثروة السيادية بحيث تمكنها من تحقيق استقرار العوائد و الإيرادات الحكومية و ادخار الثروات للأجيال القادمة و تنويع الاقتصادي و التنمية و إدارة الأصول مالية و تنمية الاحتياطات للدولة ، و في المقابل فهي أيضا لديها سلبيات و إن كانت ايجابياتها تفوق سلبياتها و التي يمكن حصرها في خسارة الهوية الثقافية و الجذب غير المرغوب فيه من الحكومات

الأجنبية و التعرض لتقلبات الاقتصاد العالمي و أخيرا استثارة الحكومات الأجنبية و الجهات المنظمة و تحريضها على اتخاذ إجراءات حمائية مقيدة .

- كما تستفيد الدول المضيفة لاستثمارات صناديق الثروة السيادية (خاصة الولايات المتحدة الأمريكية و دول الاتحاد الأوروبي) من خلال ما توفره هذه الأخيرة من تنويع المحفظة و المشاركة في المخاطر الدولية و توفير سيولة للأسواق العالمية، و الاستفادة من كون استثمارات الصناديق تتمتع بقدر كبير من الاستقرار حيث تقوم باستثمارات طويلة الأجل، كما تساعد هذه الاستثمارات على تشجيع النمو و الازدهار و التنمية الاقتصادية في الدول المتلقية، كما تعد أموال الصناديق عاملا مساعدا في معالجة الإختلالات المالية على الصعيد العالمي، و تعد كذلك عاملاً مهماً في زيادة تكامل الاقتصاد العالمي، وفي المقابل يوجد أيضا عيوب لهذه الصناديق و يمكن حصرها في إثارة سلوك التجميع و غياب الشفافية و التقلبات قصيرة الأجل و الأهداف غير الاقتصادية و الحماية المالية، مع الإشارة أن ايجابيات الصناديق السيادية على المستوى العالمي تفوق سلبياتها و بدليل استمرارها إلى اليوم .

🖊 أما فيما يخص واقع صناديق الثروة السيادية :

- أصبح من السهل حاليا الحصول على تقديرات لصناديق الثروة السيادية بالمقارنة مع سنة 2007، و هذا بفضل الجهود المبذولة من قبل مراكز أبحاث متخصصة في الصناديق السيادية و الموجودة في الدول الغربية، و يعد أهم هذه المراكز معهد صناديق الثروة السيادية الذي يعطي تقارير دورية حول حجم هذه الصناديق .

- قدر معهد صناديق الثروة السيادية حجم الصناديق السيادية بـ 7.157 تريليون دولار مع نحاية 2015 بزيادة نسبتها 119,6 % مقارنتا بسنة 2007، ووفقا لنفس المصدر يوجد حاليا 79 صندوقا سياديا في العالم و منها 36 صندوقا تزامن تأسيسهم مع ارتفاع أسعار النفط خلال الطفرة الثالثة و هذا يؤكد دور الطفرات النفطية في نشأة صناديق الثروة السيادية، و تستحوذ منطقة الشرق الأوسط و شمال إفريقيا على 19 صندوق و تدير ما نسبته 40.24 % من مجموع أصول صناديق الثروة السيادية في العالم، أما الدول الأسيوية فتملك 18 صندوق و تدير ما نسبته 39.74 % من صناديق الثروة السيادية بـ 21 الصناديق أما فيما يخص أمريكا فهي تحوز على العدد الأكبر من صناديق الثروة السيادية بـ 21 صندوق و تدير ما نسبته 2.8 % .

- تنتمي صناديق الثروة السيادية إلى 52 دولة حول العالم بحيث تدير 10 دول فقط 37 صندوق سيادي من أصل 79 صندوق و ما نسبته 67.74 % من إجمالي صناديق الثروة لسيادية العالمية .
- لقد عمدت بعض الدول لإنشاء أكثر من صندوق سيادي و هذا من اجل تقليل المخاطر، كما يعطي فرصاً أكبر لتعظيم الفوائد على الثروات المستثمرة كما أنها تعد محركاً استراتيجياً نحو التأثير القوي عالمياً عبر التكتلات المالية العالمية.
- يتم تمويل صناديق الثروة السيادية عادة من فوائض ميزان المدفوعات أو من عمليات النقد الأجنبي، أو من عائدات الخصخصة، أو من المدفوعات التحويلية الحكومية، أو من الفوائض المالية أو من إيرادات تصدير السلع ، حيث هذه الأحيرة تمول 56.69 % من إجمالي صناديق الثروة السيادية .
- تركز صناديق الثروة السيادية على الاستثمار في القطاع المالي يليها القطاع العقاري و من ثمة الطاقة و إن كان هذا التوزيع يختلف من صندوق لأخر اعتماداً على إستراتجية الاستثمار الخاصة بكل صندوق، و تمثل السوق الأمريكية و من ثم الأوروبية الوجهات المفضلة لاستثمارات الصناديق السيادية لما توفره هذه الأحيرة من فرص للاستثمار، أما فيما يخص أهم الأصول التي تستثمر فيها الصناديق فنجد أنها تتنوع في محافظها الاستثمارية ما بين أسهم و أدوات الدخل الثابت و السيولة بشكل يسمح لها بالتكيف مع مختلف التغيرات الاقتصادية .

◄ من خلال دراسة نماذج من صناديق الثروة السيادية العالمية، استخلصت العبر الآتية:

- تتميز صناديق الشروة السيادية التابعة للدول العربية بكونها من أقدم التجارب العالمية ، و إن استمرار نشاط هذه الصناديق لمدة زمنية طويلة دليل على نجاح هذه التجارب في التكيف مع مختلف التغيرات التي شهدها الاقتصاد العالمي حيث ساهم عامل الزمن في نضوج التجربة الخليجية وتراكم خبرات متنوعة استغلتها هذه الصناديق في إدارة استثماراتها.
- يلعب جهاز قطر للاستثمار الدور الرئيسي في مجال السياسة الاقتصادية التوسعية التي انتهجتها قطر خلال العقد الماضي، فهو يعد من أنشط الصناديق من حيث عدد الصفقات التي قام بما منذ نشأته إلى الآن و هذا ما مكنه من تنويع محفظته الاستثمارية من حيث نوع الأصول و من حيث القطاعات و كذلك من حيث التوزيع الجغرافي .

- تستثمر اغلب صناديق الثروة السيادية العربية في الخارج حيث تركز على السوق الأمريكي بالدرجة الأولى و السوق الأوروبي، و هذا من خلال مديري أصول حارجيين واغلبها تستخدم مديريين من الخارج لتوفيق العوائد و لضمان توزيع الأصول الإستراتيجية في المناطق المحدودة الطاقة.
- يمكن للصناديق السيادية أن تكون شفافة كما تحقق في الوقت عينهائدات جي ّدة من الاستثمارات، كما هو الحال في النرويج حيث يعدالنموذج النرويجي مثالياً من حيث تطبيقه لمبادئ الشفافية والإدارة الرشيدة والقواعدالمحاسبية المتفق عليها دولياً وفقاً لتقارير مالية فصلية منتظمة.
- من الممكن جمع الشركات الحكومية التي تغطي قطاعات اقتصادية مختلفة تحت مظلة شركة قابضة تعمل بأسس تجارية وذلك لتحقيق وفرات اقتصادية، وقد نجح تيماسيك القابضة في هذه المهمة مما أدى إلى زيادة الإنتاجية الاقتصادية لسنغافورة.
- تمثل التجربة الصينية من خلال شركة الاستثمار الصينية تجربة فتية بالمقارنة مع التجارب السابقة الذكر، و تعد هذه الشركة مع إستراتجية استثمار ذات عوائد جد مرتفعة تراجعا عن نمط الاستثمار الصينى المحافظ والتقليدي للبنك المركزي، ويمهد لنمط استثمار جديد مسؤول واستباقى.
- اغلب صناديق الثروة السيادية تتكون من كيانات فرعية توكل لكل فرع مهمة محددة ، كأن يغطي احد الفروع الاستثمار على المستوى المحلي و أخر الاستثمار الخارجي كما هو الحال بالنسبة لهيئة الاستثمار الصينية و التي تستثمر من خلال شركة هويجين المركزية على المستوى المحلي في حين تمتم شركة الصين للاستثمار الدولي بالاستثمار في الخارج، أو كأن تتخصص الفروع في تأدية دور معين كما هو الحال بالنسبة لهيئة الاستثمار الكويتية التي توكل لصندوق الأجيال القادمة مهمة تحويل الأصول غير المتحددة إلى حافظة أصول أكثر تنوعا، في حين توكل لصندوق الاحتياطي العام مهمة تحقيق الاستقرار لدولة.
- ﴿ نمى حجم صناديق الثروة السيادية بصورة كبيرة في العقدين الماضيين رغم العديد من التحديات التي فرضتها البيئة الاقتصادية و التي أثرت بدورها على مصادر تمويل الصندوق و على توجهات الاستثمار ، و يمكن حصر اثر هذه التحديات فيما يلى :
 - *بالنسبة لتحدي الأزمات، فيمكننا الخروج بمجموعة من النتائج:
- استثمرت صناديق الثروة السيادية خلال الأزمة ما قيمته 134.5 مليار دولار و القسم الأكبر من هذا المبلغ تم استثماره في الربع الأول من سنة 2008 (67.8 مليار دولار) ليتناقص بعد ذلك

حجم الاستثمارات بسبب تفاقم الأزمة و توقف الكثير من الصناديق السيادية على الاستثمار في السوق العالمية و كذلك لنفاذ الفرص.

- لعبت صناديق الثروة السيادية وراً ايجابياً رحبت به الدول الغربية عند تعرضها للأزمة المالية والاقتصادية الأخيرة، فهي زودت مصارف عملاقة ومشاريع صناعية كبرى بما تحتاج من رأس مال، أضف إلى هذا أنها لا تطالب ولا حتى بمقعد واحد في مجالس إدارات الشركات رغم استثماراتها الكبيرة فيها.

- ركزت الصناديق على الاستثمار في القطاع المالي حيث بلغت قيمة الصفقات التي قامت بها ما يقارب 97.7 مليار دولار ، و القطاع الثاني من حيث حجم الاستثمارات نجد القطاع العقاري باستثمارات بقيمة 10.3 مليار دولار ، يليها القطاع الصناعي 10.1 مليار دولار.

- أثرت الأزمة المالية بحدة على صناديق الثروة السيادية و بالأخص التابعة لدول مجلس التعاون و التي تناقصت أصولها من 1 تريليون دولار نهاية 2007 إلى 700 مليار دولار مع نهاية 2008 و استمرت الصناديق الخليجية في تحقيق اكبر التراجعات في السنة الثانية من الأزمة بسبب تركيزها على الاستثمار في السوق الأمريكية أو في منطقة اليورو، حيث نجد جهاز أبوظبي للاستثمار يأتي في المرتبة الأولى من حيث قيمة التراجع به 248 مليار دولار .

- اغلب الخسائر التي تكبدتها صناديق الثروة السيادية هي في الحقيقة انخفاض في قيمة أصول الصندوق أي أنها مجرد خسائر دفترية ، و لم تتحول إلى خسائر حقيقية بسبب تريث اغلب الصناديق لفترة ما بعد الأزمة من اجل بيع هذه الأصول ، و من أمثلتها تحقيق الهيئة العامة للاستثمار الكويتية ربحاً قدره 1.1 مليار دولار من عملية بيع لأسهمها في سيتي غروب مع نهاية 2009 .

- بعد نهاية الأزمة المالية العالمية عاد النشاط من جديد لصناديق الثروة السيادية و نما حجمها ليصل في بداية سنة 2010 ما يقارب 3.839 تريليون دولار أمريكي بزيادة قدرها 87.8 مليار دولار مقارة ببداية سنة 2009 ، و بدأت في الاستثمار من جديد في الأسواق العالمية حيث بلغ عدد الصفقات التي قامت بحا في سنة 2010 حوالي 172 صفقة بقيمة 53 مليار دولار و هذا ما يثبت نجاح صناديق الثروة السيادية في التكيف مع الأزمات المالية.

- أصبحت صناديق الثروة السيادية بعد الأزمة المالية تستثمر بحذر أكبر وتركز انتباهها على الاستثمارات التي تساهم في تطوير إقتصاداتها الوطنية وتنويعها، و بالمقابل أصبحت الصناديق السيادية اقل اهتماماً بالاستثمار في الأسواق الغربية ، و أصبحت تضخ المزيد من أموالها في أسواقها المحلية.
- ساهمت الأزمة المالية و ما تلاها من تحولات في التخفيف من حدة المخاوف الغربية بسبب مساهمة صناديق الثروة السيادية في التخفيف من أثار الأزمة في الدول الغربية .

*بالنسبة للتحديات الجيوسياسية:

- تعتبر صناديق الثروة السيادية مهمة في الظروف الاستثنائية ، و هذا ما لمسناه من خلال تجربة الكويت بعد الكويت خلال حرب الخليج و ما لعبه صندوقها السيادي من دور في إعادة إعمار الكويت بعد التحرير .
- لقد احدث الربيع العربي تغيير في وجهة استثمار صناديق الثروة السيادية لدول مجلس التعاون، حيث زادت هذه الأخيرة استثماراتها في المنطقة لتبلغ 56% سنة 2012 مقابل 33 % سنة 2011 و هذا على حساب المناطق الأخرى، أما عن شكل استثمارات صناديق الثروة السيادية لدول مجلس التعاون في المنطقة فشهدت "الاستثمار في السندات المجلية ارتفاع من 6 %من قيمة أصول صناديق الثروات السيادية القابلة للاستثمار سنة 2011 إلى 14 % سنة 2012، كما إستحوذت العقارات والبنى التحتية على حصة كبيرة من الأصول القابلة للاستثمار لتلك الصناديق، وبنسبة 13% و 14% على التوالى سنة 2012
- أثرت أحداث 11 سبتمبر 2001 على صناديق الثروة السيادية حيث أضحت قضايا الإفصاح المالي أمراً مهما للاستثمارات السيادية ، و بعد 15 سنة على الحادث تم صياغة قانون "العدالة ضدّ رعاة الإرهاب" (جاستا) لتجد الصناديق السيادية السعودية نفسها مهددة بخطر التحميد .

*بالنسبة لتحديات انخفاض أسعار البترول:

- تأثرت صناديق الثروة السيادية جراء الصدمة النفطية الحالية ، حيث سجلت 45% من هذه الصناديق زيادة في الأصول على مدى الاثني عشر شهرا حتى نهاية مارس، في حين سجل 36% منها تراجعا واستقرت أصول 19% مقارنة مع مارس 2015.

- أحدثت الصدمة الحالية لأسعار النفط تغيرات على مستوى إستراتجية الاستثمار لصناديق الثروة السيادية بحيث أصبحت تركز على الصفقات الصغيرة و متوسطة الحجم ، و يضاف إلى ذلك اعتماد هذه الصناديق على الاستثمارات المشتركة من اجل تشاك المخاطر وزيادة الفرص الاستثمارية، و أضحت أكثر تحفظا بحيث أصبحت تركز على الاستثمارات الآمنة .
- قامت صناديق الثروة السيادية و بالأخص الممولة بالنفط و الغاز بعدة عمليات تصفية معظمها في قطاعات المالية والعقارات من اجل تمويل عجز ميزانياتها .
 - * بالنسبة لتحديات الحوكمة ، فيمكننا الخروج بمجموعة من النتائج:
- ثمة أوجه تشابه بين الطفرتين النفطيتين في السبعينات و الطفرة النفطية الثالثة ، ففي كلتا الحالتين أثار الارتفاع المفاجئ للفوائض النفطية المحاوف في الوقت نفسه الذي استعين بهذه الأموال من اجل إنقاذ النظام العالمي .
- تاريخيا أول صندوق تعرض لمخاطر حمائية هو هيئة استثمار الكويتية و هذا في الثمانينات بعد شرائها لحصة تقدر به 21.6 % من شركة BP الانجليزية و من ثم تجددت المخاوف مع محاولة شراء موانئ دبي لستة موانئ أمريكية من شركة O&P البريطانية .
- كان الاهتمام بهذه الصناديق يتعاظم في أوساط الأكاديميين بالتوازي مع تصاعد حجم أصول هذه الصناديق و تدفقاتها المالية في البنوك الأميركية و بنوك أوروبا الغربية و سرعان ما انتقل هذا النقاش إلى عالم السياسة ، فكان على الحكومات في الدول الغربية أن تحدد سياسات الاستجابة للتحديات التي كان يفترض أن يمثلها صعود صناديق الثروة السيادية.
- تعتبر أهم مبادرة من اجل تهدئة المخاوف الغربية هي تبني مبادئ سانتياغو و التي تتيح فهما أفضل لأهداف صناديق الثروة السيادية و للهياكل التي تقوم عليها و ترتيباتها المتعلقة بالحوكمة في كل من البلدان المتلقية لاستثماراتها، و التي تؤدي إلى تحسين الفهم السائد لصناديق الثروة السيادية باعتبارها كيانات ذات توجه اقتصادي و مالي و تساعد في الحفاظ على مناخ استثماري منفتح و مستقر.
- كان امتثال صناديق لمختلف معايير الشفافية المعتمدة في العالم متفاوتة إلى حد بعيد، فبعض الصناديق كانت قريبة من المستوى المتوسط في حين أن مجموعة كبيرة منها كانت بعيدة عن هذا المستوى .

