

## حوكمة صناديق الثروة السيادية مع الإشارة إلى صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر

د. ضويحي حمزة - أستاذ محاضر ب

المركز الجامعي أحمد بن يحيى الونشريسي - تيسمسيلت -

### ملخص :

تعتبر صناديق الثروة السيادية آليات استثمار مستحدثة، برزت بعد الأزمة المالية 2008، كموضوع رئيسي للنقاش بشأن دوافع استثمارها وأثارها المحتملة على اقتصاديات والأسواق المحلية في البلدان المتلقية لرأس المال، ولقد هدفت هذه الدراسة إلى التطرق إلى مبادئ سانتياغو (Santiago) لحوكمة الصناديق السيادية التي وُضعت من أجل المنفعة المتبادلة للدول المصدرة والمتلقية لرأس المال، بالإضافة مؤشرات قياس وتصنيف صناديق الثروة السيادية. ومن خلال هذه الدراسة التي قمنا بها يمكن القول أن صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر مازال يحتل الترتيب الأخير فيما يخص مستويات الشفافية و الحوكمة ومدى التزامه بالمعايير والمبادئ الموصي بها من قبل المنظمات والهيئات الدولية وهذا قد يؤدي ضياع الفرصة البديلة المتمثلة في استثمار أصوله في الخارج وتحصيل عوائد إضافية. **الكلمات المفتاحية:** صناديق الثروة السيادية، مؤشرات الشفافية، حوكمة الصناديق الثروة السيادية.

### Abstract

Sovereign wealth funds are one of modern investment mechanisms that have emerged after the financial crisis in 2008, established by many organizations and countries in the world; they are also developed by the International Working Group of SWFs set of principles corporate governance known as principles sovereign funds in order to manage these funds and activated.

This article aims to shed light on the definition of these funds and their importance for countries; in addition to study the Algeria's Sovereign wealth funds and comparing with other countries SWFs of world.

### مقدمة

أصبحت الصناديق الثروة السيادية مع بداية الألفية الجديدة لاعبا رئيسيا على الساحة المالية والاقتصادية الدولية، باعتبارها أكبر المستثمرين في العالم، ولقد ساهم في نموها وتطورها الفوائد التجارية والاحتياطيات المالية الكبيرة المتراكمة التي حققتها الدول النفطية، حيث قامت معظم هذه الدول باستحداث صناديق خاصة بها يتم إدارتها بطريقة مباشرة أو غير مباشرة من قبل الدولة، بهدف استثمار هذه الفوائد خارج الوطن والتخفيف من الانعكاسات السلبية للتدفقات المالية الناتجة عن الثروات الطبيعية أو ما يعرف بأثر المرض الهولندي.

فعلى مدى عدت سنوات ساعدت هذه الصناديق باعتبارها مؤسسات استثمارية مستقرة تعمل على إدارة استثمارات عبر الحدود على تشجيع النمو والازدهار الاقتصادي واستقرار الأسواق المالية في البلدان المصدرة والمتلقية لرأس المال.

في ظل هذا النجاح الذي حققته صناديق الثروة السيادية أعربت العديد من الدول المتلقية لأنشطتها عن قلقها من الغرض من استثماراتها وأثارها المحتملة على اقتصادياتها وأسواقها المحلية، وقد

## حوكمة صناديق الثروة السيادية مع الإشارة إلى صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر

يكون الدافع وراء هذا القلق هو حقيقة أن المعرفة بالاستراتيجيات الاستثمارية للعديد من الصناديق غير واضحة وتفتقر للشفافية في الحجم، وفي مصدر الأموال، والأهداف الاستثمارية... الخ، فبينما تفصح بعض الصناديق عن جميع تفاصيل محافظها المالية يلاحظ أن البعض الآخر أكثر تحفظا وضبابية.

**الإشكالية:**

بعد الأزمة المالية 2008، تكاثرت الأبحاث والتقارير في الدول الصناعية والمتلقية لأنشطة الصناديق، بشأن السياسة المالية لهذه الصناديق والآثار المحتملة لقراراتها خاصة في مجال الاستثمار، وأبرزت الحاجة أكثر من أي وقت مضى إلى حوكمة هذه الصناديق من خلال المزيد من الشفافية والإشراف على إدارتها. بناء على ما تقدم تتجلى فكرة وأهمية موضوع البحث الذي نحاول فيه إظهار إجراءات الشفافية والمساءلة المطبقة للحوكمة الصناديق السيادية، في تساؤل رئيسي نحاول الإجابة عنه وهو: **ما مدى تأثير ممارسة الحوكمة على شفافية صناديق الثروة السيادية؟ وما مدى امتثال صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر لها؟.**

**أهداف الدراسة:** بالإضافة إلى محاولة الإجابة على التساؤل الرئيسي لهذه الدراسة، تهدف الدراسة إلى التعريف بكل من:

- صناديق الثروة السيادية مفهومها وتطورها؛
- التطرق إلى مبادئ المتعارف عليها في حوكمة الصناديق السيادية وكذا مؤشرات قياسها؛
- دراسة واقع صندوق ضبط الإيرادات نشأته تطوره وكذا مدى امتثاله للمعايير الحوكمة.

**أهمية الدراسة:** تستمد الدراسة أهميتها من كون صناديق الثروة السيادية أصبحت لاعبا رئيسيا في بيئة الأعمال الحديثة، ومشارك مهم في النمو الاقتصادي باعتبارها أكبر المستثمرين عبر العالم و عابري الحدود، لذا أبرزت الحاجة أكثر من أي وقت مضى لوضع معايير ومبادئ للمنفعة المتبادلة للدول المصدرة والمتلقية لرأس المال إدارة، من خلال وضع إطار محكم وفعال يقوم على الشفافية والمساءلة والإشراف المحكم على إدارتها.

من أجل تحقيق أهداف البحث والإجابة على التساؤل الرئيسي المطروح سنقوم بدراسة العناصر التالية:

**1. ظهور وتطور الصناديق السيادية**

تشير الدراسات والأبحاث الاقتصادية أن الصناديق السيادية ليست وليدة اليوم، حيث يعود أول صندوق سيادي عبر العالم إلى سنة 1953، إلا أنها لم تلقى نفس الاهتمام الذي تشهده حاليا، ونشير أن الفوائض المالية المعتبرة نتيجة ارتفاع أسعار المنتجات والمواد الأولية في الأسواق الدولية ساهم في إلى حد كبير في نموها وتطورها.

**1.1 مفهوم الصناديق السيادية:** تختلف الصناديق السيادية من بلد إلى آخر ومن ثم يصعب العثور على تعريف واحد يناسب جميعها، وتتعلق الاختلافات الرئيسية بين العديد من التعريفات المختلفة في مدى السيطرة الفعلية للحكومة على الصناديق، وتتمثل أهم السمات المميزة لصناديق الثروة السيادية فيما يلي:<sup>1</sup>

- السيادية؛
- إدارة منفصلة بعيدا عن احتياطات البنك المركزي؛
- التعامل بقدر أكبر مع العملات الأجنبية؛
- عدم وجود مسؤوليات قانونية واضحة؛
- قدرة أكبر على تحمل المخاطر؛

## حوكمة صناديق الثروة السيادية مع الإشارة إلى صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر

- أفق استثماري طويل الأمد؛
- احتمالية التعامل في استثمارات إستراتيجية لتعزيز مردودية الدولة، وفيما يلي بعض التعارف لصناديق الثروة السيادية:

أ. **تعريف منظمة التنمية والتعاون الاقتصادي**: تعرفها بأنها " عبارة عن مجموعة من الأصول التي تملكها وتديرها بشكل مباشر أو غير مباشر الحكومات لتحقيق أهداف وطنية، والتي يكون تمويلها من قبل<sup>2</sup>:

- احتياطات النقد الأجنبي؛
  - بيع الموارد الشحيحة مثل النفط؛
  - من الضريبة العامة والإيرادات الأخرى.
- ب. **تعريف صندوق النقد الدولي**: يعرف صندوق النقد الدولي الصناديق السيادية على أنها " صناديق أو ترتيبات للاستثمار ذات غرض خاص تملكها الحكومة العامة ، وتنشأ لأغراض إقتصادية 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 الموارد مجتمعة<sup>3</sup>.

ج. **تعريف معهد صناديق الثروة السيادية** " الصندوق السيادي عبارة عن صندوق استثمار حكومي مكون من أصول مالية على غرار الأسهم والسندات وغيرها من الأدوات المالية، علما أن موارد الصندوق تتشكل من فائض ميزان المدفوعات أو الموازنة العامة أو نواتج عمليات الخصخصة أو إيرادات الصادرات السلعية، ووفقا لهذا التعريف فإن صناديق الثروة السيادية لا تتضمن صناديق التقاعد الحكومية والشركات الإقتصادية المملوكة للدولة، بالإضافة إلى احتياطات الصرف المدارة من قبل السلطات النقدية و المستعملة لتحقيق أهداف السياسة النقدية"<sup>4</sup>.

2.1 **أهداف الصناديق الثروة السيادية** : تختلق أهداف الصناديق باختلاف أنواعها من بلد إلى آخر ،حيث انه لا يمكن أن تكون هذه الأهداف مجتمعة في صندوق معين؛ إذ أن بعض الصناديق قد يكون لديه هدف واحد من هذه الأهداف والبعض الآخر ممكن أن يكون أكثر من هدف ،وتتمثل الأهداف الإقتصادية الكلية لإنشاء صناديق السيادية فيما يلي<sup>5</sup>:

- حماية الإقتصاد والميزانية العامة من الصدمات الخارجية الناتجة عن التقلبات الحادة لصادرات الموارد وغيرها من الصادرات غير المتجددة؛
- تنويع الإقتصاد من خلال تحفيز التنمية الإقتصادية والاجتماعية وتشجيع الاستثمارات المحلية والأجنبية ؛
- الحفاظ على الاحتياطات المالية للبلاد للأجيال القادمة، وذلك من خلال الاستثمار في احتياطات في صناديق الثروة السيادية إلى المشاريع طويلة الأجل بهدف الحصول على عائد أعلى من تلك المسجلة عندما تكون في شكل احتياطات البنك المركزي؛
- مساعدة البنك المركزي بالتحكم في السيولة المتاحة في الإقتصاد وتخفيض معدلات التضخم والحفاظ على استقرار الأسعار؛
- دعم الإستراتيجية السياسية للبلدان، سواء الداخلية أو الخارجية؛

## حوكمة صناديق الثروة السيادية مع الإشارة إلى صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر

كذلك يهدف الصندوق الذي يكون مصدره المالي من استغلال الموارد إلى الحد من الآثار السلبية الكامنة في الموارد- تقلب أسعار الموارد وتراجع الإنتاج المحلي- من خلال إستراتيجية التراكم والاستثمار طويل الأجل في الأسواق المالية.

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

أ. وفقا لدرجة استقلالية الصندوق: تنقسم صناديق الثروة السيادية من حيث درجة استقلاليتها إلى<sup>6</sup>:

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

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

ب. وفقا للهدف الذي أنشأت من اجله: صناديق الثروة السيادية هي مجموعة غير متجانسة أنشأت لأغراض مختلفة، ويمكن تصنيف صناديق الثروة السيادية حسب الغرض أو الهدف الذي أنشأت من اجله إلى خمسة أنواع كما يلي<sup>7</sup>:

- صناديق الاستقرار، حيث أن الهدف الأساسي من هذه الصناديق هو حماية للميزانية والاقتصاد من تقلبات الأسعار السلع (النفط في العادة).

- صناديق الادخار للأجيال القادمة، والتي تهدف إلى تحويل الأصول غير متجددة في محفظة أصول أكثر تنوعا والتخفيف من آثار المرض الهولندي؛

- شركات الاستثمار في الاحتياطات: يتم إنشاء هذه الشركات لزيادة العائد على الاحتياطات، وتتكون أصولها من أصول احتياطية؛

- صناديق التنمية، الهدف من إنشاءها هو استثمار الأموال في المشاريع الاجتماعية والاقتصادية أو لتعزيز السياسات الصناعية والذي يمكن أن يؤدي إلى تسريع نمو الناتج المحتمل في البلد؛

- صناديق معاشات التقاعد: تمول في العادة هذه الصناديق من مصادر أخرى غير اشتراكات التقاعد الفردية وتتوقف التزاماتها على حسب ميزانية الحكومة، والهدف من هذه الصناديق إدارة برامج التقاعد الوطنية الحكومية.

الجدول: تصنيف أهم صناديق الثروة السيادية حسب قيمة الأصول (الوحدة مليار دولار - 31 ديسمبر 2014-)

المرتبة	الصندوق السيادي	الدولة	حجم الأصول
01	صندوق التقاعد الحكومي العالمي	النرويج	893.0
02	جهاز أبو ظبي للاستثمار	الإمارات	773.0
03	الأصول الأجنبية لمؤسسة النقد العربي السعودي (ساما)	السعودية	757.2
04	شركة الصين للاستثمار	الصين	652.7
05	شركة سيف للاستثمار	الصين	567.9
06	الهيئة العامة للاستثمار	الكويت	548.0
07	محفظة الاستثمار التابعة لمؤسسة النقد بهونغ كونغ	الصين	400.2

## حوكمة صناديق الثروة السيادية مع الإشارة إلى صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر

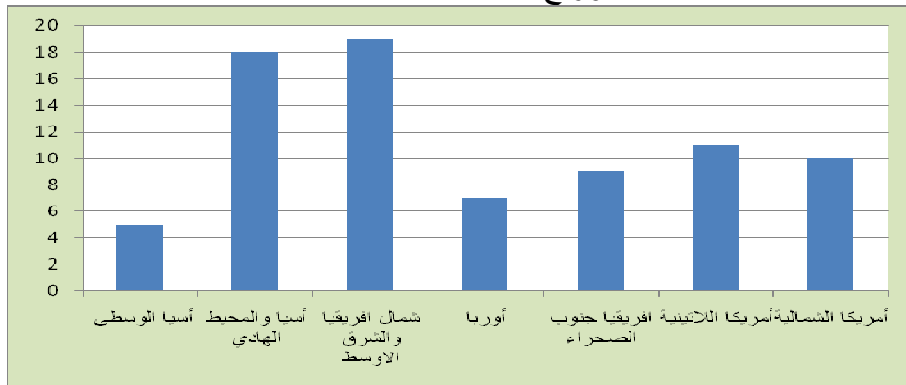
08	شركة حكومة سنغافورة للاستثمار	سنغافورة	320.0
09	هيئة قطر للاستثمار	قطر	256.0
10	الصندوق الوطني للضمان الاجتماعي	الصين	201.6

Source : Andrew Bauer ,La gestion des fonds de ressources naturelles : comment assurer des retombées pour tous, Natural Resource Governance Institute,2014 ,P :11.

وما تجدر الإشارة إليه عند دراستنا لهذا الموضوع أن معظم الصناديق السيادية هي من الاقتصاديات البلدان الناشئة التي لديها موارد كبيرة في العوائد السلعية ، المتمثلة أساسا في بيع النفط والغاز ، حيث انه توزيع الصناديق السيادية وفقا للموارد الطبيعية الأساسية الممولة لها يمثل أكثر من 77 % من الصناديق ممولة بالنفط وغاز و 17% من المعادن المختلفة<sup>8</sup>.

**3.1 تطور الصناديق السيادية:** الصناديق السيادية ليست ظاهرة جديدة على الساحة المالية العالمية، بل يعود تاريخ بعضها إلى العام 1953، وتعتبر دولة الكويت هي المؤسس الأول صندوق سيادي في العالم من عائدات النفط من قبل البريطانيين، وذلك قبل حصولها على استقلالها ، ثم بعد ذلك في 1954 تم إنشاء ثاني صندوق ثروة سيادي من قبل ولاية تكساس للمساعد في دعم وتمويل نظام التعليم الحكومي ، ليتوالى إثر ذلك في السبعينات وما بعدها ظهور صناديق أخرى في سنغافورة والإمارات العربية المتحدة وغيرها من الدول لتصل إلى حوالي 79 صندوق سيادي عبر العالم بأصول تقدر بـ 07 تريليون دولار تتوزع استثماراتها في مجالات شتى حول العالم ، حسب الإحصائية الصادرة عن معهد الصناديق السيادية في الربع الأخير من سنة 2014 ، ولقد تعاظم نشاطها مؤخرا حيث استحوذت ضمن القطاع المالي وحده على حصص في مؤسسات عملاقة مثل مورغان ستانلي وميريل لينش وسيتي غروب ( Morgan Stanley, Merrill Lynch and Citigroup)، كما لعبت هذه الصناديق دورا كبيرا في التخفيف من حدة الأزمات الاقتصادية وانعكاساتها على بلدانها، أما من حيث توزيعها عبر العالم تأتي منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا في المرتبة الأولى بـ 19 صندوق ثروة سيادي، تليها بعد ذلك منطقة آسيا والمحيط الهادي بـ 18 صندوق ثروة سيادي.<sup>9</sup> والشكل التالي يوضح توزيعها حسب المناطق كما يلي.

الشكل: توزيع الصناديق السيادية حسب المناطق



Source : Institute of sovereign wealth funds , institutional investor profiles, sovereign wealth funds, disponible sur : <http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-profiles>

## 2. حوكمة الصناديق الثروة السيادية

تعرف الحوكمة بشكل عام على أنها الإطار الذي يحدد العلاقة بين إدارة الشركة ومجلس إدارتها والمساهمين وأصحاب المصلحة الآخرين، والهيكل الذي من خلاله يتم تحديد أهداف الشركة ووسائل تحقيق وضمن الرقابة على النتائج المحصلة<sup>10</sup>.

أما حوكمة الصناديق الثروة السيادية حسب رأي الباحث يقصد بها وضع إطار مؤسسي وهيكل واضح وفعال، يعمل على تحديد أهداف وسياسة الصندوق وتقسيم الأدوار والمسؤوليات بين الأطراف المعنية بالتنظيم والتطبيق والرقابة، من خلال تفعيل آليات الرقابة والمساءلة، وإنشاء نظام إفصاح فعال، من أجل تسهيل الاستقلالية التشغيلية وتوفير إشراف على إدارة المخاطر.

**1.2 مبادئ حوكمة الصناديق السيادية-مبادئ سانتياغو (Santiago) :-**المبادئ والممارسات المتعارف عليها (GAPP)\* هي عبارة عن مجموعة من المبادئ والممارسات الطوعية وغير الإلزامية تم وضعها من طرف المجموعة العمل الدولية<sup>1</sup>، تعمل تعزيز حوكمة صناديق الثروة السيادية، بحيث يخضع تطبيق كل منها لمتطلبات اللوائح والقوانين القطرية، وهي مبادئ وممارسات عامة يمكن أن تحققها البلدان بجميع مستوياتها من حيث مراحل التنمية الاقتصادية، حيث تسترشد المجموعة العمل الدولية في وضعها للمبادئ الحاكمة للصناديق الثروة السيادية بالأهداف التالية<sup>11</sup>:

- المساعدة على الحفاظ على نظام مالي عالمي مستقر وضمن حرية تدفق رؤوس الأموال والاستثمارات؛
- الالتزام بكافة متطلبات التنظيم والإفصاح في البلدان التي تستثمر فيها صناديق الثروة السيادية؛
- ضمان اضطلاع صناديق الثروة السيادية بالاستثمار على أساس اعتبارات المخاطر الاقتصادية والمالية والاعتبارات المتعلقة بالعملاء؛
- تشجيع صناديق الثروة السيادية على إرساء هيكل شفاف وسليم للحوكمة، يكفل الضوابط التشغيلية الملائمة وسلامة إدارة المخاطر والمساءلة.

**2.2 هيكل مبادئ سانتياغو(Santiago) :**تغطي مبادئ سانتياغو التي تم وضعها من طرف مجموعة العمل الدولية ثلاث مجالات رئيسية كما يلي<sup>12</sup>:

**أ. الإطار القانوني والأهداف والتنسيق مع السياسات الاقتصادية الكلية:**يمثل ركيزة لإطار مؤسسي قوي وهيكل حوكمة مستقر، من خلال تقديم الإرشاد اللازم لأي إصلاح قانوني ومؤسسي للصناديق السيادية وهي من المبدأ 01، إلى المبدأ 05، كما يلي:

- **المبدأ (01):** ينبغي أن يكون الإطار القانوني للصناديق الثروة السيادية سليما وداعما لعملياته الفعالة ويحقق الأهداف المعلنة؛
- **المبدأ (02):** ينبغي أن يكون الغرض من سياسة الصندوق محددة بوضوح ويكون الإفصاح عنها بشكل علني؛
- **المبدأ (03):** بهدف ضمان الاتساق مع سياسة الاقتصادية الكلية الشاملة ينبغي تنسيق أنشطة الصندوق مع السلطات المالية العامة والسلطات النقدية؛
- **المبدأ (04):** وضع سياسات والقواعد والإجراءات، واضحة ومفصّل عنها بوضوح، فيما يتعلق بالمنهج العام لصناديق الثروة السيادية حيال عمليات التمويل، والسحب، والإنفاق؛

<sup>1</sup> مجموعة العمل الدولية تتكون من 23 دولة من أعضاء صندوق النقد الدولي بالإضافة إلى ثلاثة بلدان منظمة التنمية والتعاون الاقتصادي والبنك الدولي

## حوكمة صناديق الثروة السيادية مع الإشارة إلى صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر

- **المبدأ (05):** إبلاغ الجهات المالكة للصندوق بشكل مستمر وفي الوقت المناسب وعلى النحو المطلوب بالبيانات الإحصائية ذات الصلة بالصندوق لإتاحته إدراجها في بيانات الاقتصاد الكلي عند الاقتضاء.
- **ب. الإطار المؤسسي وهيكل الحوكمة :** بموجب هذا الإطار توصي المبادئ إلى بناء نظام للحوكمة يعمل على تفعيل الرقابة و المساءلة والشفافية والفصل بين الوظائف من أجل تعزيز الاستقلالية التشغيلية وهي من المبدأ 6 ،إلى المبدأ 16، كما يلي:
- **المبدأ (06):** سعيا لتحقيق أهدافه ينبغي أن يكون إطار الحوكمة سليما من خلال تحديد واضح و فعال للأدوار والمسؤوليات من أجل تسهيل المساءلة و تعزيز الاستقلالية التشغيلية ؛
- **المبدأ (07):** ينبغي على الجهات المالكة للصندوق أن تحدد أهدافه وينبغي أن تكون سياسة تعيين أعضاء إدارته وفقا للمعالم والإجراءات الواضحة ، كما ينبغي عليها ممارسة الرقابة على عملياته؛
- **المبدأ (08):** ينبغي على الهيئات الإدارية أن تعمل بما يحقق مصالح الصندوق، وان تكون تتمتع بالسلطة الكافية و الكفاءة للقيام بمهامها؛
- **المبدأ (09):** ينبغي على الإدارة التنفيذية للصندوق تنفيذ استراتيجيات صناديق الثروة السيادية بطريقة مستقلة وفي إطار مسؤوليات واضحة التحديد؛
- **المبدأ (10):** آليات المساءلة لصناديق الثروة السيادية ينبغي تحديدها بوضوح بالنص عليها في التشريعات والقوانين، أو الوثائق الأخرى كالميثاق التأسيسي ، وقرار مجلس الإدارة؛
- **المبدأ (11):** ينبغي إعداد تقرير سنوي مصحوب بالكشوف المالية عن عمليات الصندوق وكيفية أدائه سنويا ووفقا للمعايير المحاسبية الدولية أو الوطنية المعترف بها مع مراعاة متطلبات الاتساق؛
- **المبدأ (12):** ينبغي تدقيق عمليات صناديق الثروة والمالية سنويا ووفقا للمعايير التدقيق الدولية أو الوطنية المعترف بها مع مراعاة متطلبات الاتساق؛
- **المبدأ (13):** ينبغي أن تكون المعايير المهنية والأخلاقية واضحة المعالم ومعروفة للأعضاء الحاكمة لصندوق الثروة السيادية وإدارته وموظفيه؛
- **المبدأ (14):** ينبغي أن يكون تعامل الإدارة التنفيذية مع أطراف ذات العلاقة لغرض إدارة عمليات صندوق الثروة السيادية بناء على أسس اقتصادية ومالية، ووفق قواعد وإجراءات واضحة؛
- **المبدأ (15):** تدار عمليات والأنشطة صندوق الثروة السيادية في البلد المضيف طبقا لمتطلبات التنظيم والإفصاح المعمول بها في البلدان التي تعمل فيها؛
- **المبدأ (16):** ينبغي لإطار الحوكمة في صناديق الثروة السيادية أن يوضح ويفصح عن الطريقة التي تدار بها عمليات صناديق الثروة السيادية والتي من المفروض أن تكون مستقلة عمليا عن الجهات المالكة .
- **ج. إطار الاستثمار وإدارة المخاطر:** تهدف إلى شفافية العمليات الاستثمارية وإظهار التزام الصندوق بخطة استثمار واضحة وممارسات استثمارية منضبطة ، وهي من المبدأ 17 ،إلى المبدأ 24، كما يلي:
- **المبدأ (17):** ينبغي الإفصاح عن المعلومات المالية المتعلقة بالصناديق السيادية و إظهار توجهها الاقتصادي والمالي ، وذلك للمساهمة في الاستقرار في الأسواق المالية الدولية وتعزيز الثقة في البلدان المستفيدة؛
- **المبدأ (18):** ينبغي أن تكون سياسة الاستثمار وإدارة المخاطر لصناديق الثروة السيادية واضحة وبما يتفق مع أهدافها المحددة، والتي وضعتها المالك أو الهيئة الإدارية، كما ينبغي أن تكون مرتكزة على مبادئ سليمة لإدارة المحافظ؛

## حوكمة صناديق الثروة السيادية مع الإشارة إلى صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر

- **المبدأ (19):** ينبغي أن تهدف القرارات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية لتعظيم العوائد المالية المعدلة حسب المخاطر وعلى نحو يركز على أسس اقتصادية ومالية ويتفق مع سياسة استثماراتها؛
- **المبدأ (20):** لا ينبغي للصناديق الثروة السيادية استخدام نفوذ حكوماتها في الحصول على المعلومات سرية واستخدامها في التنافس مع الكيانات الخاصة؛
- **المبدأ (21):** تنظر صناديق الثروة السيادية لحقوق ملكية المساهمين باعتبارها عنصرا أساسيا قيمة استثمارات أصوله، وإذا اختار ممارسة حقوق ملكيته، ينبغي أن القيام بذلك بطريقة تتسق مع سياسته الاستثمارية كما ينبغي عليه الإفصاح عن منهجه العام تجاه الأسهم المانحة للحقوق التصويت في الكيانات المدرجة البورصة، بما في ذلك العوامل الرئيسية التي توجه ممارسته لحقوق الملكية؛
- **المبدأ (22):** ينبغي للصناديق الثروة السيادية أن تكون لديها إطار عمل تحدد من خلاله مخاطر عملياتها وتقييمها، وتديرها من خلال إنشاء نظم لإبلاغ ووضع مستويات مقبولة للرقابة ونظام إفصاح فعال؛
- **المبدأ (23):** تقاس أصول الصناديق الثروة السيادية وأداءها الاستثماري على أساس مطلق أو بالمقارنة بمعايير قياسية إن وجدت وترفع بشأنها تقارير لمالكها طبقا لمبادئ ومعايير واضحة التحديد؛
- **المبدأ (24):** ينبغي للصناديق الثروة السيادية القيام بشكل مباشر أو غير مباشر (تفويض طرف ينوب عنه) بمراجعة منتظمة لتطبيق الممارسات والمبادئ المتعارف عليها.

## 3. مؤشرات قياس حوكمة الصناديق السيادية

بعد أزمة الرهن العقاري في سنة 2008، تم تطوير مؤشرين لقياس ولتصنيف صناديق الثروة السيادية المؤشر الأول يهتم بالشفافية وهو مطور من قبل معهد صندوق الثروة السيادية، والثاني يهتم بالحوكمة، طوره الاقتصادي إدوين ترومان.

**1.3 مