

## حوكمة صناديق الثروة السيادية وشفافية أعمالها

### ملخص:

**سنعرض** من خلال هذه الورقة البحثية إلى أحد المواضيع الأكثر إثارة للجدل بين أوساط المختصين والاقتصاديين، ألا وهو الصناديق السيادية أو كما تسمى صناديق الثروة السيادية ومدى شفافية أعمالها التي تبقى متدنية المستوى. مما أدى إلى ظهور عدة مواقف رافضة لنشاطها نتيجة للمخاوف الغربية من من تمركزها الاستراتيجي وأهدافها الجيوسياسية. أمام هذه المواقف جاءت هذه الدراسة من أجل إلقاء الضوء على مستوى التزام صناديق الثروة السيادية بمجموعة مؤشرات تقوم بقياسه، تأتي في مقدمتها مبادئ سانتياغو التي وضعها صندوق النقد الدولي، وبالتالي مدى شفافية أعمالها الاستثمارية.

**الكلمات المفتاحية:** صناديق الثروة السيادية، الحوكمة، الشفافية، مبادئ سانتياغو.

**العابد ريمة**  
كلية العلوم الاقتصادية  
جامعة عبد الحميد مهري  
قسنطينة

### مقدمة:

**نظرا** للمكانة الكبيرة التي تحتلها صناديق الثروة السيادية على الساحة الدولية باعتبارها مؤسسات استثمار مستقرة وأطراف مشاركة مهمة في النظام المالي العالمي، بحيث أنها تقوم بإدارة ما يزيد عن 7 تريليون دولار، وقد رافقت الأهمية المطردة لصناديق الثروة السيادية نقاشات عامة حادة في شأن المخاطر التي قد تفرضها على الاقتصاد، وعلى المصالح السياسية الغربية.

### Abstract :

**We** elaborate in this paper to one of the most disputable subjects between the specialists and economists, which is the “Sovereign Wealth Funds (SWF)” and the level of them transparency which is qualified very low. The thing that results so many views refusing their activities consequently to the occidental fears from the strategically concentration and the geopolitical objectives of the SWF.

This study aims to demonstrate the level of the commitment of the sovereign wealth funds according to set of indices which measures their transparency and governance, starting by “The Principals of Santiago” put by the Monetary Fund.

**Key words:** Sovereign Wealth Funds, Governance, Transparency, The Principals of Santiago

ولاقى نشاطها الكثير من الانتقادات. إضافة إلى عدم تطابق إدارات هذه الصناديق مع مبادئ الحكم الراشد والشفافية وافتقارها إلى الإطار القانوني أو ما يعرف بـ "حوكمة صناديق الثروة السيادية". بحيث تشير معظم الإحصائيات والتقارير إلى ضعف كم المعلومات المقدمة من طرف الصناديق السيادية، والتي تهم الدول المتلقية لاستثماراتها فضلا عن الدول المالكة لها، إضافة إلى حاجة الباحثين والدارسين إلى مثل هذه المعلومات. فدرجة الإفصاح لديها ضئيلة، مما أثر على ردود أفعال الدول الصناعية بالأساس. ومن أجل تبديد هذه المخاوف تم اعتماد مجموعة من المعايير لقياس أدائها، وتحديد مدى التزام إدارتها بالحكم الراشد، واتباعها للمبادئ المقترحة. هذا ما يدفعنا إلى طرح التساؤل التالي:

**ما مدى حوكمة وشفافية صناديق الثروة السيادية؟**

وتأتي تحت هذا التساؤل مجموعة من الأسئلة الفرعية:

1. ما هو جوهر صناديق الثروة السيادية؟

2. هل لهذه الصناديق أهداف على المستوى العالمي؟

3. هل توجد معايير أو مؤشرات لقياس مدى شفافية الصناديق السيادية؟

للإجابة على هذه التساؤلات، قمنا باستعراض ثلاثة محاور الأول تضمن الإطار النظري لصناديق الثروة السيادية ثم حاولنا في المحور الثاني عرض مجموعة من الأهداف تسعى إلى تحقيقها هذه الصناديق، أما المحور الثالث فكان مخصصا لإبراز مدى التزام صناديق الثروة السيادية بالمعايير والمؤشرات التي طرحها الباحثون كمحاولة منهم لتقييم مدى شفافتها بعض عرض الدراسات التي قاموا بها في هذه الإطار، وكذا مدى التزام الصناديق بالمبادئ التي جاءت بها مجموعة العمل الدولية في هذا الشأن.

#### **أهداف الدراسة:**

نهدف من خلال هذا البحث إلى محاولة إبراز المكانة التي تحتلها صناديق الثروة السيادية في العالم. كما نهدف إلى إبراز مدى التزام هذه الصناديق بمعايير الإفصاح والشفافية التي قدمها الاقتصاديون نتيجة للمخاوف الغربية عقب الأزمة العالمية في 2007.

#### **منهج الدراسة:**

اعتمدنا في دراستنا على المنهج الوصفي التحليلي من خلال عرض بعض الأفكار والآراء ذات الصلة، خاصة ما تعلق منها بأبحاث "ترومان" و "اليناورغ-مادويل"، وما جاءت به مجموعة العمل الدولية المنبثقة عن صناديق الثروة السيادية من مبادئ، فضلا عن قيامنا بمسح جملة من البحوث والدراسات الصادرة عن الهيئات الدولية وكذا المؤسسات الأكاديمية. الأمر الذي مكنتنا من الإحاطة بمختلف جوانب الموضوع وتناولها من خلال المحاور التالية:

- ماهية صناديق الثروة السيادية: تعريفها، أنواعها، والأصول المدارة من قبلها.
- أهداف صناديق الثروة السيادية ومدى حوكمتها.
- تقييم مدى التزام صناديق الثروة السيادية بمبادئ سانتياغو، مؤشر ترومان، مؤشر ليناورغ-مادويل.

#### **المحور الأول: صناديق الثروة السيادية**

##### **1. تعريف صناديق الثروة السيادية:**

بادئ ذي بدء تجدر الإشارة إلى أنه من خلال القراءات التي قمنا بها بصدد إعداد هذه الورقة البحثية، توصلنا إلى أنه لا يوجد هناك إجماع على تعريف موحد لمثل هذه المؤسسات الاستثمارية، على غرار تسميتها بـ "صناديق الثروة السيادية"، وذلك لعدة اعتبارات سوف نأتي لذكرها خلال مجريات بحثنا، حيث لاحظنا هذا الاختلاف بين الباحثين والدارسين وكذا بين المؤسسات والمنظمات الدولية ذاتها، الأمر الذي انعكس على تقديرات أصولها مفردة ومجموعة وسواء كان ذلك أنيا أو مستقبلا.

فتختلف التعاريف بين الهيئات المالية الدولية، بحيث يصب تعريف صندوق النقد الدولي في أنها "صناديق للاستثمار تملكها الحكومة، تحتفظ بالأصول وتتولى إدارتها لتحقيق أهداف مالية، مستخدمة

في ذلك استراتيجيات استثمارية تتضمن الاستثمار في الأصول المالية الأجنبية، وتتسم صناديق الثروة السيادية بتنوع هياكلها المنظمة للجوانب القانونية والمؤسسية وممارسات الحوكمة<sup>(1)</sup> أما منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية الاقتصادية (OECD) فقد عرفت على "أنها مجموعة من الأصول المالية المملوكة والمدارة بطريقة مباشرة أو غير مباشرة من طرف الحكومات من أجل تحقيق الأهداف الوطنية. تم إنشاءها بهدف تنوع وتحسين مردودية احتياطات الصرف الأجنبي أو صادرات الموارد الطبيعية أو الإيرادات العامة للدولة أو إيرادات أخرى"<sup>(2)</sup>.

وحسب معهد صناديق الثروة السيادية فإنها "عبارة عن صناديق استثمار حكومية تأتي مواردها عادة من فوائض ميزان المدفوعات، عوائد الخصخصة، وفوائض الجباية"<sup>(3)</sup> وفقا لهذا التعريف فإن صندوق الثروة السيادي لا يتضمن احتياطات الصرف الأجنبي التي تحتفظ بها السلطات النقدية، أو أصول المؤسسات المملوكة للدولة، أو صناديق التقاعد لموظفي الحكومة.

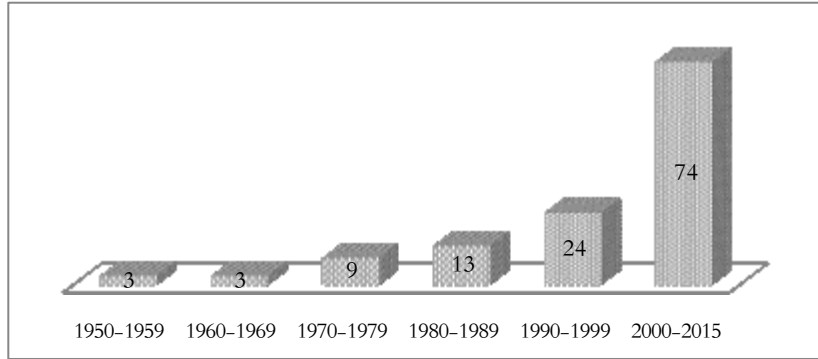
استنادا إلى ما سبق، ما يمكننا قوله أن هذه التعاريف غير دقيقة وغير شاملة بحيث تمثل المغزى من التعريف الذي يمكن الباحث أو الدارس فهم الصناديق السيادية من قراءته. ومختلفة تماما فكل واحد يعرفها من جانب فقط لا غير، فتعريف يركز على مواردها وآخر يقدمها من اتجاهاتها الاستثمارية أو أهدافها.

ومنه بمقدورنا تقديم تعريف شامل لصناديق الثروة السيادية على أنها "وسيلة استثمار مملوكة من طرف الحكومة مكلفة بإدارة الأصول الناجمة عن فوائض ميزان المدفوعات، أو فوائض الميزانية العامة أو كل هذه الموارد مجتمعة؛ مستخدمة في ذلك استراتيجيات استثمارية بهدف استثمارها في الأصول المالية الأجنبية، لتحقيق عوائد على المدى الطويل".

## 2. نشأة صناديق الثروة السيادية:

يعود إنشاء صناديق الثروة السيادية إلى خمسينات القرن الماضي، وشهدت نموا سريعا ومتزايدا على المستوى العالمي خلال الخمسة عشر سنة الماضية. فارتفع عددها في العالم وازدادت موجوداتها وتوسعت استثماراتها على إثر تطور الاقتصاد العالمي. ففي عام 1969 كان عددها ثلاثة فقط ثم ارتفع ليصل إلى 53 صندوق عام 2008<sup>(4)</sup>. ومنذ سنة 2000 ظهر 20 صندوقا منها 12 منذ 2005 فقط. وبالعودة إلى موقع معهد صناديق الثروة السيادية، نجد حاليا أكثر من 20 دولة على المستوى العالمي تمتلك 74 صندوق ثروة سيادي السيادية إضافة إلى ست دول أخرى أعربت عن رغبتها في تأسيس صندوق سيادي، وتستحوذ صناديق الثروة السيادية التابعة للدول المصدرة للنفط والغاز على أكثر من 50% من إجمالي أصول الصناديق السيادية في العالم. والشكل التالي رقم(1) بيان يوضح تطور عدد صناديق الثروة السيادية خلال الفترة 1950-2015.

الشكل رقم(1): تطور عدد صناديق الثروة السيادية



**Source:** [http://fr.wikipedia.org/wiki/Fonds\\_souverain#/media/File:Nb\\_fonds\\_souverains\\_monde.jpg](http://fr.wikipedia.org/wiki/Fonds_souverain#/media/File:Nb_fonds_souverains_monde.jpg)

تشير الإحصائيات إلى أن رؤوس أموال الصناديق السيادية الإجمالية عبر العالم قدر ب حوالي 500 مليار دولار أمريكي في عام 1990، وأصبح 3 تريليون دولار أمريكي في عام 2007، و3.9 تريليون دولار في عام 2008. وإن كان التقرير الصادر عن مؤسسة الخدمات المالية الدولية IFSL ومقرها لندن، توقعت أن يصل هذا المبلغ بحوالي 8 تريليون دولار في غضون عام 2015.<sup>(5)</sup> وبحلول عام 2015 وقفنا على مدى مصداقية هذه التوقعات، حيث وجدنا انحرافا مقداره حوالي تريليون دولار بين حجم الأصول المتوقعة و الفعلية، فقد بلغت مجموع أصول الصناديق السيادية في أبريل 2015 ما مقداره 7.1 تريليون دولار<sup>(6)</sup>. وهذا ما يفند السيناريو المتوقع والمبالغ فيه، ويعود هذا بشكل أساسي إلى الانخفاض الذي تعرفه أسعار المواد الأولية، خاصة النفط الذي تدهورت في الأسواق العالمية من دون الوصول إلى حلول، لكون أغلب الصناديق السيادية موارد نفطية المصدر.

### 3. أهم صناديق الثروة السيادية في العالم:

نشر معهد الصناديق السيادية في أبريل 2015، آخر ترتيب لهذه الصناديق عبر العالم، ووفقا له فإن إجمالي استثمارات هذه الصناديق يصل إلى 7,104.4 مليار دولار أمريكي. يأتي في مقدمتها صندوق التقاعد الحكومي النرويجي كأكبر صندوق سيادي في العالم بموجودات قدرت ب 882 مليار دولار.<sup>(7)</sup> وحسب المعهد جاء جهاز أبو ظبي للاستثمار في المرتبة الثانية بنحو 773 مليار دولار، وبعده صندوق الأصول الأجنبية لمؤسسة النقد العربي السعودي "ساما" في المرتبة الثالثة بنحو 757.2 مليار دولار. وحلت الهيئة العامة للاستثمار الكويتية في المركز السادس ب 548 مليارات دولار، وجهاز قطر للاستثمار في المركز التاسع بموجودات قدرها 256 مليار دولار. والجدول رقم (2) يوضح أهم صناديق الثروة السيادية في العالم مع تاريخ تأسيسها، وتقديرات أصولها.

**الجدول رقم(2): أهم صناديق الثروة السيادية المتواجدة في العالم \*الوحدة:(مليار دولار).**

| البلد                    | الصندوق السيادي                   | تاريخ التأسيس | الأصول المدارة* | مصدر التمويل     |
|--------------------------|-----------------------------------|---------------|-----------------|------------------|
| الكويت                   | هيئة الاستثمار الكويتية           | 1953          | 548             | مواد أولية (نفط) |
| المملكة العربية السعودية | شركات قابضة عمومية                | غير محدد      | 757.2           | مواد أولية (نفط) |
| سنغافورة                 | تيماسك                            | 1974          | 177             | احتياطي الصرف    |
| أبو ظبي                  | هيئة الاستثمار أبو ظبي            | 1976          | 773             | مواد أولية (نفط) |
| الو.م.أ                  | صندوق أسكا الدائم                 | 1976          | 52.8            | مواد أولية (نفط) |
| كندا                     | AHSTF                             | 1976          | 17.5            | مواد أولية (نفط) |
| سنغافورة                 | شركة الاستثمار الحكومية لسنغافورة | 1981          | 320             | احتياطي الصرف    |
| بروناي                   | وكالة الاستثمار لبروناي           | 1983          | 40              | مواد أولية (نفط) |

حوكمة صناديق الثروة السيادية وشفافية أعمالها

|                |   |      |       |                          |
|----------------|---|------|-------|--------------------------|
| النرويج        | صندوق المعاشات الحكومي<br>النرويجي      | 1990 | 882   | مواد أولية (نפט)         |
| أذربيجان       | صندوق النفط الحكومي                     | 1999 | 37.3  | مواد أولية (نפט)         |
| أستراليا       | صندوق المستقبل الأسترالي                | 1998 | 95    | احتياطي الصرف            |
| الصين          | الصندوق الوطني للضمان<br>الاجتماعي      | 2000 | 236   | احتياطي الصرف            |
| الجزائر        | صندوق ضبط الموارد                       | 2000 | 77.2  | مواد أولية (نפט<br>وغاز) |
| كازاخستان      | Khazanah Nasional<br>KNF                | 2000 | 77    | مواد أولية (نפט)         |
| ايرلندا        | الصندوق الوطني لاحتياط<br>المعاشات      | 2001 | 27.4  | احتياطي الصرف            |
| أبو ظبي        | شركة مبادلة للتنمية الدولية             | 2002 | 66.3  | مواد أولية (نפט)         |
| قطر            | جهاز قطر للاستثمار                      | 2005 | 256   | مواد أولية (نפט<br>وغاز) |
| ليبيا          | هيئة الاستثمار الليبية                  | 2006 | 66    | مواد أولية (نפט)         |
| أستراليا       | الصندوق الحكومي المستقبلي<br>لأستراليا  | 2006 | 95    | احتياطي الصرف            |
| كوريا الجنوبية | شركة الاستثمار الحكومية                 | 2006 | 84.7  | احتياطي الصرف            |
| الصين          | شركة استثمار الصين                      | 2007 | 652.7 | احتياطي الصرف            |
| الشيلي         | صندوق الاستقرار<br>الاقتصادي والاجتماعي | 2007 | 15.2  | مواد أولية (نحاس)        |
| روسيا          | صندوق الاحتياط                          | 2008 | 88.9  | مواد أولية (نפט)         |
| روسيا          | صندوق الرفاه الوطني                     | 2008 | 79.9  | احتياطي الصرف            |
| كازاخستان      | الصندوق الوطني لكازاخستان               | 2008 | 77.5  | مواد أولية (نפט)         |
| فرنسا          | صندوق الاستثمار                         | 2008 | 25.5  | احتياطي الصرف            |

|  |                                 |      | الاستراتيجي |                          |
|--|---------------------------------|------|-------------|--------------------------|
| إيران  | صندوق التنمية الوطنية<br>لإيران | 2011 | 62          | مواد أولية (نפט<br>وغاز) |
| صناديق سيادية أخرى                             | 47                              | -    | 1,417.3     | متنوعة                   |
| صناديق الثروة<br>السيادية من المواد<br>الأولية | -                               | -    | 4,287.2     | -                        |
| صناديق الثروة<br>السيادية من مصادر<br>أخرى     | -                               | -    | 2,817.2     | -                        |
| المجموع الكلي                                  | 74                              | -    | 7,104.4     | -                        |

**Source:** Fund Rankings, Wealth fund Institute,

“www.swfinstitute.org/fund-rankings/” Avril2015.

#### المحور الثاني: أنواع صناديق الثروة السيادية وأهدافها

##### 1. أنواع صناديق الثروة السيادية:

ومن كل ما سبق نستطيع أن نقدم مجموعة أنواع للصناديق السيادية بحيث سنركز على معيارين أساسيين هما مصدر أموالها، وأهدافها.

تصنيف صناديق الثروة السيادية حسب مصدر دخلها: يتم تصنيف الصناديق السيادية حسب مصادر دخلها إلى<sup>(8)</sup>

• **الصناديق الممولة عن طريق عوائد المواد الأولية:** تقوم الدول المصدرة للمواد الأولية وأساسا النفطية منها، بتكوين صندوق سيادي بهدف حماية هذه الثروة من النضوب والحفاظ على حق الأجيال القادمة.

• **الصناديق الممولة بفوائض المدفوعات الجارية:** نتيجة لتحقيق فوائض مالية ضخمة عن احتياجاتها الاستثمارية بفضل تنافسيتها التصديرية قامت مجموعة من الدول غير النفطية خاصة في أمريكا اللاتينية بالإضافة إلى الصين، بإنشاء صناديق ثروة سيادية وتحويل جزء من هذه الفوائض إليها.

• **الصناديق الممولة بفائض الميزانية:** بتحويل الفائض المسجل في الميزانية العامة نحو الصندوق السيادي قصد استثمارها لتحقيق عوائد

• **الصناديق الممولة بعوائد الخصخصة:** نتيجة القيام ببرامج خصخصة للقطاع العمومي حصلت هذه الدول على عوائد مالية هائلة، وتخوفا من الوقوع في التضخم نتيجة التوسع في الإنفاق العمومي أكبر من الطاقة الاستيعابية دفعها إلى إنشاء صناديق سيادية.

وتتمثل الصناديق السيادية الممولة بعوائد المواد الأولية 2/3 أصول هذه الصناديق. فنصندوق المعاشات الحكومي النرويجي يدير 882 مليار دولار، وتمثل لوحدها 13% من الأصول التي تديرها هذه الصناديق. وبهذا تعتبر عوائد المواد الأولية (خاصة النفط والغاز) المصدر الرئيسي لأصول أكبر

## حوكمة صناديق الثروة السيادية وشفافية أعمالها

صناديق الثروة السيادية في العالم في ظل تميز أسعار النفط بالتذبذب. وهو ما يمكن توضيحه في الجدول رقم (2) والشكل رقم (2):

### الجدول رقم (2): تصنيف صناديق الثروة السيادية حسب مصدر دخلها

| النسبة | قيمة الأصول (مليار دولار) | المورد                                   |
|--------|---------------------------|--|
| 59.5%  | 4,287.2                   | صناديق الثروة السيادية من المواد الأولية |
| 40.5%  | 2,817.2                   | صناديق الثروة السيادية الأخرى            |
| 100%   | 7,104.4                   | المجموع الكلي                            |

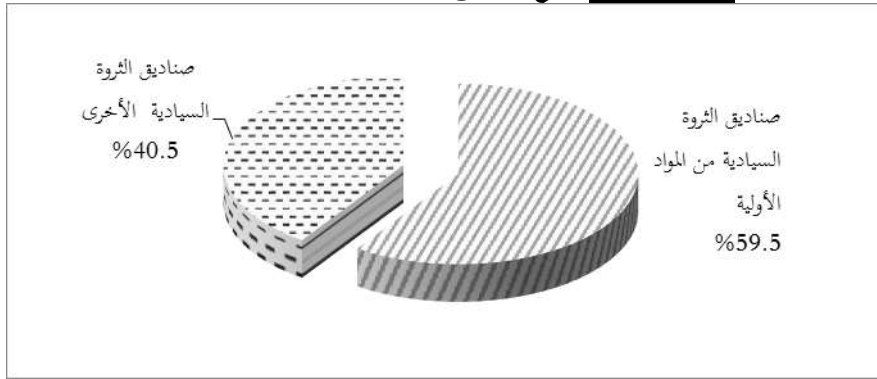
**Source:** Fund Rankings, Wealth fund Institute,

تاريخ الاطلاع "www.swfinstitute.org/fund-rankings/" octobre2014

2015/04/24.

و لتوضيح الإحصاءات الموجودة في الجدول رقم (2) يمكن تمثيلها بيانيا في الشكل رقم (2)

### الشكل رقم (2): توزيع صناديق الثروة السيادية حسب مصدر دخلها



**المصدر:** من إعداد الباحث اعتمادا على معطيات الجدول رقم (2)

تصنيف صناديق الثروة السيادية حسب الهدف من إنشائها: يصنف صندوق النقد الدولي الصناديق السيادية إلى خمسة أنواع<sup>(9)</sup>:

- **صناديق الاستقرار:** يهدف هذا الصندوق إلى حماية الميزانية العامة للبلد والاقتصاد ككل، ومواجهة تقلبات ميزان المدفوعات، الناشئة عن تقلبات أسعار السلع وخاصة النفط.
- **صناديق الادخار (صناديق احتياطي الأجيال القادمة):** وتهدف إلى تحويل الأصول غير المتجددة إلى محفظة أصول أكثر تنوعا.
- **شركات استثمار الاحتياطيات:** أصولها مدرجة في الغالب ضمن أصول احتياطيات البنك المركزي، وتتميز برغبتها المتزايدة لتحمل المزيد من المخاطر في سبيل تحقيق عوائد أعلى، ومن ثم الحد من تكاليف الفرصة البديلة لحيازة الاحتياطيات الدولية.
- **صناديق التنمية:** وهي التي تساعد في العادة على تمويل المشاريع ذات الشقين الاجتماعي والاقتصادي أو تشجيع السياسات الصناعية، والتي يمكن أن تعزز نمو الناتج المحتمل في الاقتصاد.
- **صناديق احتياطيات طوارئ التقاعد:** وهي تغطي التزامات التقاعد الطارئة غير المحددة في الميزانية العامة للدولة مصادرها تختلف عن اشتراكات الأفراد في معاشات التقاعد.

## 2. أهداف صناديق الثروة السيادية:

يمكن الغرض من إنشاء صناديق الثروة السيادية في أنها تقوم بتحويل جزء من عوائدها لصالح الأجيال المستقبلية، بعد نضوب المواد الأولية بتوفيرها لموارد دائمة ومنتظمة للدول المالكة لها، بحيث تكون مداخلة السنوية غير مرتبطة بأسعار المواد الأولية المعرضة للصدمات. كما أنها تساهم في زيادة تكامل الاقتصاد العالمي وزيادة المشاركة وربط المصالح عن طريق تمويل الهياكل القاعدية للدول النامية باستثمارات الصناديق. وتحافظ على الوظائف التي توفرها الشركات بدعمها لرؤوس أموال الشركات المتعثرة.<sup>(10)</sup>

كما يحتل نشاط صناديق الثروة السيادية مكانة متميزة في النظام المالي العالمي، بحيث أن موقف الدول المالكة لهذه الصناديق هو التأييد والمساندة لنشاطها واستثماراتها على الساحة العالمية لأنها تلعب دورا كبيرا في الاحتياط بالنسبة للدول المالكة لها، بتحقيق العدالة ما بين الأجيال.

لكن من ناحية أخرى تنسم معظم الصناديق السيادية بالغموض، إذ حسب الدراسات السابقة التي سنطرق إليها لا تتمتع كل هذه الصناديق بنسبة عالية من الشفافية فأهدافها غير واضحة المعالم، ولا تصدر تقارير مفصلة عن عملياتها، ولا تعطي معلومات دقيقة عن موجوداتها وحساباتها. مما يجعل أهدافها غامضة، هذا ما أدى إلى تخوف الدول الغربية خاصة الصناعية منها، من أهدافها غير الواضحة، أو طموحاتها السياسية حسب هذه الدول.

وعلى الرغم من هذه المخاوف، فإن تلك الصناديق قد باتت تمثل نمطا سائدا في استثمار الموارد الحكومية وموجوداتها المالية في الاقتصادات ذات الأسواق الناشئة في يومنا هذا. وكذلك لدى البلدان التي عدا تطورها معتمدا على الصادرات من المواد الأولية غير النفطية وتتمتع في الوقت نفسه بفائض كبير في موازين مدفوعاتها. وبهذا فإن استثمار هذه الثروة الحكومية يقتضي توافر إدارة مالية تنسم بالدقة والحذر الشديد. حيث يجب التركيز في البحوث المتعلقة بصناديق الثروة السيادية على موضوعات مهمة مثل: الشفافية والإفصاح عن نشاط هذه الصناديق وحوكمتها بشكل عام.

لذلك بقيت التساؤلات لصيقة بصورة مستمرة إزاء نشاط صناديق الثروة السيادية وشفافيتها، ومدى صحة المعلومات التي توفرها. الأمر الذي تطلب منا استعراض مدى التزامها بمختلف المعايير والمبادئ المحددة لشفافية نشاطها اعتمادا على مجموعة من الدراسات والبحوث التي تم الاطلاع عليها في كل مراحل إعداد هذه الورقة البحثية.

## المحور الثالث: مدى شفافية نشاطات صناديق الثروة السيادية

### 1. حوكمة صناديق الثروة السيادية:

في ظل نمو صناديق الثروة السيادية وزيادة دورها على مستوى الأسواق المالية العالمية، وزيادة المواقف الراضية لنشاطها بفعل المخاوف عمل صندوق النقد الدولي مع منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية على إيجاد آليات تمكن من إدماج هذه الصناديق ضمن قواعد النظام المالي العالمي. وتجدر الإشارة إلى أن مفهوم الحوكمة يقصد به "مجموعة من القواعد والأنظمة التي يتم من خلالها ضمان الرقابة المالية وغير المالية على المؤسسة بشكل يؤدي إلى الحد من الممارسات المالية والإدارية المشبوهة والحفاظ على مصالح المؤسسة والجهات المتعاملة معها"<sup>(11)</sup>

#### أ. مبادئ سانتياغو أهم داعم للحوكمة لدى صناديق الثروة السيادية:

من خلال قراءتنا وجدنا بأن في ذات الوقت الذي أبدت فيه البلدان الغربية المستقبلة لصناديق السيادية مخاوفها جراء ضعف الشفافية، أصدر صندوق النقد الدولي سنة 2007 تقريراً، مفاده أن صناديق الثروة السيادية تعتبر مفيدة وبالغة الأهمية بالنسبة لأسواق المال الدولية إذا أقيمت على أسس سليمة، وأن استثماراتها يجب أن تبنى على أسس اقتصادية ومالية. مما ساهم في دعم الحوار بين أهم البلدان المالكة للصناديق والدول المستقبلة لاستثماراتها، وفي نهاية أبريل وبداية ماي من سنة 2008، انبثقت مجموعة عمل دولية عن صندوق النقد الدولي تتألف من 26 بلد عضو يملك صندوق سيادي،



والتي عقدت ثلاثة اجتماعات آخرها في سانتياغو بالشيلي، وتمخض عن كل ذلك مجموعة من المبادئ أطلق عليها تسمية "مبادئ سانتياغو"، التي سميت في البدء بالمبادئ والممارسات المتعارف عليها (GAPP)<sup>(12)</sup>.

إن وضع مثل هذه المبادئ كان الهدف منه الالتزام طوعا من طرف الدول الأعضاء<sup>(13)</sup> من أجل ضمان استمرار المنافع الاقتصادية والمالية التي تحققها صناديق الثروة السيادية، والسعي لإرساء هيكل شفاف وسليم للحوكمة يكفل الضوابط التشغيلية الملائمة وسلامة إدارة المخاطر والمساءلة وضمن الالتزام بكافة متطلبات التنظيم والإفصاح في البلدان التي تستثمر فيها الصناديق السيادية<sup>(14)</sup>. تتكون من أربعة وعشرين مبدأ ونذكر المبادئ الثلاثة الأولى:

المبدأ الأول: يكون الإطار القانوني الذي يستند إليه صندوق الثروة السيادية سليما وداعما لفعالية تشغيله وتحقيق أهدافه الفاعلة، وهيكل حوكمة مستقر يسهل صياغة استراتيجيات الاستثمار المتلائمة مع الأهداف.

المبدأ الثاني: يتحدد بوضوح الغرض من إنشاء صندوق الثروة السيادية ويتم الإفصاح عنه علنا. المبدأ الثالث: حيثما يكون لأنشطة صندوق الثروة السيادية انعكاسات اقتصادية كلية ومحلية مباشرة كبيرة، الأمر الذي يتطلب تنسيق هذه الأنشطة تنسيقا كاملا مع سلطات المالية العامة والسلطات النقدية المحلية بغية ضمان الاتساق مع السياسات الاقتصادية الكلية الشاملة.

#### ب. مدى التزام صناديق الثروة السيادية بمبادئ سانتياغو:

عندما أردنا الوقوف على مدى التزام الصناديق السيادية بتطبيقها لمبادئ سانتياغو، وجدنا التقرير الذي نشرته مجموعة "Geo Economica" "جيو إيكونوميكا" التي تعد شركة أبحاث مستقلة مقرها جنيف.

البحث أظهر أن الغالبية بين أكبر صناديق الثروة السيادية في العالم تفتقر إلى الشفافية والحوكمة الملائمة، مما يحدث غموضا كبيرا لدى المستفيدين فضلا عن المستثمرين الآخرين. وكانت مستويات الشفافية لدى الصناديق الخليجية منخفضة بدرجة كبيرة. وحسب مؤشرها للامتثال لمبادئ سانتياغو التي تنشره سنويا منذ 2011 فإنه ينبغي على الصناديق لاسيما الخليجية إدخال تحسينات كبيرة على سياسات الإفصاح المالي والتحلي بمزيد من الشفافية.

هذه الدراسة أجريت على 31 صندوق ثروة سيادي بمجمل أصول يبلغ أربعة تريليون دولار، توصلت إلى أن تسعة صناديق تعتبر ممثلة تماما للمبادئ؛ في حين كانت تسعة أخرى ممثلة بوجه عام. لكن ثمانية أخرى أوفت بجزء فقط من التزاماتها وتفتقر إلى المعلومات المالية القوية مثل البيانات المدققة والميزانيات العمومية أو المؤشرات القياسية للأداء.

وحسب الدراسة كذلك فإن الصناديق السيادية في الصين والكويت وأبو ظبي إلى جانب شركة الاستثمار الحكومية لسنغافورة والتي تشكل أربعة من بين أكبر خمسة صناديق في العالم، فقد جرى تصنيفها باعتبارها تمثل للمبادئ جزئيا، بينما اعتبرت الدراسة أن جهاز قطر للاستثمار - هو تاسع أكبر صندوق سيادي في العالم - هو الصندوق الوحيد غير الممثل للمبادئ ويفتقر إلى أغلبها. ورفض الصندوق التعليق على النتائج.

وتعذر تصنيف أربعة صناديق أخرى نظرا لخضوعها لتغييرات واسعة وافتقارها إلى اتجاه يحدد سياستها.

أما صندوق معاشات التقاعد الحكومي النرويجي وهو أكبر الصناديق السيادية في العالم إذ يبلغ حجمه حاليا 882 مليار دولار يمثل تماما لمبادئ سانتياغو<sup>(15)</sup>.

هذا لأن يقوم هذا الصندوق بالحوكمة على ثلاثة ركائز أساسية: البنك المركزي، وزارة المالية، والبرلمان النرويجي، فالبنك المركزي يقوم بدور الهيئة المكلف بالتسيير للرقابة الداخلية الذي يقوم بتقديم تقارير فصلية يتم عرضها على الرأي العام وعرض سنوي مفصل للاستثمارات التي يقوم بها الصندوق، ووزارة المالية هي الهيئة المالكة له، أما البرلمان النرويجي فيقوم بدور الرقابة الصارمة على من خلال التقارير الدورية المقدمة له من وزارة المالية<sup>(16)</sup>.

## 2. مؤشر ترومان Truman:

وفي سياق دراسة حوكمة الصناديق السيادية مدى شفافية أعمالها لا يمكن إهمال مؤشر ترومان، وهو مؤشر تم إعداده من قبل الباحث "إدوين ترومان" Edwin Truman" في سنة 2008، بحيث يهدف إلى قياس أداء صناديق الثروة السيادية باستخدام أربع معايير رئيسية تتمثل في الهيكلية، الحوكمة، الشفافية، المساءلة والسلوك، تتكون هذه المعايير من 33 سؤال موزعة على النحو التالي:

08 أسئلة لمعيار الهيكلية، 05 أسئلة لمعيار الحوكمة، 14 سؤال لمعيار الشفافية والمساءلة، 06 أسئلة لمعيار السلوك، حيث يتألف سلم التقييم الخاص بالمؤشر من 33 نقطة بمعنى أن الإجابة عن كل سؤال تقيم بنقطة من نقاط المؤشر.<sup>(17)</sup>

أما عن الدراسة التي قام بها الباحث ترومان فقد شملت 46 صندوقاً سيادياً، بهدف إيجاد مؤشر لتقييم أداء تلك الصناديق بالتركيز على أربعة معايير، الأول: هو الهيكلية وتشمل درجة وضوح تمويل الصناديق واستخدامات أصولها وعوائدها وعلاقتها بالميزانية والاستراتيجية الاستثمارية ومدى انفصال تلك الصناديق عن الاحتياطات الخارجية للدولة.

الثاني: يركز على الحوكمة ويشمل مدى وضوح دور الحوكمة في استراتيجية الاستثمار للصناديق محل الدراسة ودور مديري تلك الصناديق، ومدى وجود مؤشرات تحكم نزاهة ومهنية القائمين على الاستثمار.

أما المعيار الثالث: فيركز على الشفافية والمساءلة، ويشمل توفير المعلومات الفصلية والسوية عن الاستثمارات وأدائها وحجم الصناديق وعوائدها، والتوزيع الجغرافي للاستثمارات، وفيما بين العملات والرقابة المالية الداخلية والخارجية على الصناديق.

فيما يركز المعيار الرابع على سلوك الصناديق في الأسواق التي تستثمر فيها. وبناء على تلك المعايير تم تقييم أداء الصناديق السيادية المعنية بالبحث. ومن هذه الدراسة التي أجراها ترومان قام الأستاذ ماجد عبد الله المنيف باستخلاص مستويات أداء الصناديق الخليجية وفق هذا المعيار والجدول التالي يبين معايير أداء صناديق الثروة السيادية الخليجية<sup>⑥</sup>

الجدول رقم(3): معايير أداء الصناديق السيادية لدى مجلس التعاون

| التقييم العام | السلوك | الشفافية والمساءلة | الحوكمة | الهيكلية |                               |
|---------------|--------|--------------------|---------|----------|-------------------------------|
| 15.75         | صفر    | 5.75               | 4       | 6        | هيئة الاستثمار الكويتية       |
| 3.0           | صفر    | 0.25               | صفر     | 2.75     | هيئة الاستثمار القطرية        |
| 3.0           | 0.5    | 0.5                | صفر     | 2        | هيئة أبو ظبي للاستثمار        |
| 6.5           | صفر    | 2.5                | صفر     | 4        | صندوق الاحتياطي العام في عمان |
| 15.1          | 1.5    | 6.2                | 2       | 5.4      | متوسط أداء الصناديق السيادية  |
| 30.5          | 4      | 14                 | 5       | 7.5      | صندوق التقاعد الحكومي للنرويج |

**المصدر:** ماجد عبد الله المنيف، صناديق الثروة السيادية ودورها في إدارة الفوائض المالية، جامعة الملك سعود الرياض، بحوث اقتصادية عربية، العدد47، صيف 2009، ص69  
ما يمكن ملاحظته من الجدول هو تدني النقطة التي تحصل عليها كل من هيئة الاستثمار القطرية وهيئة أبو ظبي للاستثمار ب 3 نقاط لكل منهما، بالإضافة لصندوق الاحتياطي العام في عمان الذي كان

أحسن مقارنة بهما بحيث تحصل على 6.5 نقطة، ولكن تبقى بعيدة عن متوسط أداء صناديق الثروة السيادية الذي قدر بـ 15.1 نقطة، والذي نلاحظ أن هيئة الاستثمار الكويتية تحصلت على تقييم حسن مقارنة به بـ 15.75 نقطة. وبالتالي فإن السلطات مطالبة بتغيير سياسات إدارة صندوقها السيادي وبذل مجهود أكبر لتحسين ورفع مستوى أداء الصندوق.

ورغم ذلك فكل هذه الصناديق الخليجية تبقى بعيدة عن أداء صندوق التقاعد الحكومي للبروك الذي سجل 30.5 نقطة. الذي يعد من أكثر الصناديق السيادية شفافية على مستوى العالم.

### 3. مؤشر ليناورغ-مادويل: **Linaburg –Maduell**

مؤشر آخر يجب التطرق إليه في هذه الدراسة هو "مؤشر ليناورغ-مادويل للشفافية"، ويعتبر مؤشر قام معهد صناديق الثروة السيادية بتطويره من قبل الباحثين "كارل ليناورغ" و"ميشال مادويل"، ويهدف إلى قياس مستوى شفافية صناديق الثروة السيادية، مع العلم أن تصنيف الصناديق وفقاً لهذا المؤشر يتم كل ثلاثة أشهر وفق سلم مكون من عشر درجات، حيث أنه كلما توفر الصندوق السيادي على المعيار المحدد يتحصل على درجة واحدة وفي حالة عدم تحقق المعيار لا يتحصل على أية نقطة وفي الأخير يتم تجميع الدرجات، ويصنف صندوق الثروة السيادي كصندوق شفاف عندما يحقق درجة تعادل ثمانية فما فوق على سلم المؤشر. ويعتبر تقييم هذه المبادئ وتطبيق الصناديق لها من الصلاحيات التقديرية للمعهد. ويمكن توضيح هذه المعايير وفقاً للجدول التالي (19).

#### الجدول رقم(4): مكونات مؤشر ليناورغ-مادويل

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

Source : <http://www.swfinstitute.org/swf-research/linaburg-maduell->

transparency-index-released

برجعنا إلى موقع معهد صناديق الثروة السيادية وجدنا نتائج الدراسة الدولية وتصنيف لشفافية مجموعة الصناديق محل الدراسة ومعطيات البحث التي استند عليها مؤشر "ليناورغ مادويل" خلال الربع الأول من سنة 2014، وجاءت الشبلي في مقدمة الترتيب كأحسن دولة عالمية في هذا المنحى.

وتحصلت كل من الجزائر وفنزويلا وكيريباتي وموريتانيا وبروناي على نقطة واحدة فقط ضمن قائمة لدول العالم متذبذبة بذلك ترتيب الدول، لتكون بذلك في أدنى درجات تصنيف الشفافية للمؤشر المذكور. وأشار المعهد إلى إن "مؤشر لينابورغ-مادويل للشفافية" يمثل طريقة تصنيف الصناديق السيادية من حيث شفافتها مع الأخذ في عين الاعتبار أن هذه الصناديق "حالة واحدة"، كونها مملوكة للدول وذات طابع عمومي، لذلك يتم تسجيل مخاوف من وجود تصرفات وسلوكيات غير أخلاقية تشوب بعضها، الأمر الذي أدى إلى تصاعد النداءات لجعل الصناديق السيادية أكثر شفافية، ولكنها تبقى الأكثر انغلاقاً، ويرغب المعهد في أن تُفتح ملفاتها وأن يتم الإفصاح عن سجلاتها، وبذلك يعتبر المؤشر دليلاً على التزام الصناديق بالتعبير عن نواياها الحقيقية وممارساتها الاستثمارية.

ولقد حلت الشيلي في المركز الأول خلال الربع الرابع من 2014، وتحصلت على هذا المركز بواقع 10 نقاط من أصل 10 نقاط على سلم المؤشر، إضافة إلى الإمارات العربية المتحدة ممثلة بصندوق "مبادلة"، وصندوق "تيماسيك" السنغافوري ومجموعة صناديق سيادية عائدة لكل من إيرلندا و أذربيجان وأستراليا وصندوق "الاسكا" الأمريكي، والنرويج ونيوزيلندا وكندا، ولقد تلت هذه الدول في الترتيب صناديق إماراتية، برازيلية، وأمريكية، وكورية جنوبية، وفرنسية، ماليزية ونيجيرية، بحصولها على 9 نقاط على المؤشر، فيما تحصلت الهيئة العامة للاستثمار الكويتية وهيئة استثمار أبو ظبي على 6 نقاط، وتذلت الجزائر والدول المذكورة معها الترتيب في ذلك (20)

### الخاتمة:

من خلال التطرق لصناديق الثروة السيادية كان بالإمكان معرفة حجم هذه الصناديق، ومكانتها المتنامية في النظام المالي الدولي، و التي أصبحت إحدى ركائزه الأساسية، بالرغم من المخاوف التي تديها الدول الغربية من طبيعتها الاستثمارية والاستراتيجية، فرغم الدور الذي لعبته إبان أزمة الرهن العقاري سنة 2007 من خلال ضخها لكم هائل من السيولة ورغم ما منيت به من خسائر جراء هذه الأزمة، ظلت مخاوف الدول المستقبلة لاستثماراتها قائمة، الأمر الذي سرّع في تحريك و تفعيل الجهود الدولية لدحض مثل هذه التخوفات من خلال البحث عن إطار عمل للصناديق يدعم شفافية أدائها ويعزز حوكمتها. وتم اقتراح مجموعة من المبادئ تحت طوعاً على المزيد من الشفافية والإفصاح بشأن استثماراتها والمعلومات الدورية التي تقوم بنشرها، من أجل بعث الاطمئنان لدى الجهات المستقبلة بالأساس. ورغم هذه الجهود لازالت الصناديق السيادية تكتنفها الكثير من الضبابية والغموض خاصة الصناديق الخليجية منها، حيث احتلت مراكز ذيل الترتيب بكل المؤشرات.

وبالتالي فعلى السلطات بذل مجهود أكبر من أجل رفع مستوى الشفافية والإفصاح والاقتداء بالصندوق النرويجي الذي يعتبر أكثر الصناديق السيادية شفافية على المستوى العالمي مضافاً إليه صندوق "مبادلة" الإمارات العربية المتحدة من خلال:

- توفير المعلومات حول نشاطها ونتائج أداء أعمالها على المستوى المحلي والدولي سواء.
- الابتعاد عن انتهاج سياسة التعقيم وعدم الإفصاح عن حجم أصولها أو التزاماتها أو استراتيجياتها الاستثمارية.
- تحديد المعلومات والبيانات التي ترغب الدول في تبادلها والإفصاح عنها والمعلومات والبيانات اللازمة لإجراء التحليلات الاقتصادية والمالية العالمية.
- وضع جدول زمني لإبداء النية بالالتزام بمبادئ سانتياغو طواعية، على أن تفي بأهم عناصرها في إطار زمني محدود -المدى المتوسط على الأقل-.

وكل هذا بهدف تهدئة بعض المخاوف المحيطة بصناديق الثروة السيادية، والحد من القيود الحمائية والحفاظ على انفتاح النظام المالي الدولي. إضافة إلى توضيح الدور الحقيقي لها ومساعدة المجتمع الدولي على وضع تصور أكثر دقة وواقعية لتأثيرها على استقرار النظام المالي العالمي.

### المراجع والهوامش:

- 1-صناديق الثروة السيادية، المبادئ والممارسات المتعارف عليها، مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية، صندوق النقد الدولي، 15 سبتمبر 2008، ص3.

- 2-Demarolle Alain, « Rapport sur les fonds souverains », la Documentation française, 2008, p4.
- 3- Sovereign Wealth Funds Institute, « what is a Sovereign Wealth Fund » [www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund/](http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund/), 19/01/2014
- 4- Trésor- ECO. Les conditions d'une contribution positive des fonds souverains à l'économie mondiale, République Française, Janvier 2008, n°28, P1.
- 5- سليمان ناصر، عواطف محسن، هل تنشئ الجزائر صندوقا سياديا في ظل تداعيات الأزمة المالية العالمية؟، دراسات مصرفية ومالية، العدد: 05، يناير 2010، ص67.
- 6- <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>
- 7- <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>
- 8- Jaquet Pierre, « Les fonds souverains, acteurs du développement ? Cercle des économistes, Contribution au cahier sur les fonds souverains.
- 9- Driss Agardi, «Gouvernement d'entreprise: Réseaux d'administrateurs et investisseurs institutionnels» ,Thèse de Doctorat Université Toulouse I Capitole, 26Septembre 2008, P55.
- 10- عبد المجيد قدي، مداخلة بعنوان «الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة»، مؤتمر " الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة الجنان، طرابلس، لبنان، 13-14 ماي 2009، ص05.
- 11- بوفليح نبيل، دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2011، ص109.
- 12-GAPP: Generally Accepted Principles and Practice
- 13- مجموعة العمل الدولية للصناديق السيادية (IWG)، تقرير مبادئ سانتياغو، 2008، ص3. [www.iwg-swf.org](http://www.iwg-swf.org)
- 14- عبد المجيد قدي، مرجع سبق ذكره، ص9.
- 15- مصطفى صالح (من كارين سترويك)، أغلب الصناديق السيادية الكبرى تفتقر للشفافية والحوكمة، 28 أكتوبر 2014، [investigating.com](http://investigating.com)، تاريخ الاطلاع 2015/04/19.
- 16-Velculescu Delia, «fonds pétrolier norvégien: un exemple pour les fonds souverains», Bulletin d'information du FMI, juillet 2008, p111.
- 17- بوفليح نبيل، مرجع سبق ذكره، 2011، ص113
- 18- ماجد عبد الله المنيف، صناديق الثروة السيادية ودورها في إدارة الفوائض المالية، جامعة الملك سعود الرياض، بحوث اقتصادية عربية، العدد47، صيف 2009، ص69.
- 19-Source: <http://www.swfinstitute.org/swf-research/linaburg-maduell-transparency-index-released2015/04/21> تاريخ الاطلاع
- 20-<http://www.swfinstitute.org/swf-article/public-release-4q-2014-linaburg-maduell-transparency-index-ratings/2015/04/21> تاريخ الاطلاع