- قد أعطت المبادئ للعديد من صناديق الثروة السيادية حافزاً لمزيد من الانخراط مع بقية العالم بشكل استباقي والإفصاح عن مبررات وجودها، فضلاً عن الجوانب المختلفة لفلسفاتها الاستثمارية و هذا ما لمسناه في تقدم مستوى الامتثال للعديد من الصناديق السيادية فأصدر بعضها تقارير حول إجرائه عمليات تقييم ذاتي لضمان التزامه بمبادئ سانتياغو، كما نشر العديد منها تقاريره السنوية بداية من 2009.
- يمكن تصنيف صناديق الثروة السيادية وفقا لامتثالها لمعايير الشفافية و المساءلة إلى أربع فئات و هي : صناديق ثروة سيادية ممتثلة على نطاق واسع ، صناديق ثروة سيادية ممتثلة جزئيا ، صناديق ثروة سيادية غير ممتثلة .
- تتحدد درجة امتثال الصندوق السيادي لمبادئ سانتياغو وفقا لمجموعة من العوامل و منها أداء المؤسسات السياسية المحلية ، مستوى النمو الاقتصادي ، فاعلية الحوكمة و الحكم ، حيث توجد علاقة بين هذه المحددات و درجة الامتثال لمبادئ سانتياغو.
 - في المقابل لا يوجد علاقة بين حجم الصندوق و درجة التزام الصندوق بمبادئ سانتياغو.
- ليس بالضرورة أن تكون الصناديق السيادية الأقدم هي الأكثر شفافية و هذا بفعل نضج الصندوق.
- درجة نشاط الصندوق و المقاس بعدد الصفقات التي يقوم بها لا تعكس بالضرورة درجة شفافية الصندوق .
- انتماء صناديق ثروة سيادية لنفس البلد ليس بالضرورة يؤدي إلى نفس درجة امتثال الصندوق لمبادئ سانتياغو، و بذلك يوجد عوامل أخرى تتعلق بإدارة الصندوق تحدد درجة الامتثال.
- مع مرور الزمن خسرت مبادئ سانتياغو شيئا من أهميتها و خف النقاش في الدول الغربية حول ضرورة شفافية صناديق الثروة السيادية كشرط للاستثمار في اقتصاداتها .
- مستقبل مبادئ سانتياغو مرهون بمدى فعالية المنتدى الدولي لصناديق الثروة السيادية باعتباره الكيان الذي خلف مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية التي وضعت مبادئ سانتياغو في القيام بالمهام الموكلة إليه.

- ﴿ إِن انخفاض أسعار النفط حاليا يقودنا لتقيم مدى استفادة الجزائر من الطفرة النفطية الثالثة، حيث تظهر الدراسة الكثير من مظاهر الخلل في التعامل معها، وهناك العديد من المظاهر الايجابية التي يمكن لمسها و التي تعبر عن رؤية بعيدة المدى في إدارة الفوائض المالية، وفي هذا الإطار يمكن الإشارة إلى الأتي :
- قدر احتياطيات النفط في الجزائر عام 2015 بـ 12.2 مليار برميل مع وجود احتمال نضوبه في مدة لا تتجاوز 10 سنوات ، بينما قدر احتياطي الغاز بـ 4505 مليار متر مكعب مع وجود احتمال نضوبه لمدة طويلة جدا قد تصل إلى 55 سنة بسبب ما تتوفر لدي الجزائر من إمكانيات غازية ، و سيجلت 244 اكتشافا جديدا للمحروقات ما بين عامي 2003 و 2014 ، و تنتج من النفط 1193.0 برميل يوميا عام 2014.
- يحتل القطاع النفطي موقعاً متميزاً في الاقتصاد الجزائري حيث تمثل الجباية البترولية 59,2 % من إجمالي إيرادات الدولة، و 95,41 % من صادرات الجزائر و 27,1 % من الناتج الوطني و هذا لسنة 2014 في المقابل لا يشغل سوى 2.53 % من إجمالي عدد العمال الجزائريين.
- تعددت أوجه استخدامات العوائد النفطية من قبل الجزائر خلال الطفرة النفطية الأولى و الثانية و نذكر منها: إحداث تنمية محلية و تطوير قطاع المحروقات و إيداعات مصرفية في بنوك أروبية و في المقابل تميزت هذه المرحلة بظهور مشكل المديونية الخارجية بالرغم من العوائد الكبيرة التي حققتها الجزائر.
- حققت الجزائر عوائد نفطية ضخمة جراء ارتفاع أسعار النفط خلال الطفرة النفطية الثالثة حيث استطاعت أن تكون احتياطات خارجية رسمية بلغت قيمتها سنة 2013 ما يزيد عن 194,71مليار دولار أمريكي مقابل 33.12 مليار دولار سنة 2003 ، لتعود للانخفاض خلال الصدمة النفطية الحالية لتصل ما نهاية شهر سبتمبر 2016 ما قيمته 121.9 مليار دولار.
- تعدد أوجه استخدامات العوائد المالية الناتجة عن الطفرة الثانية لأسعار النفط البترول حيث استمرت الجزائر في استخدامها من اجل تطوير القطاع النفطي و إحداث تنمية اجتماعية و اقتصادية، كما عملت على استخدامها في مجالات أخرى: كالتسديد المسبق للمديونية الخارجية و تطوير قطاع الطاقة و توظيف جزء من الاحتياطات في الخارج من خلال شراء السندات الدولية للخزانة ، حيث وظفت الجزائر ما بين 70 إلى 80 مليار دولار في سندات الجزائة الأمريكية و 40

مليار دولار في السندات السيادية الأوروبية، و يضاف إلى ما سبق من استخدامات تمويل برامج تنمية اقتصادية لإنعاش الاقتصاد الوطني و إنشاء صناديق الثروة السيادية.

- قامت الجزائر بإنشاء ثلاث صناديق سيادية وهي صندوق ضبط الإيرادات الذي تأسس سنة 2000 وصندوقين آخرين و هما صندوق احتياطي التقاعد الذي تم إنشاؤه سنة 2006 ، و الصندوق الوطني للاستثمار الذي تأسس سنة 2009 ، بالرغم من أنهما لم يقوما بأي عملية مهمة لحد الآن إلا أن تأسيسهما في حد ذاته يعتبر مهم ، كونهما يمثلان في الوقت الراهن قدرة تمويلية في ظل انخفاض أسعار البترول .

- إنشاء صندوق ضبط الإيرادات و هو صندوق سيادي الذي يعد احد الآليات المستحدثة بموجب قانون المالية التكميلي لسنة 2000، و كان الهدف منه ضمان تمويل النفقات العامة في حال حدوث تقلبات في الإيرادات العامة والتي تنتج في الغالب عن تقلبات أسعار النفط، ، كما تقرر أن يتم استخدام هذا الصندوق لتخفيض الدين العمومي عن طريق تسديد المديونية العمومية (الأصل الذي بلغ آجال استخدامه) أو عن طريق التسديد المسبق للمديونية، كأهداف أولية يقوم بما صندوق ضبط الإيرادات في الاقتصاد الجزائري حاليا تعتبر كافية من اجل تحقيق الاستقرار الاقتصادي إلى أن نشاط الصندوق في الواقع يشوبه بعض السلبيات أهمها:

* صندوق ضبط الإيرادات قام بتسديد الرصيد الأصلي للدين العمومي طوال الفترة ما بين 2000 إلى 2008 و بلغ إجمالي المبلغ المسدد من الرصيد الأصلي للدين ما يقارب 2543,172 مليار دينار جزائري، أما فيما يخص التسديد المسبق للدين الخارجي، فإن الصندوق لم يطالب سوى بعملية محددة واحدة أجراها عام 2004 بمبلغ 57 مليار دينار جزائري ، كما قام بعملية وحيدة سنة 2009 تخص تسديد تسبيقات بنك الجزائر بمبلغ 607.956 مليار دينار جزائري ، و منذ 2006 استخدم الصندوق لتمويل عجز الخزينة .

* بلغ حجم صندوق ضبط الإيرادات مع نهاية سنة 2015 ما قيمته 2073.846 مليار دينار جزائري مقابل 5633.752 مليار دينار جزائري سنة 2012.

^{*} تعرض صندوق ضبط الإيرادات إلى مجموعة من التحديات فرضتها البيئة الداخلية و الخارجية للصندوق و التي يمكن حصرها في ثلاث تحديات و هي تحديات الأزمات المالية و تحديات الحوكمة،

و أهم تحدي يوجه هذا الصندوق حاليا هو تحدي انخفاض أسعار البترول و كان تجاوب الصندوق مع هذه التحديات كمايلي:

. تحدي الأزمات المالية:

- كان تأثير الأزمة المالية على الجزائر محدودا حيث شهدت السنة الموالية للازمة أي سنة 2010 تحقيق فائض في الرصيد الإجمالي لميزان المدفوعات بـ 15,33 مليار دولار في 2010 بعد تراجع كبير سنة 2009، كما ازداد تراكم الاحتياطيات الرسمية للصرف سنة 2009 ليبلغ سنة 2010 ما يقارب 162,61 مليار دولار أمريكي مقابل 149,04 دولار أمريكي سنة 2009، كما شهدت سنة 2010 الخفضا في إجمالي الدين .

- تباطؤ نمو صندوق ضبط الإيرادات خلال الأزمة المالية و بالأحص خلال سنة 2009 حيث بلغ 4316.465 مليار دينار جزائري سنة مقابل 4280.072 سنة 2008 ، يعود هذا لانخفاض البترول ومنه انخفاض فائض القيمة على الجباية البترولية .

- لم يغتنم صندوق ضبط الإيرادات فرصة الأزمة لشراء أصول في الخارج بأقل الأسعار ، حيث كان من الممكن للصندوق أن يستفيد من الأزمة من خلال استثمار جزء من موجوداته على غرار ما قام به جهاز قطر للاستثمار .

. تحدي انخفاض أسعار النفط:

- حققت الجزائر خلال الصدمة النفطية الحالية عجز إجمالي معتبر في ميزان المدفوعات تجاوز 27.53 مليار دولار في سنة 2014 ، كما تراجعت الاحتياطيات الرسمية للصرف إلى أدنى مستوى لها منذ سنة 2010 ، حيث بلغت 121,9 مليار دولار بنهاية سبتمبر 2016 .

- كما سجلت الجزائر سنة 2015 عجزا كبير للخزينة العمومية قدر بـ 1157,4 في جوان 2015 بزيادة نسبتها 34,75 % مقارنة بسنة 2014 .

- أصبحت الاقتطاعات الخاصة بتمويل عجز الخزينة اقتطاعات فعلية من صندوق ضبط الإيرادات، فعجز سنة 2015 تم باقتطاع قدره 2334,313 مليار دينار جزائري من هذا الصندوق، و لقد أدت هذه الاقتطاعات المباشرة من صندوق ضبط الإيرادات إلى تأكل مدخراته ليبلغ في شهر سبتمبر من سنة 2016 الحد الأدبى له و المقدر به 740 مليار دينار جزائري .

- من المحتمل نفاذ مدخرات صندوق ضبط الإيرادات في غضون عامين إذا ما استمر اللجوء المفرط إليه من اجل تغطية عجز الخزينة.

. تحدي الحوكمة:

- أداء صندوق ضبط الإيرادات وفق مختلف معايير الشفافية و المساءلة ضعيف جدا: حيث حصل على نسبة أداء وفق مؤشر لينابورج مادول تقدر بـ 10 % طوال فترة قياس المؤشر و المقدرة بـ 8 سنوات ، و حصل على نسبة أداء 29 % سنة 2012 وفق مؤشر الأداء لترومان. و حصل على 33% نسبة امتثال لمبادئ سانتياغو، حيث يشوب صندوق ضبط الإيرادات نوع من الغموض.
- إلى غاية الآن و بالرغم من أن مدة نشاط الصندوق تفوق 16 سنة إلى أن الصندوق ليس له كيان مؤسساتي مستقل عن وزارة المالية و ليس له حتى مكتب محدد في وزارة المالية ، و تتم عمليات الصندوق إلى غاية الآن كأي معاملة إدارية تقوم بها وزارة المالية .
- يوجد تعقيد واضح في الإطار القانون للصندوق و هذا من خلال ربط الإيداعات في الصندوق بمستوى أسعار النفط من خلال اعتماد سعر مرجعي 37 دولار للبرميل ، و هذا ما أدى إلى تعقيد سياسة المالية العامة.
- -بالنسبة لاستخدامات الصندوق لا يضع الإطار القانوني للصندوق أي قيود على الإنفاق من الصندوق، و هو الأمر الذي أتاح للحكومات إنفاق الإيرادات التي كان من المفترض أن يدخرها الصندوق و هذا ما تم طوال فترة عمل الصندوق و بالأحص في السنوات الثلاث الأحير.
- صندوق ضبط الإيرادات مندمج بشكل كامل في إطار السياسات الكلية و هذا ما أثبتته مختلف المؤشرات التي تم دراستها .
- أثبتت الدراسة أن صندوق ضبط الإيرادات لا يعتمد هدف الادخار كهدف أساسي له ، و يتبين ذلك من خلال اللجوء المفرط للصندوق من اجل تمويل عجز الخزينة.
- لا يقدم صندوق ضبط الإيرادات تقارير تفصيلية و في حينها حول أصوله و موارده و استخداماته، و لا يتبع القواعد الإجبارية الخاصة بالإيداع و الإنفاق و لا يقوم بتنفيذ عمليات التدقيق المالية كما أنه لا يخضع للرقابة من السلطة التشريعية .

√ التوصيات و الاقتراحات:

أما بالنسبة للاقتراحات المقدمة فهي:

- يستحسن أن تخضع صناديق الثروة السيادية إلى مساءلة أكبر من جانب الرأي العام في دولها الأم، إذ هي مسؤولة عن إدارة ثروة بلادها المالية .
- على صناديق الثروة السيادية أن تبحث عن آفاق عائدات اكبر في دول أخرى من اجل المحافظة على ثروة الأجيال المقبلة و تنميتها، كأن تستثمر أكثر في الأسواق الناشئة على غرار بلدان منطقة إفريقيا وأمريكا اللاتينية ودول جنوب شرق آسيا و التي تعد من الأسواق الأسرع نموا لتنويع محفظتها المالية بدلا من التركيز على أسواق البلدان المتقدمة التي لا تزال تعاني من أثار الأزمة المالية.
- على صناديق الثروة السيادية و العربية على وجه الخصوص إضفاء المزيد من الشفافية والإفصاح على نشاطها لتبديد المخاوف التي تبديها البلدان المتقدمة والمنظمات الاقتصادية العالمية تجاهها بشكل فائى.
- يستحسن لصناديق الثروة السيادية تطبيق أفضل الممارسات في الهيكل التنظيمي و الحوكمة، والسلوك الاستثماري بشكل تدريجي.
- على صناديق الثروة السيادية العربية أن تعزز التعاون الإقليمي كشكل من أشكال التحوط ضد عودة الاضطرابات السياسية من خلال القيام بالاستثمار على مستوى المنطقة أو من خلال تأسيس صناديق مشتركة من اجل تشارك المخاطر و زيادة الفرص الاستثمارية .
- على صناديق الثروة السيادية العربية على وجه الخصوص أن تحافظ على استثماراتما الإستراتجية في الوقت الحالي أي في ضل الصدمة النفطية الحالية و التخلي عن الاستثمارات الأقل مردودية .

أما فيما يخص الجزائر:

- لأن وجود النفط في أي بلد يمثل فرصة فريدة للاستفادة من هذا المصدر الثمين و بما أن النفط مصدر ناضب، فان الفرصة هذه ذات أمد محدود لا تفسح المجال للكثير من الأحطاء لذلك يحتم على الجزائر تطبيق سياسة نفطية واضحة و شفافة للبلد .
- على الجزائر اعتماد سياسة اقتصادية تأخذ بعين الاعتبار قضية العدالة بين الأجيال كقضية محورية في عملية التنمية الاقتصادية و الاجتماعية.

- من اجل تقليالاعتمادي مع على النه فط يجب على الجزائر اعتماد النموذج النرويجي و القاضي باعتماد سياسة معاكسة للمعمول بها حاليا في الجزائر (إنفاق العوائد النفطية من اجل تحقيق التنويع)، و تقضي هذه السياسة في فصل القطاع النفطي عن باقي الاقتصاد .
- خلق قطاع خاص تنافسي متنوع يكون بعيلًا من تدوير الربع ومساهمًا في تنويع الاقتصاد والصادرات، والتطور التكنولوجي والتحول الصناعي، وخلق فرص عمل للمواطنين.
- على الجزائر أن تطور قاعدة الاقتصاد غير النفطي وإعادة هيكلة القطاع الصناعي للاستفادة من الطاقات الفائضة وتعزيز الربحية والقدرة على التنافس، والاستثمار الفعّال في الموارد البشرية الوطنيّة.
- و فيما يخص صندوق ضبط الإيرادات فمن الواجب على الجزائر أن تقوم بمجموعة من الخطوات من اجل زيادة فعالية الصندوق و من أهمها:
- . فصل صندوق ضبط الإيرادات عن وزارة المالية و جعل له كيان مستقل فهذا كفيل في زيادة فعالية الصندوق في تنفيذ الأدوار الموكلة له أو التي ستسند له مستقبلا.
- . على الدولة الجزائرية أن تقتدي بالتجارب العالمية فيما يخص توفير الكفاءات الاقتصادية من اجل تسير صندوق ضبط الإيرادات .
- . ينبغي أن تعتمد عملية تمويل صندوق ضبط الإيرادات على فوائض المالية العامة الفعلية المحددة في إطار سياسة المالية العامة، وفي هذا الصدد يمكن أن يدعم الصندوق تنفيذ سياسة مالية عامة سليمة مضادة للاتجاهات الدورية، مع تعزيز شفافيتها ومصداقيتها.
- . توسيع نطاق عمل الصندوق ليشمل مشاريع استثمارية، و هذا يعود لكون اقتصار دور الصندوق الحالي في سد عجز الموازنة و تسديد المديونية يهدد موارد الصندوق بالنفاذ في حالة استمرار قيامه بعدة عمليات من هذا النوع .
- . ينبغي عدم استخدام صندوق ضبط الإيرادات مباشرة في تمويل أهداف التنمية المحلية و التي قد تتضمن هذه الأهداف تمويل الإنفاق على البنية التحتية والاستثمار في الأسواق المالية المحلية.
- . على صندوق ضبط الإيرادات أن يقتصر في الاستثمار على الخارج فقط و هذا من اجل تحقيق هدف الاستقرار ، لاسيما وأن الصندوق ينطوي على مصادر إيرادات تنشأ من الخارج .ويسهم ذلك في عزل الاقتصاد عن مصادر الإيرادات المتقلبة وعزل جهات الوساطة المالية المحلية عن التدفقات الداخلة إلى الصندوق والخارجة منه.

- . أن يستند صندوق ضبط الإيرادات على إستراتيجية استثمارية أكثر تنوعا تراعي من خلالها الاحتياجات المالية طويلة الأمد للمجتمع، و تحقيق التنمية و تنويع مصادر الدخل و نقل المعرفة و التكنولوجيا .
- . ينبغي على صندوق ضبط الإيرادات فيما إذا استثمر في الخارج أن يعتمد كبداية على الاستثمارات المشتركة كشكل من أشكال التحوط و تشارك المخاطرة مع صناديق سيادية أخرى ذات خبرة في الاستثمار .
- . على صندوق ضبط الإيرادات أن يتفادى عملية التركيز في الاستثمار على منطقة جغرافية واحدة أو نوع محدد من الأصول .
- . يمكن للجزائر أن تعتمد على صندوق ضبط الإيرادات من اجل تعزيز حضورها كقوة إقليمية في القارة الإفريقية، من خلال توجيه جزء من استثمارات الصندوق للاستثمار في الدول الإفريقية.
- . ضرورة أن يخضع صندوق ضبط الإيرادات للرقابة بنوعيها البرلمانية و الشعبية، فالأولى تتم من خلال تقارير الأداء التي تعرض على البرلمان و الثانية من خلال نشر تقارير فصلية و سنوية مفصلة على موقعها الالكتروني.

√ آفاق الدراسة:

وكغيره من البحوث يحتاج هذا البحث جهودا إضافية من قبل الباحثين حتى يكتمل، خاصة وأن الجزائر في أمس الحاجة لمثل هذه المواضيع بسبب تحديات العصر لذلك فإن الدراسة التي قمنا بما تطح أمامنا جملة من المواضيع التي يجب أن تُعالج مستقبلا لتساهم في استكمال الفهم هذه الآلية الاستثمارية الحكومية ، وسوف نعرض ذلك من خلال النقاط التالية :

- ◄ تأثير صناديق الثروة السيادية في الأداء الاقتصادي للدول ،
- 🖊 صناديق الثروة السيادية و دورها في عزل الاقتصادات عن تقلبات أسعار السلع الأساسية ،
 - 🖊 دور صناديق الثروة السيادية في زيادة اندماج الاقتصاد الجزائري في الاقتصاد العالم.

قائمة المراجع:

أولا: المراجع باللغة العربية:

أ. الكتب:

- 1. ابو العلا يسرى محمد: نظرية البترول ، بين التشريع و التطبيق، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، الإسكندرية ، 2008.
- 2. بي جانغ خونغ ، ترجمة حميدة محمود فرح: التنين يحلق، دراسات حول الاستثمارات الصينية الخارجية ، دار صفصافة للنشر و التوزيع ، القاهرة ، 2016
- 3. جميل طاهر: النفط و التنمية المسديمة في الاقطار العربية: الفرص و التحديات ، المعهد العربي للتخطيط، الكويت ، ديسمبر 1997.
 - 4. الحسني عرفان تقي: التمويل الدولي ، دار مجدلاوي، الطبعة الأولى ، عمان ، 1999.
- 5. حسين عبد الله و آخرون: الفوائض المالية العربية بين الهجرة و التوطين ، مؤسسة عبد الحميد شومان ، الطبعة الأولى ، عمان الأردن ، 2007.
- الخاطر خالد بن راشد: تحديات انهيار أسعار النفط والتنويع الاقتصادي في دول مجلس التعاون،
 سلسلة: دراسات ، المركز العربي للأبحاث ودراسة السياسات، الدوحة، قطر، أغسطس 2015 .
- 7. الخولي أسامة ، التميمي عامر: التغيرات العالمية الجديدة و أثارها على التنمية العربية و الاستثمارات العربية في الخارج ، سلسلة المحاضرات العامة ، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، الكتيب رقم 6 ، الكويت، ديسمبر 1993
- 8. الرميحي محمد: النفط والعلاقات الدولية ، سلسلة كتب ثقافية شعرية تصدر عن الجحلس الوطني للثقافة و الفنون و الأدب ، الكويت ،افريل 1982.
- 9. الساري كميل ، ترجمة كامل المرعاش: الاختلالات البنيوية و السياسات النقدية و المالية الدولية: الأسباب الحقيقية ؟ و أي تداعيات على العالم العربي ، Cabrera Editions ، حانفي 2011 .
- 10. سعد إمام محمد ، البترودولار و الاستثمار الأجنبي ، دراسة تحليلية لتداعيات البترودولار على أسواق رأس المال و التمويل الدولي ، المكتب العربي للمعارف ، الطبعة الأولى ،القاهرة ، 2014 .
- 11. سلامة ممدوح: أسباب الهبوط الحاد في أسعار النفط الخام، فائض الإنتاج أم السياسة الدولية؟، المركز العربي للأبحاث و دراسة السياسات، الطبعة الأولى، الدوحة قطر، سبتمبر 2015.
- 12. سليمان عاطف: الشروة النفطية و دورها العربي، الدور السياسي و الاقتصادي للنفط العربي، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، 2009.
- 13. الشرقي راشد بن حمد: صناديق الثروة السيادية في سياق العولمة الاقتصادية ، ثلاث نماذج إماراتية، المؤسسة العربية للدراسات و النشر ، الطبعة الأولى ، بيروت ، 2015.

- 14. الشهابي عمر هشام و آخرون: الخليج **2013 ، الثابت و المتحول ،** مركز الخليج لسياسات التنمية، الكويت ، 2013 .
- 15. عبد الفضيل محمود: النفط و المشكلات المعاصرة للتنمية العربية ، سلسلة كتب ثقافية شعرية تصدر عن المجلس الوطني للثقافة و الفنون و الأدب ، الكويت ،افريل 1979 .
- 16. عبد الفضيل محمود: النفط و الوحدة العربية ، تأثير النفط العربي على مستقبل الوحدة العربية و العلاقات الاقتصادية العربية ، مركز دراسات الوحدة العربية ، الطبعة الخامسة ، بيروت ، 1985.
- 17. علي رضا عبد السلام: اقتصاديات استثمار الفوائض النفطية ، دراسة مقارنة و تطبيقية على المملكة العربية السعودية ، دراسات إستراتيجية مركز الإمارات للدراسات و البحوث الإستراتيجية ، العدد 138 ، ابوظى ، 2008.
- 18. عودة جهاد: الثورات العربية وأثرها على طبيعة التغير الدولي: بناء الإشكالية، القاهرة، مصر، بدون اسم دار النشر، 2013.
- 19. معهد البحوث و الدراسات العربية: استخدامات عوائد النفط العربي حتى نهاية السبعينات ، المنظمة العربية للتربية و الثقافة و العلوم ، دار غريب للطباعة ، القاهرة ، 1977 .
- 20. فاروق عبد الخالق: النفط و الأموال العربية في الخارج ، خمس دراسات في الاقتصاد الدول المعاصر ، دار الرفاعي للطباعة ، الطبعة الأولى ، القاهرة ، 2002 .
- 21. القاسم فاروق: النموذج النرويجي ، إدارة المصادر البترولية ، المجلس الوطني للثقافة و الفنون و الآداب ، عالم المعرفة ، الكويت ، مارس 2010.
- 22. الكواري على حليفة: الطفرة النفطية الثالثة: قراءة أولية في دواعي الطفرة و حجمها ، حالة أقطار مجلس التعاون ، الطفرة النفطية الثالثة و انعكاسات الأزمة المالية العالمية ، منتدى التنمية ، مركز دراسات الوحدة العربية ، الطبعة الأولى ، بيروت ، 2009 .
- 23. مبروك شريف شعبان: صناديق الشروة السيادية بين التحديات الغربية و الأفاق الخليجية ، مركز الإمارات للدراسات و البحوث الإستراتيجية ، العدد 146 ، الطبعة الأولي ، ابوظبي ، 2009 .
- 24. الموسوي صفاء عبد الجبار ، المنصوري واثق علي محي: اقتصاديات صناديق الثروة السيادية ،الطبعة الأولى ، دار الأيام للنشر و التوزيع ، الأردن ، 2015.
- 25. هلال رضا: لعبة البترودولار: الاقتصاد السياسي للأموال العربية في الخارج ، سينا للنشر، الطبعة الأولى ، القاهرة ، 1992.
- 26. اليوسف يوسف خليفة: مجلس التعاون الخليجي في مثلث الوراثة و النفط و القوي الأجنبية ، مركز دراسات الوحدة العربية ، بيروت ، 2011 .

27. اليوسف يوسف خليفة: **الإمارات العربية المتحدة على مفترق طرق** ، مركز دراسات الوحدة العربية ، الطبعة الأولى ، بيروت ، ماى 2013.

ب. الأطروحات والرسائل الجامعية:

- 28. دراوسي مسعود: السياسة المالية ودورها في تحقيق التوازن الاقتصادي حالة الجزائر: 1990- 2004 أطروحة مقدمة لنيل درجة دكتوراه دولة، تحت إشراف: طواهر محمد التهامي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005-2006
- 29. كتوش عاشور: الغاز الطبيعي في الجزائر و أثره على الاقتصاد الوطني ، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، دولة في العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، حامعة الجزائر ، السنة الجامعية : 2003 2004.
- 30. مباني عبد المالك: الجزائر في ظل تحولات الاقتصاد العالمي للمحروقات"، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، عامعة الجزائر 3، 2014.

ج. بحوث و مقالات:

- 1. إبراهيم وردة .أ.: صنادق الثروة السيادية الازدهار و الهبوط الحاد ، إدارة الثروة السيادية العربية في زمن الاضطراب وما بعده ، الفصل الرابع ، مركز كارنيغي للشرق الأوسط، العدد 16 ، أبريل 2009 .
- 2. الأونكتاد: صناديق الثروة السيادية بدأت تلعب دوراً رئيسياً في الاستثمار الأجنبي المباشر عن طريق عمليات الاندماج والشراء، سبتمبر 2008.
- 3. باور أندرو: في حسن إدارة عائدات الموارد وإنفاقها ، معهد رصد العائدات ،نيويورك ، ديسمبر 2011.
- 4. باكير علي حسين: الصناديق السيادية الخليجية: دورة الصعود والهبوط وآفاق المستقبل ، أراء حول الخليج ، تصدر عن مركز الخليج للأبحاث ، العدد 65 ، دبي ، بتاريخ فبراير 2010.
- 5. الببلاوي حازم: الفوائض المالية النفطية و البنيان الاقتصادي العالمي ، النفط والتعاون العربي، تصدر عن الأمانة العامة لمنظمة الأقطار العربية المصدرة للبترول المجلد 4 ، العدد الرابع، الكويت ، 1978.
- 6. بلعباس عبد الرزاق سعيد: التمويل الإسلامي في فرنسا، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، مجلة جامعة الملك عبد العزيز ، جدة ، م 21 ع 2 ، 2008 .

- 7. بلقاسم زايري: كفاية الاحتياطيات الدولية في الاقتصاد الجزائري، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا- العدد السابع، السداسي الثاني، 2009.
- 8. بن صقر عبد العزيز بن عثمان: **الاقتصاد الخليجي: التحديات و الحلول** ، مجلة آراء حول الخليج ، تصدر عن مركز الخليج للأبحاث ، المملكة العربية السعودية، العدد 101 ، نوفمبر 2015.
- 9. بيبروفيتش نرمينا: هل ثمة مقاربة أوروبية مشتركة للتعامل مع الصناديق السيادية؟ ، اراء حول الخليج ، العدد 47 ، دبي، اوت 2008
- 10. بيرينت سفين :حين يتكلّم المال: صناديق الثروة السيادية العربية في خطاب العولمة ، العدد 12 ، بيروت، مركز كارنيغي للشرق الأوسط، أكتوبر 2008.
- 11. بيرينت سفين : صناديق الثروة السيادية الخليجية إدارة الثروة في زمن الاضطرابات، بيروت، مؤسسة كارنيغي للسلام الدولي، فيفري 2009.
- 12. بيرنت سفين و قضماني بسمة: إدارة الثروة السيادية العربية في زمن الاضطراب وما بعده ، مركز كارنيغي للشرق الأوسط، العدد 16 ، أبريل 2009.
- 13. برينت سفين: أين صناديق الثروة السيادية من مبادئ سانتياغو؟، مركز كارنيغي للسلام الدولي ، العدد 22 ، بيروت ، ماى 2010
- 14. البيشي محمد: تراجع استثمارات الصناديق السيادية الخليجية 9 % العام الحالي ،الاقتصادية، العدد 6798، السعودية ، الثلاثاء 22 ماي 2012.
- 15. التركي عبد اللطيف: قطر بعد السعودية.. دول الخليج والخروج من مظلة الاستثمار في "سندات الخزانة الأمريكية"؟ ، صحيفة التقرير، نشر في : الاثنين 6 يونيو 2016 .
- 16. حريدة القبس: 5 أدوار على الصناديق السيادية الخليجية تأديتها لتعزيز التنمية الاقتصادية والاجتماعية في بلدانها ، السنة 38 ،العدد 12845 ، تاريخ النشر الأربعاء 4 مارس 2009 .
 - 17. الجزيرة نت: ليبيا تخسر دعوى ضد مصرف غولدمان ساكس، تاريخ النشر 16 أكتوبر 2016 .
- 18. حريدة الاقتصادية: صندوق الثروة النرويجي يحصد 30 مليار دولار في 3 أشهر، العدد 8399، الرياض، ، 09 أكتوبر 2016.
- 19. جونسون سيمون: صعود صناديق الثروة السيادية ، مجلة التمويل و التنمية ، تصدر عن صندوق النقد الدولى ، المجلد 44، العدد 3 ، سبتمبر 2007.
- 20. حجازي حسن: قوة جديدة في الاقتصاد العالمي: صناديق الثروة السيادية بعد الأزمة المالية ، علم الدولية ، العدد184 ، المجلد 46 ، مطابع الأهرام الجارية قليوب ، مصر ، افريل 2011

- 21. خليل هبه: وماذا عن العدالة الاجتماعية: الربيع العربي بين التدخلات الأوروبية والمساعدات العربية، منتدى البدائل العربي للدراسات ، الناشر: مؤسسة روزا لوكسمبورج، القاهرة ، 2016 .
- 22. داس أودايبر و آخرون: صناديق الشروة السيادية و مبادئ سانتياغو، اقتصاديات صناديق الثروة السيادية، قضايا لصناع السياسات، الفصل الخامس، صندوق النقد الدولي، الطبعة العربية، 2010
- 23. الراوي منصور: الاستثمارات العربية في الخارج.. واقعها و مخاطرها ، أفاق عربية ، تشرين الثاني ، السنة 15 ، العراق ، 1990.
- 24. الزهري بشير: الفوائض المالية العربية ، جمعية العلوم الاقتصادية في القطر العربي السوري ، ندوات اقتصادية ، سوريا ، 1991.
- 25. السقا محمد إبراهيم: استخدام العوائد النفطية ، حالة دولة الكويت ، المعهد العربي للتخطيط ، سلسلة اجتماعات الخبراء، العدد رقم 33 ، الكويت ، 2009 .
- 26. شحاتة محمد ناصر: الخليج و الطفرة النفطية الثانية .. أولويات الإنفاق ، محلة السياسة الدولية ، العدد 171، المحلد 43، القاهرة، يناير 2008 .
- 27. شهاب سلام حبار: الطفرة النفطية الثالثة والشرق الأوسط الجديد قراءة في أسباب الطفرة وتداعياتها على مفهوم الشرق الأوسط الجديد، قضايا سياسية ، حامعة النهرين ، العدد 34 ، العراق ، 2014 .
- 28. شركة الخبير المالية: تحليل ميزانيات دول مجلس التعاون الخليجي ، المملكة العربية السعودية ، حدة، أغسطس 2014 .
- 29. شيبي عبد الرحيم و آخرون: الآثار الاقتصادية الكلية لصدمات السياسة المالية بالجزائر، دراسة تطبيقية ، جامعة أبي بكر بلقايد. تلمسان، 2008.
- 30. الصفتي أحمد: الخليج نموذجاً: مستقبل الصناديق السيادية في الاقتصاد العالمي ، مركز المستقبل للأبحاث والدراسات المتقدمة، 7 مايو, 2016
- 31. صندوق النقد الدولي والبنك الدولي: ليبيا، أولويات إصلاح الإدارة المالية العامة في ظل الأوضاع الجديدة، إبريل 2012.
- 32. عبد الباقي هشام حنضل: رؤية لتفعيل دور صناديق الشروة السيادية لتجنب الأزمات المالية و الاقتصادية في دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية ، مجلة التعاون ، العدد 69 ، الرياض، المملكة العربية السعودية، مارس 2010.

- 33. العبد الجادر عبد الله: ماذا تعرف عن صندوق الأجيال القادمة؟ ، حريدة الأنباء، الكويت ، تاريخ النشر: الثلاثاء 10 فيفري 2015
- 34. عبد الحميد باشا زكريا ، استثمارات العربية الخارجية بين الواقع والطموح ، مجلة العلوم الاجتماعية ، المجلد 13 العدد 3 ، الكويت ، حريف 1985
- 35. عبد الفتاح شيماء: أهمية صناديق الشروة السيادية في أفريقيا، مجلة أفاق افريقية ، تصدر عن تصدر عن الميئة العامة للاستعلامات المصرية ، المجلد الثاني عشر ، العدد الثاني و الاربعيين ، القاهرة، 2015.
- 36. عبد الله حسين: السعر الحقيقي للنفط و استثمار الفوائض النفطية ، شؤون عربية ، تصدر عن الامانة العامة لجامعة الدول العربية ، العدد 150 ، القاهرة ، 2012
- 37. عبد المولي السيد: فائض الأموال العربية و إمكانية استثماره في المنطقة العربية ، مجلة القانون و الاقتصاد للبحوث القانونية و الاقتصادية ، العدد الأول و الثاني ، القاهرة ، 1975 .
- 38. العجمي محمد: في دراسة عن فوائض الطفرة النفطية الثالثة ، مجلة أخبار النفط و الصناعة ، العدد 451 ، ابوظبي، افريل 2008 .
- 39. العربية نت: الزيادة في الإنفاق الحكومي يحد من فوائض الميزانيات ، الصناديق السيادية الخليجية تبدل وجهة استثماراتها نحو الداخل، جمعة 25 شوال 1432هـ 23 سبتمبر 2011.
- 40. عزام هنري توفيق : تدفق رؤوس الأموال العربية إلى الخارج ، مجلة التعاون ،السنة الرابعة، العدد السادس عشر، الرياض، ديسمبر 1989.
- 41. العمران عامر: الصندوق السيادي النرويجي ..نجاح يستحق الاهتمام ، مركز الروابط للبحوث والدراسات الإستراتيجية، 15 أغسطس .
- 42. فتحي براهيمي: اكتشاف **20 بئر للمحروقات سنة 2015**، جريدة الأمة العربية ، تاريخ النشر 24 أوت 2016 .
- 43. فليح حسين خلف: العوائد النفطية العربية و إستخدامها في صناعات وسائل الإنتاج النفط و التنمية، العدد 2، سنة 1977، مطبعة الأديب البغدادية، بغداد، 1977.
- 44. قدي عبد الجيد: الاقتصاد الجزائري والنفط: فرص أم تهديدات، ، مداخلة في ملتقى التنمية المستدامة والكفاءة الاستخدامية للموارد المتاحة ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف بالتعاون مع مخبر الشراكة و الاستثمار في المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الفضاء الأورو مغارى ، لفترة 07-08 أفريل 2008.

- 45. قدي عبد الجحيد: الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة ، مداخلة في مؤتمر: الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي ، جامعة الجنان ، طرابلس لبنان 13 وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي ، جامعة الجنان ، طرابلس لبنان 13 14 آذار 2009.
- 46. قدي عبد الجيد ، الجوزي جميلة : الأزمة المالية الراهنة وتداعياتها على الأداء المتوقع للاستثمارات الأجنبية المباشرة حالة الجزائر ، كتاب الملتقى الدولي الرابع حول الأزمة المالية العالمية الراهنة و انعكاساتها على اقتصاديات دول منطقة الشرق الأوسط و شمال إفريقيا ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، جامعة الجزائر ، 8-9 ديسمبر 2009.
- 47. القرشي صالح: العولمة و علاقتها بالحركة الاقتصادية العالمية و معالجة الاسلام لاشكالاتها ، دراسات اسلامية معاصرة ، محلة فصلية تصدر عن العلوم الاسلامية ، حامعة كربلاء، السنة الثانية ، العدد الثالث، ربيع الثاني، 2011.
- 48. اللحيدان حمد بن عبد الله: تنوع وتعدد الصناديق السيادية آمن وأفيد وأحوط ، حريدة الرياض ، العدد 17007 ، تاريخ النشر: 16 يناير 2015.
- 49. مبتول عبد الرحمان : استمرار الأزمة المالية العالمية سيلحق أضرارا بالاقتصاد الجزائري، ورقة عمل مقدمة إلى ندوة الشروق اليومي حول " الأزمة المالية العالمية "، تاريخ النشر : 2008.10.05 .
- 50. مجلة الاقتصاد و الأعمال ،: أبوظبي تستثمر في فرص الأزمة، العدد353 ، ابوظبي ، ماي 2009.
- 51. مجلة الصيرفة الإسلامية: الربيع العربي و الأزمات الاقتصادية يغيران وجهة أموال النفط الخليجية، صادرة عن المركز العربي الإسلامي للأبحاث و الدراسات الاقتصادية، تاريخ النشر حانفي 2013
- 52. مجلة المصارف: مخاطر تراجع سعر النفط، مجلة شهرية يصدرها اتحاد مصارف الكويت، السنة الخامسة عشرة _ العدد رقم 135 فبراير 2015.
- 53. مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية: مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية تعرض "مبادئ سانتياغو"على اللجنة الدولية للشؤون النقدية والمالية وتشجع الاستقلالية التشغيلية في قرارات الاستثمار والشفافية والمساءلة، بيان صحفي رقم 06 / 08 ، تاريخ النشر : 11 أكتوبر 2008 .
- 54. مركز الرياض للمعلومات و الدراسات الاستشارية: المملكة ثالث أكبر اقتصاد عالمي في إجمالي الاحتياطيات النقدية بقيمة 2311.5 مليار ربال، نشر في صحيفة "الرياض الاقتصادي" العدد 17408 ، السنة الثالثة و الخمسون ، السعودية ، تاريخ النشر: 21 فبراير 2016م.

- 55. مغاري عبد الرحمان: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد الجزائري، مداخلة في الملتقى الدولي حول: الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، 20-21 أكتوبر 2009
- 56. المنيف ماجد عبد الله: صناديق الثروة السيادية و دورها في إدارة الفوائض النفطية ، بحوث اقتصادية عربية ، تصدر عن مركز دراسات الوحدة العربية ، العدد 47، لبنان ، صيف 2009.
- 57. ناصر زين العابدين بدوي: الأبعاد الحقيقية لمشكلة استثمار رؤوس الأموال النفطية خارج المنطقة العربية ، مجلة الحقوق ، تصدر عن مجلس النشر العلمي ، حامعة الكويت ، المجلد 2 ، العدد 2 ، الكويت ، 1978.
- 58. النجار أحمد السيد: الطفرة النفطية العربية الثالثة:دراسة للملامح والأسباب وآليات التوظيف، كراسات إستراتيجية ، السنة السادسة عشرة العدد رقم 165 ، مركز الأهرام للدراسات السياسية و الإستراتيجية ،مؤسسة الأهرام ، القاهرة ، جويلية 2006 .
- 59. النجار احمد السيد: صناديق الشروة السيادية: المحاذير الدولية و الفرص الإقليمية ، تقرير الاتجاهات الاقتصادية و الإستراتيجية 2010 ، دار الأهرام، 2010 .
- 60. نعوش صباح: معالجة الأزمات المالية ، أخبار النفط و الصناعة ،تصدر عن وزارة النفط و الثروة المعدنية الإماراتية ، العدد 354 ، السنة 31 ،مارس ، ابوظي ، 2000
- 61. وزارة الطاقة و المناجم: الورقة القطرية: الجمهورية الجزائرية الديمقراطية ، مؤتمر الطاقة العربي العاشر، منظمة الأقطار العربية المصدرة للبترول ، أبو ظبى ، 29 27 أكتوبر 2014.
 - 62. وزارة المالية: وزارة المالية، خمسون سنة من الإنجاز ، إصدار وزارة المالية ، الجزائر، 2013 .
- 63. وكالة الأنباء الجزائرية: استقرار النفقات العمومية في غضون السنوات الثلاث المقبلة، حوار مع وزير المالية حاجى بابا عمى، 29 أكتوير 2016.
- 64. اليوسف يوسف خليفة: مستقبل الإصلاح في الإمارات العربية المتحدة وقطر، المستقبل العربي، محلة "المستقبل العربي"، مركز دراسات الوحدة العربية العدد 444، شباط/فبراير 2016.

د . التقارير :

- 1. انفيسكو الشرق الأوسط: تقرير شركة انفيسكو الشرق الأوسط حول إدارة الأصول الاستثمارية للعام 2011 ، دبي ، 2011.
 - 2. بنك الجزائر: التقرير السنوي 2008، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر، سبتمبر 2009.
 - 3. بنك الجزائر: التقرير السنوي 2011 ، التطور الاقتصادي و النقدي للجزائر، أكتوبر 2012
 - 4. بنك الجزائر: التقرير السنوي 2013، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر ، نوفمبر 2014 .

قائمة المراجع:

- صندوق النقد الدولي: نشرة إلكترونية: صندوق النقد الدولي يكثف عمله المعني بصناديق الثروة السيادية ، 4مارس 2008.
- 6. صندوق النقد الدولي: منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا وأفغانستان وباكستان ، أكتوبر 2016.
 - 7. صندوق النقد العربي: التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام 2000.
 - 8. صندوق النقد العربي: التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام 2008.
 - 9. صندوق النقد العربي: التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام 2011
 - 10. صندوق النقد العربي: التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام 2015.
- 11. محمد لكصاسي: تطورات الوضعية المالية والنقدية في الجزائر، تدخل محافظ بنك الجزائر محمد لكصاسي أمام المجلس الشعبي الوطني ، سنة 2009 .
- 12. المجلس الوطني الاقتصادي و الاجتماعي: النشرة الرسمية رقم 9 ، الدورة الخامس عشر المنعقدة يومي 15. و 16 ماي 2000، تاريخ النشر جانفي 2001.
 - 13. المجلس الوطني الاقتصادي و الاجتماعي: النشرة الرسمية رقم 11، الدورة السابعة عشر، 2001.
- 14. المجلس الوطني الاقتصادي و الاجتماعي: تقرير حول الظرف الاقتصادي والاجتماعي ، السداسي الأول من سنة 2015، نوفمبر 2015.
 - 15. منظمة الأقطار العربية المصدرة للبترول (الأوابك): التقرير الإحصائي السنوي 2011 .
 - 16. منظمة الأقطار العربية المصدرة للبترول (الأوبك): التقرير الإحصائي السنوي 2013.
 - 17. منظمة الأقطار العربية المصدرة للبترول (الأوابك): التقرير الإحصائي السنوي 2015.
- 18. منظمة الأقطار العربية المصدرة للبترول (الأوابك): النشرة الشهرية الصادرة عن منظمة الأقطار العربية المصدرة للبترول ، السنة 41 ، العدد 6 ، يونيو 2015.
- 19. منظمة الأقطار العربية المصدرة للبترول(الأوابك): النشرة الشهرية الصادرة عن منظمة الأقطار العربية المصدرة للبترول، السنة 42 ، العدد 7 ، يوليو 2016.
- 20. وزراة الطاقة: حصيلة انجازات قطاع الطاقة والمناجم لسنة 2000-2008 ، المديرية العامة للإستراتيجية والاقتصاد والتنظيم، الجزائر، 2009 .
- 21. وزراة الطاقة: حصيلة انجازات قطاع الطاقة والمناجم لسنة 2013، المديرية العامة للإستراتيجية والاقتصاد والتنظيم، الجزائر، 2014.
 - 22. وزارة المالية : مذكرة عرض مشروع قانون المالية لسنة 2014 ، 2014.
 - 23. وزارة المالية: مديرية تمويل تدخلات الدولة و الخزينة. 2016.

24. وزارة المالية ، قسم الإحصاء 2016 .

ه. القوانين و المراسيم:

- 1. المادة 30 : من الأمر رقم 04 06 المؤرخ في 19 جمادى الثانية عام 1427 ا موافق 15 يوليو سنة 2006 والمتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2006
- 2. المادة 89 : قانون رقم 16 11 مؤرخ في 3 صفر عام 1433 الموافق 28 ديسمبر سنة 2011 يتضمن قانون المالية لسنة 2012.
- 3. المادة 2 : مرسوم تنفيذي رقم 90-103 موّخ في 13 ربيع الأول عام 1430 الموفق ل10 مارس
 3. و المتضمن تنظيم الصندوق الوطني لاحتياطات التقاعد و سيرة .
- 4. : المادة 3: مرسوم تنفيذي رقم 09-103 موَّخ في 13 ربيع الأول عام 1430 الموفق ل10 مارس 2009 ، و المتضمن تنظيم الصندوق الوطني لاحتياطات التقاعد و سيرة .
- 5. المادة 15: من مرسوم تنفيذي رقم 58 07 مؤّخ في 12 محّم عام 1428 الموافق 31
 يناير سنة 2007 ، يتضمن تنظيم الصندوق الوطني لاحتياطات التقاعد وسيره .
- 6. لمادة 10 : القانون رقم 2000-02 المؤرخ في 24 ربيع الأول عام 1421هـ الموافق لـ 28 يونيو سنة
 2000، و المتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2000.
- - 8. الأمر رقم 06-04، المؤرخ في 15 جويلية 2006 المتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2006.
- 9. المادة 3: من المرسوم التنفيضي رقم 02-67 المؤرخ في 6 فبراير 2002 و المحدد لكيفيات تسيير حساب التخصيص الخاص رقم 103-302 الذي عنوانه " صندوق ضبط الموارد"

و. المواقع الرسمية:

1. الموقع الرسمي للهيئة العامة للاستثمار الكويتية http://www.kia.gov.kw/ar/Pages/default.aspx. 2. الموقع الرسمي للمؤسسة الليبية للاستثمار.

ثانيا: المراجع باللغة الفرنسية:

أ. الكتب:

- 1. Hamid Mazri,: **les hydrocarbures dans l'économie algérienne**, SNED, Alger, 1975
- 2. Mohamed Hamid Temmar : Stratégie de Développement Indépendant
 : Le Cas de l'Algérie: Un Bilan , OPU , Alger 1983.

- 3. Abdelhamid Brahimi: L'économie algérienne : défis et enjeux, DAHLAB, ALGER 1991.
- 4. Henri-Louis Védie :Les fonds souverains ; une puisssance financière insensible aux crises , Preface De Christian De Boissieu, Editeur : Eska, 2009 .
- 5. Ayoub, Antoine : Le pétrole : économie et politique, éd. Economica, Paris, 1996.

ب. المجلات و المقالات:

- 1. Algérie Presse Service :Les réserves de change à 121,9 milliards de dollars à fin septembre 2016, 26 Octobre 2016.
- 2. Dominique Courcelles :La finance islamique est-elle une chance pour l'éthique? , Paris ,n°19 , mai 2008.
- 3. Raymond Grégory : Chine, Qatar, Norvège... les États étrangers investissent en rentrant par la fenêtre, Le Huffington Post , 20/01/2014.

ج. التقارير:

- 4. Ministère de l'Energie :Bilan des Réalisations du Secteur de l'Energie et des Mines 2012, édition 2013.
- 5. BANK OF ALGERIA: **BULLETIN STATISTIQUE TRIMESTRIEL**, N° 1 Septembre 2007.
- 6. BANK OF ALGERIA : **BULLETIN STATISTIQUE TRIMESTRIEL**, N°33 Mars 2016.
- 7. BANK OF ALGERIA : BULLETIN STATISTIQUE TRIMESTRIEL, N° 5 Septembre 2008 .
- 8. BANK OF ALGERIA : BULLETIN STATISTIQUE TRIMESTRIEL, , N°6 Mars 2009.
- 9. BANK OF ALGERIA: BULLETIN STATISTIQUE TRIMESTRIEL, N° 17 Mars 2012.
- 10. BANK OF ALGERIA : BULLETIN STATISTIQUE TRIMESTRIEL, N° 25 $\,$ Mars 2014 .
- 11. BANK OF ALGERIA: BULLETIN STATISTIQUE TRIMESTRIEL, N°33 Mars 2016.

- 12. BANK OF ALGERIA: **RAPPORT 2005**, EVOLUTION ECONOMIQUE ET MONETAIRE EN ALGERIE, 16 Avril 2006.
- 13. BANK OF ALGERIA : **RAPPORT 2014**, EVOLUTION ECONOMIQUE ET MONETAIRE EN ALGERIE, Juillet 2015.
- 14. BANK OF ALGERIA : Rapport annuel de la Banque d'Algérie 2004.
- 15. BANK OF ALGERIA : Rapport annuel de la Banque d'Algérie 2008.
- 16. BANK OF ALGERIA: Rapport annuel de la Banque d'Algérie 2013.
- 17. BANK OF ALGERIA: Rapport annuel de la Banque d'Algérie 2014.
- 18. Infos Finances : **bulletin mensuel edite par le Ministère des Finances** , bulletin N 18 , Mars , Algérie , 2009.
- 19. Ministere des Finances: **NOTE D'INFORMATION: FONDS DE REGULATION DES RECETTES (FRR)**, 2008.
- 20. Ministere des Finances :DGT :Situation Résumée des Opérations du Trésor SROT , 2016.
- 21. Ministere des Finances: La Situation Résumée des Opérations du Trésor ,5 mai 2016.

د . المواقع الرسمية :

1. Ministère des finances

http://www.mf.gov.dz/

ثالثا:المراجع باللغة الانجليزية:

أ. الكتب:

1. Toiedo Hugo: **Arab Sovereign Wealth Funds and their political implications**, Emirates Center for Strategic Studies and Research, Abu Dhabi, 2009.

ب. الاطروحات:

1. Lugo Stefano: **Sovereign Wealth Funds and State Capitalism**, Doctoral Thesis, XXIV Cycle, Politecnico di Milano, Department of Management, Economics and Production Engine ring, 2012.

ج.المجلات و المقالات:

- 1. Allen Brad: **Is there an SWF in your future?** ,IR magazine, May 30, 2014.
- 2. Alsweilem Khalid A, and others: **A comparative study of sovereign investor models: Sovereign fund profiles**, The Center for International Development, Harvard University, Harvard Kennedy School, USA, 2015.
- 3. Behrendt Sven and Kodmani Bassma ,"Managing Arab Sovereign Wealth in Turbulent Times- and Beyond ", Number 16, D.C.: Carnegie Middle East Center, April 2009.
- 4. Behrendt Sven : The Santiago Principles: what's next?, GeoEconomica, Geneva, March 2016.
- 5. Brummitt Bill 'Devlin Will : A few sovereigns more: the rise of sovereign wealth funds, 2008.
- 6. Backer Larry Catá: Sovereign Wealth Funds as Regulatory Chameleons: The Norwegian Sovereign Wealth Funds and Public Global Governance Through Private Global Investment, Pennsylvania State University, Penn State Law, Georgetown Journal of International Law, Vol. 41, No. 2, May 4, 2009
- 7. Badian Laura and Gregory Harrington: **The Politics of Sovereign Wealth Global financial markets enter a new era.**, THE INTERNATIONAL ECONOMY WINTER, THE MAGAZINE OF, INTERNATIONAL ECONOMIC POLICY, Washington 2008
- 8. Bagnall Allie E . and Truman Edwin M. , **Progress on Sovereign Wealth Fund Transparency and Accountability: An Updated SWF Scoreboard** , (Peterson Institute for International Economics . AUGUST 2013 .REVISEDDE CEMBER 2013 .
- 9. Barbary Victoria: **Braving the New World: SOVEREIGN WEALTH FUND INVESTMENT IN THE UNCERTAIN TIMES OF 2010**, monitor group.2010 .
- 10. Behrendt, Sven :**Sovereign Wealth Funds and Their Commitment to the 'Santiago Principles': The Santiago Compliance Index 2011**, GeoEconomica Briefing, April 2011.

- 11. Behrendt Sven , **Santiago Compliance Index 2014**, Assessing the Governance Arrangements and Financial Disclosure Policies of Global Sovereign Wealth Funds, GeoEconomica GmbH , October 2014.
- 12. Behrendt Sven : **The Santiago Principles: what's next?**, GeoEconomica, Geneva, March 2016.
- 13. Bortolotti Bernardo and others: **The Sky Did Not Fall Sovereign Wealth Fund**, **Annual Report 2015**, Centre for Applied Research on International Markets, Banking, Finance and Regulation , Sovereign Investment Lab , 2016.
- 14. Das Udaibir S and others :**Economics of sovereign wealth funds: issues for policymakers,** Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2010.
- 15. Deutsche Bank : Sovereign wealth funds state investments on the rise, Deutsche Bank Research , September 2007 .
- 16. Dixon Adam and Monk Ashby H. B. : Rethinking the Sovereign in Sovereign Wealth Funds, Discussion Paper., August 3, 2010.
- 17. Drezner Daniel W.: **BRIC by BRIC: The Emergent Regime for Sovereign Wealth Funds**, Professor of International Politics The Fletcher School of Law and Diplomacy Tufts University, August 2008.
- 18. Epstein Richard A. and Rose Amanda M., "The Regulation of Sovereign Wealth Funds: The Virtues of Going Slow," 76 University of Chicago Law Review 111,2009.
- 19. European Central Bank: **The impact of sovereign wealth fund on global financial markets**, NO 91 July 2008.
- 20. eVestment,Research Reports :SWFs pull \$16.2 bln from external managers in Q2 as selling accelerates, 19 August 2016.
- 21. GeoEconomica: The Santiago Compliance Index 2013, Rating governance standards of sovereign wealth funds, GeoEconomica, January 2014.
- 22. Gilson Ronald J. and Curtis J. Milhaupt: **Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Solution to the New Mercantilism**, Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 355, Columbia Law and Economics Working Paper No. 328, 2008.

- 23. Gomes Tamara: The Impact of Sovereign Wealth Funds on International Financial Stability, Discussion Paper/Document d'analyse 2008-14, Bank of Canada Discussion Paper 2008-14, September 2008.
- 24. Hammer Cornelia and others: **Sovereign Wealth Funds: Current Institutional and Operational Practices**, International Monetary Fund, WP/08/254 IMF Working Paper, Monetary and Capital Markets Department, November 01, 2008.
- 25. Hentov Elliot, PhD, Head of Policy & Research, Official Institutions Group: How do Sovereign Wealth Funds1 Invest? A Glance at SWF Asset Allocation, Official Institutions Group, December 2015.
- 26. Hildebrand Philipp: **The Challenge of Sovereign Wealth Funds**, speech at the International Center for Monetary and Banking Studies, Geneva, 18 December 2007.
- 27. Hopkins Kathryn: Sovereign Wealth Funds 'Could Be Bigger Than US Economy by 2015, Guardian, April 28, 2008.
- 28. IFSL RESEARCH: **Sovereign Wealth Funds 2008**, International Financial Services London, APRIL 2008.
- 29. IFSL RESEARCH; **SOVEREIGN WEALTH FUNDS 2009**; International Financial Services London, MARCH 2009.
- 30. International Monetary Fund: **Sovereign Wealth Funds A Work Agenda**, Prepared by the Monetary and Capital Markets and Policy Development and Review Departments, Washington, D.C.: International Monetary Fund, February 29, 2008.
- 31. International Monetary Fund , **International Working Group of Sovereign Wealth Funds Is Established to Facilitate Work on Voluntary Principles**, Press Release No. 08/97 , Washington: International Monetary Fund , May 1, 2008.
- 32. International Working Group of Sovereign Wealth Funds, " **Sovereign Wealth Fund: Generally Accepted Principles and Practices " Santiago Principles** ";October 2008.
- 33. Kalter Eliot: **Sovereign Wealth Fund**, **Investment Trends**, President of EM Strategies, and Co-Head of SovereigNET, The Fletcher School, Tufts University, January 2016.

- 34. Kunzel Peter and others: **Investment Objectives of Sovereign Wealth Funds: A Shifting Paradigm**, Economics of Sovereign Wealth Funds Issues for Policymakers, —Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2010.
- 35. Kurlantzick Joshua: A Fistful of Dinars, For a nation reeling from the subprime crisis, sovereign wealth funds can be more a blessing than a curse—but only if we make the right moves now., Democracy: A Journal of Ideas, FROM SPRING, NO 8, 2008.
- 36. Massi Markus, El Abbouri Mohamed: Mobilizing the potential of GCC Sovereign Wealth Funds for Mediterranean Partner Countries, The Boston Consulting Group, European Investment Bank (supervision); 30 August 2012.
- 37. Mehrpouya Afshin, and others: An Analysis of Proxy Voting and Engagement Policies and Practices of the Sovereign Wealth Funds, IRRCi SWF, Report October 2009.
- 38. Mezzacapo Simone: the so-called sovereign wealth funds regulatory issues financial stability and prudential supervision, European Communities, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, 2009.
- 39. Miracky William and others: Sovereign Wealth Fund, Investment Behavior ANALYSIS OF SOVEREIGN WEALTH FUND TRANSACTIONS DURING Q1 2009, monitor group, July 2009.
- 40. OECD: investment of sovereign wealth funds: are new rules needed?, Investment Newsletter, Issue 5, October 2007.
- 41. Vikas Papriwal: GCC SWFs —an increasingly local investment outlook, Emerging trends in the Sovereign Wealth Fund landscape, KPMG cutting through complexity, Middle East, May 2013.
- 42. Preqin Global Infrastructure Report : **Sovereign Wealth Funds Investing in Infrastructure** , May 2016.
- 43. Rozanov Andrew: **Who holds the wealth of nations?**, Central Banking Quarterly Journal, Volume 15, Number 4, May 2005.
- 44. Setser Brad and Ziemba Rachel, Understanding The New Financial Superpower: The Management of Gulf Cooperation Council Official

- **Foreign Assets**, New York, Roubini Global Economics RGE, December 2007.
- 45. Setser Brad and Ziemba Rachel: GCC Sovereign Funds: Reversal of Fortune, Council on Foreign Relations, Council on Foreign Relations, January 2009.
- 46. Shediac Richard and Samman Hatem: The Vital Role of Sovereign Wealth Funds in the GCC's Future, Printed in USA, Ideation Center Insight, 2009.
- 47. Steffen Kern: **SWFs and foreign investment policies an update**, Deutsche Bank Research, October 22, 2008.
- 48. Stephen Jen: **How Big Could Sovereign Wealth Funds Be by 2015?**, Morgan Stanley Research Global, 3 may 2007.
- 49. Stephen Jen: **The Definition of a Sovereign Wealth Fund**, Morgan Stanley, October 2007.
- 50. Summers Lawrence: Sovereign wealth funds shake the logic of capitalism., Financial Times, July 29, 2007.
- 51. Teslik Lee Hudson: **Sovereign Wealth Funds**, Updated: January 28. 2009.
- 52. Truman Edwin .M : Sovereign Wealth Funds: The Need for Greater Transparency and Accountability , Peterson Institute for International Economics, Privacy Policy, August 2007.
- 53. Truman Edwin M. and Fellow Senior: A Scoreboard for Sovereign Wealth Funds, Peterson Institute for International Economics, All rights reserved, October 19, 2007.
- 54. Truman Edwin M.: **A Blueprint for Sovereign Wealth Fund Best Practices**, Number PB 08-3, Washington, D.C.: Peterson Institute for International Economics, April 2008.
- 55. Truman Edwin M.: **Projet de Meilleures Pratiques pour les Fonds Souverains, Revue d'Economie Financière**, Peterson Institute for International Economics, 2009.
- 56. Truman Edwin M.: **Sovereign Wealth Funds: Is Asia Different?**, Working Paper Series, Peterson Institute for International Economics. june 2011.

- 57. Weiss Martin A: **Sovereign Wealth Funds: Background and Policy Issues for Congress**, CRS Report For Congress , Congressional Research Service , Order Code RL34336, Updated September 3, 2008.
- 58. WEISMAN STEVEN R.: Concern about 'sovereign wealth funds' spreads to Washington, The New York Times, AUG. 20, 2007.

د.التقارير:

- 1. Abu Dhabi Investment Authority: **ADIA Review 2009**, Prudent Global Growth
- 2. Abu Dhabi Investment Authority: **ADIA Review 2013**, Prudent Global Growth.
- 3. Abu Dhabi Investment Authority: **ADIA Review 2014**, Prudent Global Growth
- 4. Abu Dhabi Investment Authority: **ADIA Review 2015**, Prudent Global Growth,
- 5. China Investment Corporation: Annual Report 2014, Corporate Review.
- 6. China Investment Corporation: **Annual Report 2015**, Corporate Review.
- 7. Invesco Middle East: Invesco Middle East Asset Management Study 2012, Dubai, 2012.
- 8. Norges Bank Investment Management: Ten years of NBIM, Norges Bank Investment Management. **Annual Report 2007**, Published 25.03.2008.
- 9. NORGES BANK INVESTMENT MANAGEMENT, GOVERNMENT PENSION FUND GLOBAL 2014, ANNUAL REPORT, Norway.
- 10. NORGES BANK INVESTMENT MANAGEMENT, GOVERNMENT PENSION FUND GLOBAL 2015, ANNUAL REPORT, Norway.
- 11. Sovereign Wealth Fund Institute, "Kuwait Investment Authority", Updated 2008.
- 12. Sovereign Wealth Fund Institute, Linaburg-Maduell Transparency Index 2008.

- 13. Sovereign Wealth Fund Institute, Linaburg-Maduell Transparency Index 2010.
- 14. Sovereign Wealth Fund Institute, Linaburg-Maduell Transparency Index 2011.
- 15. Sovereign Wealth Fund Institute, Linaburg-Maduell Transparency Index 2012.
- 16. Sovereign Wealth Fund Institute, Linaburg-Maduell Transparency Index 2013.
- 17. Sovereign Wealth Fund Institute, Linaburg-Maduell Transparency Index 2014.
- 18. Sovereign Wealth Fund Institute, Linaburg-Maduell Transparency Index 2015.
- 19. Sovereign Wealth Fund Institute : **About Sovereign Wealth Funds** ,2008.
- 20. Sovereign Wealth Fund Institute, "Sovereign Wealth Fund Rankings, Largest Sovereign Wealth Funds by Assets Under Management", Sovereign Wealth Fund Institute, by Updated August 2015.
- 21. Sovereign Wealth Fund Institute, "Sovereign Wealth Fund Rankings" Updated December 2015.
- 22. Sovereign Wealth Fund Institute, "Sovereign Wealth Fund Rankings, Largest Sovereign Wealth Funds by Assets Under Management", Sovereign Wealth Fund Institute, by Updated December 2015.
- 23. Sovereign Wealth Fund Institute, "Sovereign Wealth Fund Rankings, Largest Sovereign Wealth Funds by Assets Under Management", Sovereign Wealth Fund Institute, by Updated February 2016.
- 24. Sovereign Wealth Fund Institute, "Sovereign Wealth Fund Rankings, Largest Sovereign Wealth Funds by Assets Under Management", Sovereign Wealth Fund Institute, by Updated June 2016.
- 25. Sovereign Wealth Fund Institute, "Sovereign Wealth Fund Rankings, Largest Sovereign Wealth Funds by Assets Under Management, Sovereign Wealth Fund Institute, by Updated September 2016.
- 26. Sovereign Wealth Center. 2016.
- 27. Temasek Holdings: Temasek Review 2015.

- 28. Temasek Holdings: Temasek Review 2014.
- 29. Temasek Holdings: Temasek Review 2015.
- 30. The Economist Intelligence Unit's: **Democracy Index 2015, Democracy in an age of anxiety**, A report by The Economist Intelligence Unit, The Economist Intelligence Unit Limited 2016.

ه.المواقع الرسمية:

- 1.NORGES BANK INVESTMENT MANAGEMENT:GOVERNMENT PENSION FUND GLOBAL THE FUND, Published
- 2. NORGES BANK INVESTMENT MANAGEMENT : HISTORY,.
- 3. NORGES BANK INVESTMENT MANAGEMENT GOVERNMENT PENSION FUND GLOBALTHE FUND .
- 4. Qatar Investment Authority

http://www.qia.qa

الملاحق:

الملحق رقم (1): أنواع صناديق الثروة السيادية وفقا لعدة معايير.

الملحق رقم (2): قيمة أصول الجهات الاستثمارية المؤسساتية العاملة في الأسواق المالية العالمية.

الملحق رقم (3): التطور التاريخي لبعض صناديق الثروة السيادية الأجنبية.

الملحق رقم (4): أصول صناديق الثروة السيادية خلال الصدمة النفطية الحالية .

الملحق رقم(5): المبادئ و الممارسات المتعارف عليها (GAPP)- "مبادئ سانتياغو"

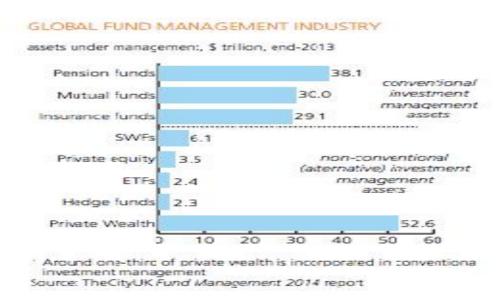
الملحق رقم (6): تطور الإيرادات من المحروقات للفترة ما بين 2011 و 2015.

الملحق رقم(1)

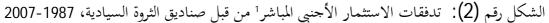
			الثروة السيادية	أنواع صناديق			
وفقا لحجم سوق الدولة	وفقا لمعيار الشفافية	وفقا للأهداف	وفقا لدرجة الاستقلالية	وفقا للنشاط:	وفقا لسيادة الدولة:	حسب الهدف من	تصنيفها وفقا لمصادر
المنشئة للصندوق و		الاستثمارية				إنشائها:	أصولها ،
حجم الصندوق							
-صناديق الثروة	- صناديق ثروة سيادية	- هيئات التنمية.	-صناديق سيادية	صناديق ثروة سيادية	- صناديق الثروة	- صناديق الاستقرار	-صناديق سلعية.
السيادية الكبيرة و	شفافة.	- داعمو السياسات.	حكومية	خاملة	السيادية لمرحلة ما بعد	- صناديق الادخار	-صناديق غير سلعية:
التابعة للدول الصغيرة.	- صناديق ثروة سيادية	-أدوات تنويع	-صناديق سيادية	- صناديق ثروة سيادية	الاستعمار.	للأجيال القادمة	
- صناديق الثروة	غير شفافة.	الاستثمار.	مستقلة	فعالة	- صناديق الثروة	- شركات استثمار	
السيادية الصغيرة و		- مديرو الأصول.			السيادية الريعية.	الاحتياطات	
التابعة للدول الصغيرة.					-صناديق الثروة	-صناديق التنمية	
- صناديق الثروة					السيادية المنتجة	- صناديق احتياطيات	
السيادية التابعة للدول					(الإنتاجية).	طوارئ التقاعد	
الكبيرة.					-صناديق الثروة		
					السيادية المناطقية		
					(الاقلمية) .		
					-صناديق الثروة		
					السيادية الأخلاقية		
					(الفاضلة)		

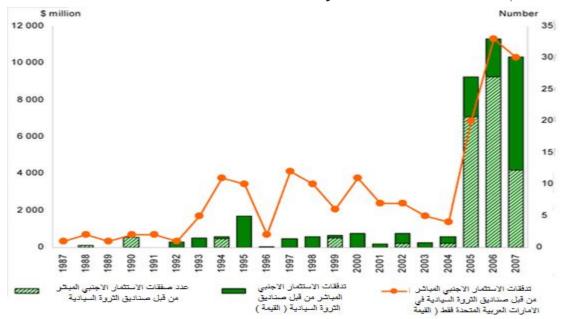
المصدر : من إعداد الطالبة اعتمادا على ما جاء في الدراسة .





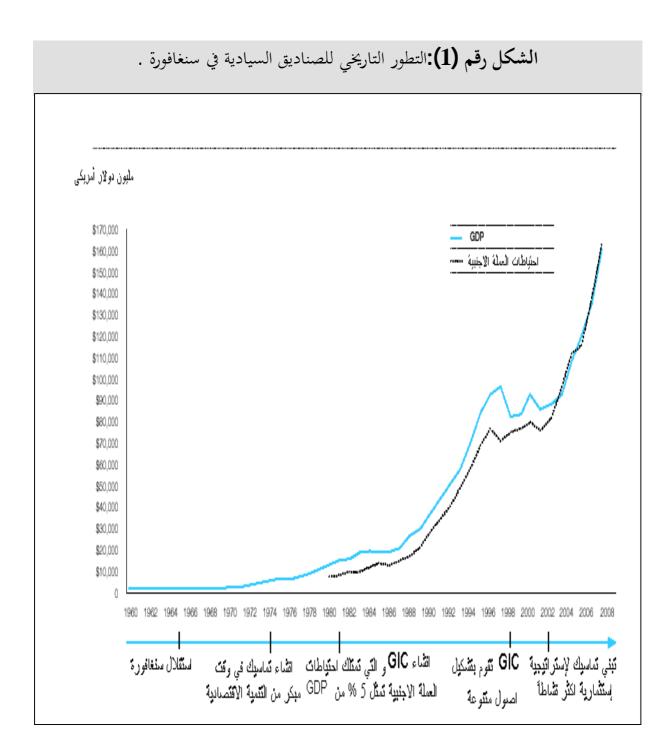
Source : Eliot Kalter : **Sovereign Wealth Fund , Investment Trends** , President of EM Strategies, and Co-Head of SovereigNET, The Fletcher School, Tufts University , January 2016. P 4,





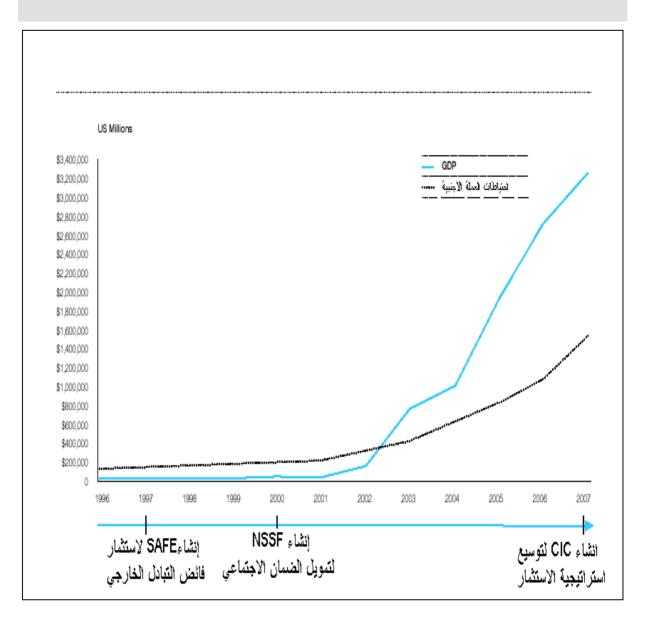
المصدر: الأونكتاد: صناديق الثروة السيادية بدأت تلعب دوراً رئيسياً في الاستثمار الأجنبي المباشر عن طريق عمليات الاندماج والشراء، سبتمبر 2008، ص2

¹ : عمليات شراء واندماج عبر الحدود فقط. ويفترض أن تكون الاستثمارات في المشاريع التأسيسية من قبل صناديق الثروة السيادية محدودة للغاية.

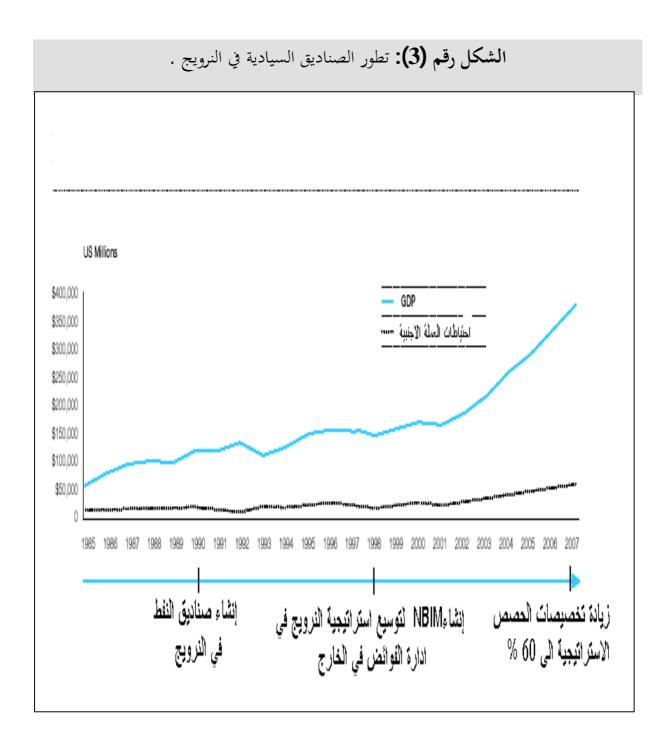


Source: Richard Shediac, Hatem Samman: Op-Cit, p15

الشكل رقم (2): التطور التاريخي للصناديق السيادية في الصين



Source: Richard Shediac, Hatem Samman: Op-Cit, p17.



Source: Richard Shediac, Hatem Samman, Op-Cit, p12.

الجدول رقم (1): حجم صناديق الثروة السيادية لشهر أوت سنة 2015

Country	Sovereign Wealth Fund Name	Assets \$Billion	Inception	Origin	Linaburg- Maduell Transparency Index
Norway	Government Pension Fund – Global	\$882	1990	Oil	10
UAE – Abu Dhabi	Abu Dhabi Investment Authority	\$773	1976	Oil	6
China	China Investment Corporation	\$746.7	2007	Non-Commodity	8
Saudi Arabia	SAMA Foreign Holdings	\$671.8	n/a	Oil	4
Kuwait	Kuwait Investment Authority	\$592	1953	Oil	6
China	SAFE Investment Company	\$547**	1997	Non-Commodity	4
China – Hong Kong	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	\$400.2	1993	Non-Commodity	8
Singapore	Government of Singapore Investment Corporation	\$344	1981	Non-Commodity	6
Qatar	Qatar Investment Authority	\$256	2005	Oil & Gas	5
China	National Social Security Fund	\$236	2000	Non-Commodity	5
Singapore	Temasek Holdings	\$193.6	1974	Non-Commodity	10
UAE – Dubai	Investment Corporation of Dubai	\$183	2006	Non-Commodity	5
UAE – Abu Dhabi	Abu Dhabi Investment Council	\$110	2007	Oil	n/a
Australia	Australian Future Fund	\$95	2006	Non-Commodity	10
Russia	Reserve Fund	\$88.9	2008	Oil	5
South Korea	Korea Investment Corporation	\$84.7	2005	Non-Commodity	9
Russia	National Welfare Fund	\$79.9	2008	Oil	5
Kazakhstan	Samruk-Kazyna JSC	\$77.5	2008	Non-Commodity	n/a
Kazakhstan	Kazakhstan National Fund	\$77	2000	Oil	2
UAE – Abu Dhabi	International Petroleum Investment Company	\$66.3	1984	Oil	9
UAE – Abu Dhabi	Mubadala Development Company	\$66.3	2002	Oil	10
Libya	Libyan Investment Authority	\$66	2006	Oil	1
Iran	National Development Fund of Iran	\$62	2011	Oil & Gas	5
US – Alaska	Alaska Permanent Fund	\$53.9	1976	Oil	10
Algeria	Revenue Regulation Fund	\$50	2000	Oil & Gas	1
Malaysia	Khazanah Nasional	\$41.6	1993	Non-Commodity	9

Brunei	Brunei Investment Agency	\$40	1983	Oil	1
US – Texas	Texas Permanent School Fund	\$37.7	1854	Oil & Other	9
Azerbaijan	State Oil Fund	\$37.3	1999	Oil	10
Ireland	National Pensions Reserve Fund	\$27.4	2001	Non-Commodity	10
France	Strategic Investment Fund	\$25.5	2008	Non-Commodity	9
New Zealand	New Zealand Superannuation Fund	\$21.8	2003	Non-Commodity	10
US – New	New Mexico State Investment Council	\$19.8	1958	Oil & Gas	9
Mexico					
Iraq	Development Fund for Iraq	\$18	2003	Oil	n/a
Canada	Alberta's Heritage Fund	\$17.5	1976	Oil	9
US – Texas	Permanent University Fund	\$17.2	1876	Oil & Gas	n/a
East Timor	Timor-Leste Petroleum Fund	\$16.6	2005	Oil & Gas	8
Chile	Social and Economic Stabilization Fund	\$15.2	2007	Copper	10
UAE –	Emirates Investment Authority	\$15	2007	Oil	3
Federal					
Russia	Russian Direct Investment Fund	\$13	2011	Non-Commodity	n/a
Oman	State General Reserve Fund	\$13	1980	Oil & Gas	4
Bahrain	Mumtalakat Holding Company	\$10.5	2006	Non-Commodity	10
Peru	Fiscal Stabilization Fund	\$9.2	1999	Non-Commodity	n/a
Chile	Pension Reserve Fund	\$7.9	2006	Copper	10
Mexico	Oil Revenues Stabilization Fund of Mexico	\$6.0	2000	Oil	4
Oman	Oman Investment Fund	\$6.0	2006	Oil	4
Italy	Italian Strategic Fund	\$6.0	2011	Non-Commodity	n/a
Botswana	Pula Fund	\$5.7	1994	Diamonds & Minerals	6
US –	Permanent Wyoming Mineral Trust Fund	\$5.6	1974	Minerals	9
Wyoming					
Trinidad &	Heritage and Stabilization Fund	\$5.5	2000	Oil	8
Tobago					
Brazil	Sovereign Fund of Brazil	\$5.3	2008	Non-Commodity	9
Saudi Arabia	Public Investment Fund	\$5.3	2008	Oil	4
China	China-Africa Development Fund	\$5.0	2007	Non-Commodity	5
Angola	Fundo Soberano de Angola	\$5.0	2012	Oil	8
US – North	North Dakota Legacy Fund	\$3.2	2011	Oil & Gas	n/a
Dakota					
US –	Alabama Trust Fund	\$2.5	1985	Oil & Gas	9
Alabama					
Kazakhstan	National Investment Corporation	\$2	2012	Oil	n/a

Nigeria –	Bayelsa Development and Investment Corporation	\$1.5	2012	Non-Commodity	N/A
Bayelsa					
Nigeria	Nigerian Sovereign Investment Authority	\$1.4	2012	Oil	9
US –	Louisiana Education Quality Trust Fund	\$1.3	1986	Oil & Gas	n/a
Louisiana					
Panama	Fondo de Ahorro de Panamá	\$1.2	2012	Non-Commodity	n/a
UAE – Ras	RAK Investment Authority	\$1.2	2005	Oil	3
Al Khaimah					
Bolivia	FINPRO	\$1.2	2012	Non-Commodity	n/a
Senegal	Senegal FONSIS	\$1	2012	Non-Commodity	n/a
Palestine	Palestine Investment Fund	\$0.8	2003	Non-Commodity	n/a
Venezuela	FEM	\$0.8	1998	Oil	1
Kiribati	Revenue Equalization Reserve Fund	\$0.6	1956	Phosphates	1
Vietnam	State Capital Investment Corporation	\$0.5	2006	Non-Commodity	4
Gabon	Gabon Sovereign Wealth Fund	\$0.4	1998	Oil	n/a
Ghana	Ghana Petroleum Funds	\$0.45	2011	Oil	n/a
Indonesia	Government Investment Unit	\$0.3	2006	Non-Commodity	n/a
Mauritania	National Fund for Hydrocarbon Reserves	\$0.3	2006	Oil & Gas	1
Australia	Western Australian Future Fund	\$0.3	2012	Minerals	n/a
Mongolia	Fiscal Stability Fund	\$0.3	2011	Minerals	n/a
Equatorial	Fund for Future Generations	\$0.08	2002	Oil	n/a
Guinea					
Papua New	Papua New Guinea Sovereign Wealth Fund	n/a	2011	Gas	n/a
Guinea					
Turkmenistan	Turkmenistan Stabilization Fund	n/a	2008	Oil & Gas	n/a
US – West	West Virginia Future Fund	n/a	2014	Oil & Gas	n/a
Virginia		1			
Mexico	Fondo Mexicano del Petroleo	n/a	2014	Oil & Gas	n/a
	Total Oil & Gas Related	\$4,168.6			
	Total Other	\$3,115.1			
	TOTAL	7,283.7			

^{**}This number is a best guess estimation.

Source: Sovereign Wealth Fund Institute

^{***}All figures quoted are from official sources, or, where the institutions concerned do not issue statistics of their assets, from other publicly available sources. Some of these figures are best estimates as market values change day to day. Total figures are rounded to the nearest tenth.

Updated August 2015

الجدول رقم (2): حجم صناديق الثروة السيادية لشهر ديسمبر سنة 2015

Country	Sovereign Wealth Fund Name	Assets USD- Bil	Inception	Origin	Linaburg- Maduell Transparency Index
Norway	Government Pension Fund – Global	824.9	1990	Oil	10
UAE – Abu Dhabi	Abu Dhabi Investment Authority	773	1976	Oil	6
China	China Investment Corporation	746.7	2007	Non-Commodity	8
Saudi Arabia	SAMA Foreign Holdings	632.3	n/a	Oil	4
Kuwait	Kuwait Investment Authority	592	1953	Oil	6
China	SAFE Investment Company	547**	1997	Non-Commodity	4
China – Hong Kong	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	417.9	1993	Non-Commodity	8
Singapore	Government of Singapore Investment Corporation	344	1981	Non-Commodity	6
Qatar	Qatar Investment Authority	256	2005	Oil & Gas	5
China	National Social Security Fund	236	2000	Non-Commodity	5
Singapore	Temasek Holdings	193.6	1974	Non-Commodity	10
UAE – Dubai	Investment Corporation of Dubai	183	2006	Non-Commodity	5
UAE – Abu Dhabi	Abu Dhabi Investment Council	110	2007	Oil	n/a
Australia	Australian Future Fund	95	2006	Non-Commodity	10
Kazakhstan	Samruk-Kazyna JSC	85.1	2008	Non-Commodity	n/a
South Korea	Korea Investment Corporation	84.7	2005	Non-Commodity	9
Kazakhstan	Kazakhstan National Fund	77	2000	Oil	2
Russia	National Welfare Fund	73.5	2008	Oil	5
UAE – Abu Dhabi	International Petroleum Investment Company	66.3	1984	Oil	9
UAE – Abu Dhabi	Mubadala Development Company	66.3	2002	Oil	10
Libya	Libyan Investment Authority	66	2006	Oil	1
Russia	Reserve Fund	65.7	2008	Oil	5
Iran	National Development Fund of Iran	62	2011	Oil & Gas	5
US – Alaska	Alaska Permanent Fund	53.9	1976	Oil	10
Algeria	Revenue Regulation Fund	50	2000	Oil & Gas	1
Malaysia	Khazanah Nasional	41.6	1993	Non-Commodity	9

Brunei	Brunei Investment Agency	40	1983	Oil	1
US – Texas	Texas Permanent School Fund	37.7	1854	Oil & Other	9
Azerbaijan	State Oil Fund	37.3	1999	Oil	10
France	Strategic Investment Fund	25.5	2008	Non-Commodity	9
Ireland	Ireland Strategic Investment Fund	23.5	2001	Non-Commodity	10
New Zealand	New Zealand Superannuation Fund	20.2	2003	Non-Commodity	10
US – New	New Mexico State Investment Council	19.8	1958	Oil & Gas	9
Mexico					
Canada	Alberta's Heritage Fund	17.5	1976	Oil	9
US – Texas	Permanent University Fund	17.2	1876	Oil & Gas	n/a
East Timor	Timor-Leste Petroleum Fund	16.9	2005	Oil & Gas	8
Chile	Social and Economic Stabilization Fund	15.2	2007	Copper	10
UAE –	Emirates Investment Authority	15	2007	Oil	3
Federal					
Russia	Russian Direct Investment Fund	13	2011	Non-Commodity	n/a
Oman	State General Reserve Fund	13	1980	Oil & Gas	4
Bahrain	Mumtalakat Holding Company	11.1	2006	Non-Commodity	10
Peru	Fiscal Stabilization Fund	9.2	1999	Non-Commodity	n/a
Chile	Pension Reserve Fund	7.9	2006	Copper	10
Mexico	Oil Revenues Stabilization Fund of Mexico	6.0	2000	Oil	4
Oman	Oman Investment Fund	6.0	2006	Oil	4
Italy	Italian Strategic Fund	6.0	2011	Non-Commodity	n/a
Botswana	Pula Fund	5.7	1994	Diamonds & Minerals	6
US –	Permanent Wyoming Mineral Trust Fund	5.6	1974	Minerals	9
Wyoming					
Trinidad &	Heritage and Stabilization Fund	5.5	2000	Oil	8
Tobago					
Brazil	Sovereign Fund of Brazil	5.3	2008	Non-Commodity	9
Saudi Arabia	Public Investment Fund	5.3	2008	Oil	4
China	China-Africa Development Fund	5.0	2007	Non-Commodity	5
Angola	Fundo Soberano de Angola	5.0	2012	Oil	8
US – North	North Dakota Legacy Fund	3.2	2011	Oil & Gas	n/a
Dakota					
US –	Alabama Trust Fund	2.5	1985	Oil & Gas	9
Alabama					
Kazakhstan	National Investment Corporation	2	2012	Oil	n/a
Nigeria –	Bayelsa Development and Investment Corporation	1.5	2012	Non-Commodity	N/A

Bayelsa					
Nigeria	Nigerian Sovereign Investment Authority	1.4	2012	Oil	9
US –	Louisiana Education Quality Trust Fund	1.3	1986	Oil & Gas	n/a
Louisiana	·				
Panama	Fondo de Ahorro de Panamá	1.2	2012	Non-Commodity	n/a
UAE – Ras	RAK Investment Authority	1.2	2005	Oil	3
Al Khaimah					
Bolivia	FINPRO	1.2	2012	Non-Commodity	n/a
Senegal	Senegal FONSIS	1	2012	Non-Commodity	n/a
Iraq	Development Fund for Iraq	0.9	2003	Oil	n/a
Palestine	Palestine Investment Fund	0.8	2003	Non-Commodity	n/a
Venezuela	FEM	0.8	1998	Oil	1
Kiribati	Revenue Equalization Reserve Fund	0.6	1956	Phosphates	1
Vietnam	State Capital Investment Corporation	0.5	2006	Non-Commodity	4
Gabon	Gabon Sovereign Wealth Fund	0.4	1998	Oil	n/a
Ghana	Ghana Petroleum Funds	0.45	2011	Oil	n/a
Indonesia	Government Investment Unit	0.3	2006	Non-Commodity	n/a
Mauritania	National Fund for Hydrocarbon Reserves	0.3	2006	Oil & Gas	1
Australia	Western Australian Future Fund	0.3	2012	Minerals	n/a
Mongolia	Fiscal Stability Fund	0.3	2011	Minerals	n/a
Equatorial	Fund for Future Generations	0.08	2002	Oil	n/a
Guinea					
Papua New	Papua New Guinea Sovereign Wealth Fund	n/a	2011	Gas	n/a
Guinea					
Turkmenistan	Turkmenistan Stabilization Fund	n/a	2008	Oil & Gas	n/a
US – West	West Virginia Future Fund	n/a	2014	Oil & Gas	n/a
Virginia					
Mexico	Fondo Mexicano del Petroleo	n/a	2014	Oil & Gas	n/a
	Total Oil & Gas Related	\$4,021.4			
	Total Other	\$3,135.5			
	TOTAL	\$7,156.9			

^{**}This number is a best guess estimation.

Source: Sovereign Wealth Fund Institute

^{***} All figures quoted are from official sources, or, where the institutions concerned do not issue statistics of their assets, from other publicly available sources. Some of these figures are best estimates as market values change day to day. Total figures are rounded to the nearest tenth.
Updated December 2015

الجدول رقم (3): حجم صناديق الثروة السيادية لشهر فيفري سنة 2016

Country	Sovereign Wealth Fund Name	Assets USD- Bil	Inception	Origin	Linaburg- Maduell Transparency Index
Norway	Government Pension Fund – Global	824.9	1990	Oil	10
UAE – Abu Dhabi	Abu Dhabi Investment Authority	773	1976	Oil	6
China	China Investment Corporation	746.7	2007	Non-Commodity	8
Saudi Arabia	SAMA Foreign Holdings	632.3	n/a	Oil	4
Kuwait	Kuwait Investment Authority	592	1953	Oil	6
China	SAFE Investment Company	474**	1997	Non-Commodity	4
China – Hong Kong	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	442.4	1993	Non-Commodity	8
Singapore	Government of Singapore Investment Corporation	344	1981	Non-Commodity	6
Qatar	Qatar Investment Authority	256	2005	Oil & Gas	5
China	National Social Security Fund	236	2000	Non-Commodity	5
Singapore	Temasek Holdings	193.6	1974	Non-Commodity	10
UAE – Dubai	Investment Corporation of Dubai	183	2006	Non-Commodity	5
UAE – Abu Dhabi	Abu Dhabi Investment Council	110	2007	Oil	n/a
Australia	Australian Future Fund	95	2006	Non-Commodity	10
South Korea	Korea Investment Corporation	91.8	2005	Non-Commodity	9
Kazakhstan	Samruk-Kazyna JSC	85.1	2008	Non-Commodity	n/a
Kazakhstan	Kazakhstan National Fund	77	2000	Oil	2
Russia	National Welfare Fund	73.5	2008	Oil	5
UAE – Abu Dhabi	International Petroleum Investment Company	66.3	1984	Oil	9
UAE – Abu Dhabi	Mubadala Development Company	66.3	2002	Oil	10
Libya	Libyan Investment Authority	66	2006	Oil	1
Russia	Reserve Fund	65.7	2008	Oil	5
Iran	National Development Fund of Iran	62	2011	Oil & Gas	5
US – Alaska	Alaska Permanent Fund	53.9	1976	Oil	10
Algeria	Revenue Regulation Fund	50	2000	Oil & Gas	1
Malaysia	Khazanah Nasional	41.6	1993	Non-Commodity	9

Brunei	Brunei Investment Agency	40	1983	Oil	1
US – Texas	Texas Permanent School Fund	37.7	1854	Oil & Other	9
Azerbaijan	State Oil Fund	37.3	1999	Oil	10
Oman	State General Reserve Fund	34	1980	Oil & Gas	4
France	Strategic Investment Fund	25.5	2008	Non-Commodity	9
Ireland	Ireland Strategic Investment Fund	23.5	2001	Non-Commodity	10
New Zealand	New Zealand Superannuation Fund	20.2	2003	Non-Commodity	10
US – New	New Mexico State Investment Council	19.8	1958	Oil & Gas	9
Mexico					
Canada	Alberta's Heritage Fund	17.5	1976	Oil	9
US – Texas	Permanent University Fund	17.2	1876	Oil & Gas	n/a
East Timor	Timor-Leste Petroleum Fund	16.9	2005	Oil & Gas	8
Chile	Social and Economic Stabilization Fund	15.2	2007	Copper	10
UAE –	Emirates Investment Authority	15	2007	Oil	3
Federal					
Russia	Russian Direct Investment Fund	13	2011	Non-Commodity	n/a
Bahrain	Mumtalakat Holding Company	11.1	2006	Non-Commodity	10
Peru	Fiscal Stabilization Fund	9.2	1999	Non-Commodity	n/a
Chile	Pension Reserve Fund	7.9	2006	Copper	10
Mexico	Oil Revenues Stabilization Fund of Mexico	6.0	2000	Oil	4
Oman	Oman Investment Fund	6.0	2006	Oil	4
Italy	Italian Strategic Fund	6.0	2011	Non-Commodity	n/a
Botswana	Pula Fund	5.7	1994	Diamonds & Minerals	6
US –	Permanent Wyoming Mineral Trust Fund	5.6	1974	Minerals	9
Wyoming					
Trinidad &	Heritage and Stabilization Fund	5.5	2000	Oil	8
Tobago					
Brazil	Sovereign Fund of Brazil	5.3	2008	Non-Commodity	9
Saudi Arabia	Public Investment Fund	5.3	2008	Oil	4
China	China-Africa Development Fund	5.0	2007	Non-Commodity	5
Angola	Fundo Soberano de Angola	5.0	2012	Oil	8
US – North	North Dakota Legacy Fund	3.2	2011	Oil & Gas	n/a
Dakota			1		
US –	Alabama Trust Fund	2.5	1985	Oil & Gas	9
Alabama					
Kazakhstan	National Investment Corporation	2	2012	Oil	n/a
Nigeria –	Bayelsa Development and Investment Corporation	1.5	2012	Non-Commodity	N/A

Bayelsa					
Nigeria	Nigerian Sovereign Investment Authority	1.4	2012	Oil	9
US –	Louisiana Education Quality Trust Fund	1.3	1986	Oil & Gas	n/a
Louisiana	·				
Panama	Fondo de Ahorro de Panamá	1.2	2012	Non-Commodity	n/a
UAE – Ras	RAK Investment Authority	1.2	2005	Oil	3
Al Khaimah					
Bolivia	FINPRO	1.2	2012	Non-Commodity	n/a
Senegal	Senegal FONSIS	1	2012	Non-Commodity	n/a
Iraq	Development Fund for Iraq	0.9	2003	Oil	n/a
Palestine	Palestine Investment Fund	0.8	2003	Non-Commodity	n/a
Venezuela	FEM	0.8	1998	Oil	1
Kiribati	Revenue Equalization Reserve Fund	0.6	1956	Phosphates	1
Vietnam	State Capital Investment Corporation	0.5	2006	Non-Commodity	4
Gabon	Gabon Sovereign Wealth Fund	0.4	1998	Oil	n/a
Ghana	Ghana Petroleum Funds	0.45	2011	Oil	n/a
Indonesia	Government Investment Unit	0.3	2006	Non-Commodity	n/a
Mauritania	National Fund for Hydrocarbon Reserves	0.3	2006	Oil & Gas	1
Australia	Western Australian Future Fund	0.3	2012	Minerals	n/a
Mongolia	Fiscal Stability Fund	0.3	2011	Minerals	n/a
Equatorial	Fund for Future Generations	0.08	2002	Oil	n/a
Guinea					
Papua New	Papua New Guinea Sovereign Wealth Fund	n/a	2011	Gas	n/a
Guinea					
Turkmenistan	Turkmenistan Stabilization Fund	n/a	2008	Oil & Gas	n/a
US – West	West Virginia Future Fund	n/a	2014	Oil & Gas	n/a
Virginia					
Mexico	Fondo Mexicano del Petroleo	n/a	2014	Oil & Gas	n/a
	Total Oil & Gas Related	\$4,042.4			
	Total Other	\$3,045.6			
	TOTAL	\$7,088.0			

^{**}This number is a best guess estimation.

Source: Sovereign Wealth Fund Institute

^{***} All figures quoted are from official sources, or, where the institutions concerned do not issue statistics of their assets, from other publicly available sources. Some of these figures are best estimates as market values change day to day. Total figures are rounded to the nearest tenth. Updated February 2016

الجدول رقم (4): حجم صناديق الثروة السيادية لشهر جوان سنة 2016

Country	Sovereign Wealth Fund Name	Assets USD- Bil	Inception	Origin	Linaburg- Maduell Transparency Index
Norway	Government Pension Fund – Global	850	1990	Oil	10
China	China Investment Corporation	813.8	2007	Non-Commodity	8
UAE – Abu Dhabi	Abu Dhabi Investment Authority	792	1976	Oil	6
Saudi Arabia	SAMA Foreign Holdings	598.4	n/a	Oil	4
Kuwait	Kuwait Investment Authority	592	1953	Oil	6
China	SAFE Investment Company	474**	1997	Non-Commodity	4
China – Hong Kong	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	442.4	1993	Non-Commodity	8
Singapore	Government of Singapore Investment Corporation	350	1981	Non-Commodity	6
Qatar	Qatar Investment Authority	335	2005	Oil & Gas	5
China	National Social Security Fund	236	2000	Non-Commodity	5
UAE – Dubai	Investment Corporation of Dubai	196	2006	Non-Commodity	5
Singapore	Temasek Holdings	193.6	1974	Non-Commodity	10
Saudi Arabia	Public Investment Fund	160	2008	Oil	4
UAE – Abu Dhabi	Abu Dhabi Investment Council	110	2007	Oil	n/a
Australia	Australian Future Fund	95	2006	Non-Commodity	10
South Korea	Korea Investment Corporation	91.8	2005	Non-Commodity	9
Kazakhstan	Kazakhstan National Fund	77	2000	Oil	2
Russia	National Welfare Fund	73.5	2008	Oil	5
Kazakhstan	Samruk-Kazyna JSC	69.3	2008	Non-Commodity	n/a
UAE – Abu Dhabi	International Petroleum Investment Company	66.3	1984	Oil	9
UAE – Abu Dhabi	Mubadala Development Company	66.3	2002	Oil	10
Libya	Libyan Investment Authority	66	2006	Oil	1
Russia	Reserve Fund	65.7	2008	Oil	5
Iran	National Development Fund of Iran	62	2011	Oil & Gas	5
US – Alaska	Alaska Permanent Fund	53.9	1976	Oil	10
Algeria	Revenue Regulation Fund	50	2000	Oil & Gas	1

Brunei	Brunei Investment Agency	40	1983	Oil	1
US – Texas	Texas Permanent School Fund	37.7	1854	Oil & Other	9
Azerbaijan	State Oil Fund	37.3	1999	Oil	10
Malaysia	Khazanah Nasional	34.9	1993	Non-Commodity	9
Oman	State General Reserve Fund	34	1980	Oil & Gas	4
Ireland	Ireland Strategic Investment Fund	23.5	2001	Non-Commodity	10
New Zealand	New Zealand Superannuation Fund	20.2	2003	Non-Commodity	10
US – New	New Mexico State Investment Council	19.8	1958	Oil & Gas	9
Mexico					
Canada	Alberta's Heritage Fund	17.5	1976	Oil	9
US – Texas	Permanent University Fund	17.2	1876	Oil & Gas	n/a
East Timor	Timor-Leste Petroleum Fund	16.9	2005	Oil & Gas	8
Chile	Social and Economic Stabilization Fund	15.2	2007	Copper	10
UAE –	Emirates Investment Authority	15	2007	Oil	3
Federal					
Russia	Russian Direct Investment Fund	13	2011	Non-Commodity	n/a
Bahrain	Mumtalakat Holding Company	10.6	2006	Non-Commodity	10
Peru	Fiscal Stabilization Fund	9.2	1999	Non-Commodity	n/a
Chile	Pension Reserve Fund	7.9	2006	Copper	10
Mexico	Oil Revenues Stabilization Fund of Mexico	6.0	2000	Oil	4
Oman	Oman Investment Fund	6.0	2006	Oil	4
Italy	Italian Strategic Fund	6.0	2011	Non-Commodity	n/a
Botswana	Pula Fund	5.7	1994	Diamonds & Minerals	6
US –	Permanent Wyoming Mineral Trust Fund	5.6	1974	Minerals	9
Wyoming					
Trinidad &	Heritage and Stabilization Fund	5.5	2000	Oil	8
Tobago					
Brazil	Sovereign Fund of Brazil	5.3	2008	Non-Commodity	9
China	China-Africa Development Fund	5.0	2007	Non-Commodity	5
Angola	Fundo Soberano de Angola	5.0	2012	Oil	8
US – North	North Dakota Legacy Fund	3.2	2011	Oil & Gas	n/a
Dakota					
US –	Alabama Trust Fund	2.5	1985	Oil & Gas	9
Alabama					
Kazakhstan	National Investment Corporation	2	2012	Oil	n/a
Nigeria –	Bayelsa Development and Investment Corporation	1.5	2012	Non-Commodity	N/A
Bayelsa					

Nigeria	Nigerian Sovereign Investment Authority	1.4	2012	Oil	9
US –	Louisiana Education Quality Trust Fund	1.3	1986	Oil & Gas	n/a
Louisiana	·				
Panama	Fondo de Ahorro de Panamá	1.2	2012	Non-Commodity	10
UAE – Ras	RAK Investment Authority	1.2	2005	Oil	3
Al Khaimah					
Bolivia	FINPRO	1.2	2012	Non-Commodity	n/a
Senegal	Senegal FONSIS	1	2012	Non-Commodity	n/a
Iraq	Development Fund for Iraq	0.9	2003	Oil	n/a
Palestine	Palestine Investment Fund	0.8	2003	Non-Commodity	n/a
Venezuela	FEM	0.8	1998	Oil	1
Kiribati	Revenue Equalization Reserve Fund	0.6	1956	Phosphates	1
Vietnam	State Capital Investment Corporation	0.5	2006	Non-Commodity	4
Gabon	Gabon Sovereign Wealth Fund	0.4	1998	Oil	n/a
Ghana	Ghana Petroleum Funds	0.45	2011	Oil	n/a
Indonesia	Government Investment Unit	0.3	2006	Non-Commodity	n/a
Mauritania	National Fund for Hydrocarbon Reserves	0.3	2006	Oil & Gas	1
Australia	Western Australian Future Fund	0.3	2012	Minerals	n/a
Mongolia	Fiscal Stability Fund	0.3	2011	Minerals	n/a
Equatorial	Fund for Future Generations		2002	Oil	n/a
Guinea					
Papua New	Papua New Guinea Sovereign Wealth Fund	n/a	2011	Gas	n/a
Guinea		n/a			
Turkmenistan			2008	Oil & Gas	n/a
US – West	West Virginia Future Fund	n/a	2014	Oil & Gas	n/a
Virginia		n/a			
Mexico	Fondo Mexicano del Petroleo		2014	Oil & Gas	n/a
	Total Oil & Gas Related				
	Total Other	\$3,083.2 \$7,369.5			
	TOTAL				

^{**}This number is a best guess estimation. Source: Sovereign Wealth Fund Institute

^{****}All figures quoted are from official sources, or, where the institutions concerned do not issue statistics of their assets, from other publicly available sources. Some of these figures are best estimates as market values change day to day. Total figures are rounded to the nearest tenth.

Updated June 2016

الجدول رقم (5): حجم صناديق الثروة السيادية لشهر سبتمبر سنة 2016

Country	Sovereign Wealth Fund Name	Assets USD- Bil	Inception	Origin	Linaburg- Maduell Transparency Index
Norway	Government Pension Fund – Global	885	1990	Oil	10
China	China Investment Corporation	813.8	2007	Non-Commodity	8
UAE – Abu Dhabi	Abu Dhabi Investment Authority	792	1976	Oil	6
Saudi Arabia	SAMA Foreign Holdings	598.4	n/a	Oil	4
Kuwait	Kuwait Investment Authority	592	1953	Oil	6
China	SAFE Investment Company	474**	1997	Non-Commodity	4
China – Hong Kong	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	442.4	1993	Non-Commodity	8
Singapore	Government of Singapore Investment Corporation	350	1981	Non-Commodity	6
Qatar	Qatar Investment Authority	335	2005	Oil & Gas	5
China	National Social Security Fund	236	2000	Non-Commodity	5
UAE – Dubai	Investment Corporation of Dubai	196	2006	Non-Commodity	5
Singapore	Temasek Holdings	193.6	1974	Non-Commodity	10
Saudi Arabia	Public Investment Fund	160	2008	Oil	4
UAE – Abu Dhabi	Abu Dhabi Investment Council		2007	Oil	n/a
Australia	Australian Future Fund	95	2006	Non-Commodity	10
South Korea	Korea Investment Corporation	91.8	2005	Non-Commodity	9
Kazakhstan	Kazakhstan National Fund	77	2000	Oil	2
Russia	National Welfare Fund	73.5	2008	Oil	5
Kazakhstan	Samruk-Kazyna JSC	69.3	2008	Non-Commodity	10
UAE – Abu Dhabi	International Petroleum Investment Company	66.3	1984	Oil	9
UAE – Abu Dhabi	Mubadala Development Company	66.3	2002	Oil	10
Libya	Libyan Investment Authority		2006	Oil	1
Russia	Reserve Fund		2008	Oil	5
Iran	National Development Fund of Iran		2011	Oil & Gas	5
US – Alaska	Alaska Permanent Fund		1976	Oil	10
Algeria	Revenue Regulation Fund	50	2000	Oil & Gas	1

Brunei	Brunei Investment Agency	40	1983	Oil	1
US – Texas	Texas Permanent School Fund	37.7	1854	Oil & Other	9
Azerbaijan	State Oil Fund	37.3	1999	Oil	10
Malaysia	Khazanah Nasional	34.9	1993	Non-Commodity	9
Oman	State General Reserve Fund	34	1980	Oil & Gas	4
Ireland	Ireland Strategic Investment Fund	23.5	2001	Non-Commodity	10
New Zealand	New Zealand Superannuation Fund	20.2	2003	Non-Commodity	10
US – New	New Mexico State Investment Council	19.8	1958	Oil & Gas	9
Mexico					
Canada	Alberta's Heritage Fund	17.5	1976	Oil	9
US – Texas	Permanent University Fund	17.2	1876	Oil & Gas	n/a
East Timor	Timor-Leste Petroleum Fund	16.9	2005	Oil & Gas	8
Chile	Social and Economic Stabilization Fund	15.2	2007	Copper	10
UAE –	Emirates Investment Authority	15	2007	Oil	3
Federal					
Russia	Russian Direct Investment Fund	13	2011	Non-Commodity	n/a
Bahrain	Mumtalakat Holding Company	10.6	2006	Non-Commodity	10
Peru	Fiscal Stabilization Fund	9.2	1999	Non-Commodity	n/a
Chile	Pension Reserve Fund	7.9	2006	Copper	10
Mexico	Oil Revenues Stabilization Fund of Mexico	6.0	2000	Oil	4
Oman	Oman Investment Fund	6.0	2006	Oil	4
Botswana	Pula Fund	5.7	1994	Diamonds & Minerals	6
US –	Permanent Wyoming Mineral Trust Fund	5.6	1974	Minerals	9
Wyoming		5.5			
Trinidad &	Heritage and Stabilization Fund		2000	Oil	8
Tobago					_
China	China-Africa Development Fund	5.0	2007	Non-Commodity	5
Angola	Fundo Soberano de Angola	5.0	2012	Oil	8
US – North	North Dakota Legacy Fund		2011	Oil & Gas	n/a
Dakota	411 m P 1	2.5	1007	0.11.01.01	
US –	Alabama Trust Fund		1985	Oil & Gas	9
Alabama		2	2012		,
Kazakhstan	National Investment Corporation		2012	Oil	n/a
Nigeria –	Bayelsa Development and Investment Corporation		2012	Non-Commodity	N/A
Bayelsa	N' ' O ' I d d 'd	1.4	2012	0.1	0
Nigeria	Nigerian Sovereign Investment Authority	1.4	2012	Oil	9
US –	Louisiana Education Quality Trust Fund		1986	Oil & Gas	n/a

Louisiana					
Panama	Fondo de Ahorro de Panamá	1.2	2012	Non-Commodity	10
UAE – Ras	RAK Investment Authority		2005	Oil	3
Al Khaimah					
Bolivia	FINPRO	1.2	2012	Non-Commodity	n/a
Senegal	Senegal FONSIS	1	2012	Non-Commodity	n/a
Iraq	Development Fund for Iraq	0.9	2003	Oil	n/a
Palestine	Palestine Investment Fund	0.8	2003	Non-Commodity	n/a
Venezuela	FEM	0.8	1998	Oil	1
Kiribati	Revenue Equalization Reserve Fund	0.6	1956	Phosphates	1
Vietnam	State Capital Investment Corporation	0.5	2006	Non-Commodity	4
Brazil	Sovereign Fund of Brazil	0.5	2008	Non-Commodity	9
Gabon	Gabon Sovereign Wealth Fund	0.4	1998	Oil	n/a
Ghana	Ghana Petroleum Funds	0.45	2011	Oil	n/a
Indonesia	Government Investment Unit	0.3	2006	Non-Commodity	n/a
Mauritania	National Fund for Hydrocarbon Reserves	0.3	2006	Oil & Gas	1
Australia	Western Australian Future Fund	0.3	2012	Minerals	n/a
Mongolia	Fiscal Stability Fund	0.3	2011	Minerals	n/a
Equatorial	Fund for Future Generations		2002	Oil	n/a
Guinea					
Papua New	Papua New Guinea Sovereign Wealth Fund	n/a	2011	Gas	n/a
Guinea					
Turkmenistan	Turkmenistan Stabilization Fund	n/a	2008	Oil & Gas	n/a
US – West	West Virginia Future Fund	n/a	2014	Oil & Gas	n/a
Virginia					
Mexico	Fondo Mexicano del Petroleo	n/a	2014	Oil & Gas	n/a
	Total Oil & Gas Related	\$4,321.3			
	Total Other	\$3,072.4			
	TOTAL	\$7,393.7			

^{**}This number is a best guess estimation. Source: Sovereign Wealth Fund Institute

Updated September 2016

^{***}All figures quoted are from official sources, or, where the institutions concerned do not issue statistics of their assets, from other publicly available sources. Some of these figures are best estimates as market values change day to day. Total figures are rounded to the nearest tenth.

المبادئ و الممارسات المتعارف عليها (GAPP) - " مبادئ سانتياغو"

تمثل هذه الفقرة جزءا لا يتجزءا من المبادئ و الممارسات المذكورة:

- ◄ المبدأ 1: يكون الإطار القانوني الذي يستند إليه صندوق الثروة السيادية سليما و داعما لفعالية تشغيله و تحقيق أهدافه المعلنة.
- المبدأ الفرعي 1-1: يضمن الإطار القانوني سلامة الوضع القانوني لصندوق الثروة السيادية و المعاملات التي يجريها.
- المبدأ الفرعي 1-2: يتم الإفصاح العلني عن أهم مواصفات الأساس و الهيكل القانوني لصندوق الثروة السيادية، و كذلك العلاقة بين كل صندوق وغيره من كيانات الدولة.
- ◄ المبدأ 2: يتحدد بوضوح غرض السياسة من إنشاء صندوق الثروة السيادية و يتم الإفصاح عنه علنا.
- ◄ المبدأ 3 : حيثما يكون لأنشطة صندوق الثروة السيادية انعكاسات اقتصادية كلي و محلية مباشرة كبيرة، يتم تنسيق هذه الأنشطة تنسيقا كاملا مع سلطات المالية العامة و السلطات النقدية المحلية، بغية ضمان الاتساق مع السياسات الاقتصادية الكلية الشاملة.
- ◄ المبدأ 4: توضع سياسات أو قواعد أو إجراءات أو ترتيبات واضحة و معلنة بشان المنهج العام
 لصندوق الثروة السيادية حيال عمليات التمويل و السحب و الإنفاق .
 - المبدأ الفرعى 4-1: يتم الإفصاح علنا عن مصدر تمويل صندوق الثروة السيادية.
- المبدأ الفرعي 4-2: يتم الإفصاح علنا عن المنهج العام لسحب الأرصدة من صندوق الثروة السيادية و الإنفاق منه نيابة عن الحكومة.
- ◄ المبدأ 5: يتم إبلاغ الجهة المالكة على أساس يومي بالبيانات الإحصائية ذات الصلة بصندوق الثروة السيادية، أو إتاحتها للإدراج في المكان المناسب مع مجموعات البيانات الاقتصادية الكلية حسب الاقتضاء.
- ◄ المبدأ 6: يعمل صندوق الثروة السيادي في ظل إطار سليم للحوكمة يحدد تقسيم واضحا و فعالا للأدوار و المسؤوليات بما يسهل المساءلة و الاستقلالية في إدارة الصندوق سعيا لتحقيق أهدافه.

- ◄ المبدأ 7: تحدد الجهة المالكة أهداف صندوق الثروة السيادي، وتتولي تعيين أعضاء جهاز الحاكم طبقا لإجراءات واضحة التحديد، وتمارس الإشراف على عملياته.
- ◄ المبدأ 8: يعمل الجهاز الحاكم بما يحقق مصالح صندوق الثروة السيادية و يكلف بمهمة و اضحة المعالم و يمنح السلطة و الاختصاصات الكافيان لأداء و ضايفه.
- ◄ المبدأ 9: يتولى فريق الإدارة التشغيلية لصندوق الثروة السيادية تنفيذ استراتيجياته بصورة مستقلة وفي إطار مسؤوليات التحديد.
- ◄ المبدأ 10: يتجدد بوضوح اطار المساءلة عن عمليات صندوق الثروة السيادية بالنص عليه في التشريع او الميثاق المعنى أو غير ذلك من الوثائق التأسيسية أو في اتفاقية الإدارة.
- ◄ المبدأ 11: يتم إعداد تقرير سنوي مصحوب بكشوف مالية عن عمليات صندوق الثروة السيادية وكيفية ادائه، و ذلك في الوقت المقرر و طبقا للمعايير المحاسبية الدولية القومية المعمول بما و مع مراعاة متطلبات الاتساق.
- ◄ المبدأ 12: تخضع عمليات صندوق الشروة السيادية و كشوفه المالية للتدقيق السنوي طبقا
 للمعايير المحاسبية الدولية او القومية المعمول بها .
- ◄ المبدأ 13: تتحدد بوضوح المعايير المهنية و الأخلاقية الواجبة و يحاط علما بها اعضاء الجهاز الحاكم لصندوق الثروة السيادية و إدارته و موظفيه.
- ◄ المبدأ 14: يرتكز التعامل مع أطراف ثالثة لغرض إدارة عمليات صندوق الثروة السيادية على أسس اقتصادية و مالية ، و تراعى فيه قواعد و إجراءات واضحة.
- ◄ المبدأ 15: تدار عمليات صندوق الثروة السيادية و أنشطته في البلدان المضيفة طبقا لمتطلبات التنظيم و الإفصاح المرعية في البلدان التي يزاول نشاطه فيها.
- ◄ المبدأ 16: يتم الإفصاح علنا عن إطار الحوكمة و أهدافها و كذلك عن كيفية إدارة صندوق الثروة السيادية على أساس من الاستقلالية التشغيلية عن الجهة المالكة.
- ◄ المبدأ 17: يتم الإفصاح علنا عن المعلومات المالية ذات الصلة بصندوق الثروة السيادية لتوضيح توجهه الاقتصادي و المالي ، حتى يتسنى له الإسهام في استقرار الأسواق المالية الدولية و تعزيز الثقة في البلدان المتلقية لاستثماراته.

- ◄ المبدأ 18: تتسم السياسة الاستثمارية لصندوق الثروة السيادية بالوضوح و الاتساق مع أهداف المحددة و المخاطر التي يتعرض لها و درجة تحمله لها و إستراتيجية الاستثمارية حسبما حددتما الجهة المالكة او الحاكمة ، كما ترتكز على مبادئ سليمة لإدارة الحافظة.
- المبدأ الفرعي18-1: يسترشد صندوق الثروة السيادية بسياسة الاستثمارية في تقنين مدى انكشافه للمخاطر المالية و إمكانية استخدامه للرفع المالي.
- لمبدأ الفرعي 18-2: تعاج السياسة الاستثمارية مدى إمكانية الاستعانة بمديرين داخليين و/أو خارجيين للاستثمار و أنواع أنشطتهم وطبيعة السلطة المخولة لهم و العملية المتبعة في اختيارهم و مراقبة أدائهم .
- ◄ المبدأ 19: تهدف القرارات الاستثمارية التي يتخذها صندوق الثروة السيادية إلى تعظيم العائد
 المالي المعدل حسب المخاطر بما يتوافق مع سياسة الاستثمارية و استنادا إلى أسس اقتصادية و مالية.
- المبدأ الفرعي 19-1: إذا كانت قرارات الاستثمار تخضع لاعتبارات أخرى بخلاف الاعتبارات الاقتصادية و المالية، يتم النص بوضوح على هذه الاعتبارات ضمن سياسة الاستثمار و يتم الإفصاح عنها علنا.
- المبدأ الفرعي 19-2: تدار إدارة أصول صندوق الثروة السيادية وفقا للطريقة السليمة و المقبولة عموما في مجال إدارة الأصول.
- ◄ المبدأ 20: لا يجوز لصندوق الثروة السيادية السعي لمعرفة معلومات سرية او اكتساب نفوذ من خلال الحكومة بمفهومها الأوسع أو استغلال مثل هذه المعلومات او النفوذ في التنافس مع الكيانات الخاصة.
- ◄ المبدأ 21: ينظر صندوق الثروة السيادية إلى حقوق ملكية المساهمين باعتبارها عنصر أساسيا في قيمة استثمارات أصوله، و اذا اختار أن يمارس حقوق ملكية، فعليه القيام بذلك على نحو يتسق مع سياسته الاستثمارية ويحمي القيمة المالية لاستثماراته، ويفصح صندوق الثروة السيادية بشكل علني عن منهجه العام تجاه الأسهم المانحة لحقوق التصويت في الكيانات المدرجة في البورصة ، بما في ذلك العوامل الأساسية المرشدة لممارسات حقوق الملكية.
 - ◄ المبدأ 22: يستند صندوق الثروة السيادية إلى إطار يحدد مخاطر عملياته و تقديرها و يديرها.

- المبدأ الفرعي 22- 1: يتضمن إطار إدارة المخاطر معلومات موثقة و نظما لإبلاغ البيانات في الوقت المقرر، مما يتيح مراقبة المخاطر ذات الصلة و إدارتها في ظل معلمات و مستويات مقبولة و آليات للرقابة و الحوافز و مدونات لقواعد السلوك و تخطيط لاستمرارية العمل و وظيفة تدقيقية مستقلة.
 - المبدأ الفرعي 22- 2: يتم الإفصاح علنا عن المنهج العام المعتمد لإطار إدارة المخاطر.
- ◄ المبدأ 23 : تقاس أصول صندوق الثروة السيادية و اداؤها الاستثماري (سواء على أساس منطلق أو مقارن بمعايير قياسية ، ان و حدت)و ترفع تقارير بشانها لمالكها طبقا لمبادئ و معايير واضحة التحديد.
- ◄ المبدأ 24: يجري صندوق الثروة السيادية بشكل مباشر أو من خلال طرف ينوب عنه عملية مراجعة منتظمة لتطبيق المبادئ و الممارسات المتعارف عليها.

الجدول رقم (1): تطور الإيرادات من المحروقات للفترة ما بين 2011 و 2015.

2015	2014	2013	2012	2011			
10 037,7	18 343,2	24 326,5	27 750,4	28 744,8	القيمة (مليون دولار أمريكي)	البترول	
2 560,7	4 315,9	5 170,4	5 608,0	3 914,5	منها ترحيل الأرباح	الخام	
194,3	184,5	223,1	250,4	254,6	الحجم	,	
53,1	100,2	109,0	111,0	112,9	سعر الوحدة(دولار للبرميل)		
2 236,7	3 886,7	4 838,6	4 698,2	5 495,9	القيمة (مليون دولار أمريكي)	الكوندونسا	
361,0	350,8	198,3	173,2	229,5	منها ترحيل الإرباح		
44,9	42,9	48,4	45,6	53,1	سعر الوحدة(دولار للبرميل)		
49,7	90,7	100,0	103,3	103,7	السعر		
6 789,8	13 195,2	10 906,3	11 044,5	11 971,8	القيمة (مليون دولار أمريكي)	مواد البترول	
128,8	132,0	101,4	97,6	106,7	الحجم	المكررة	
52,7	100,0	107,6	113,1	112,2	سعر الوحدة(دولار للبرميل)		
2 687,8	5 203,4	4 390,1	4 775,8	5 202,8	القيمة (مليون دولار أمريكي)	غاز البترول	
275,9	291,5	202,8	251,4	426,6	منها ترحيل الأرباح	المميع	
82,2	78,6	58,1	59,8	65,4	الحجم (مليون برميل)		
32,7	66,2	75,6	79,8	79,5	سعر الوحدة(دولار للبرميل)		
4 700,4	7 396,2	6 416,0	6 500,3	6 670,9	القيمة (مليون دولار أمريكي)	الغاز	
26,6	28,5	24,4	24,2	27,3	الحجم مليون م3)	الطبيعي	
176,9	259,6	262,5	268,5	244,5	السعر	المميع	
6 628,3	10 336,9	12 785,1	15 802,1	13 575,6	القيمة (مليون دولار أمريكي)	الغاز	
27,4	27,4	32,7	37,3	35,7	الحجم	الطبيعي	
242,0	376,7	391,5	423,3	380,1	السعر	I	
33 080,6	58 361,6	63 662,6	70 571,4	71 661,8	إجمالى الإيرادات من المحروقات(مليون دولار)		
3 721,2	5 255,5	5 911,2	6 341,9	4 973,5	منها :حصة شركاء سوناطراك		

Source : BANK OF ALGERIA : **BULLETIN STATISTIQUE TRIMESTRIEL**, N°33 Mars 2016.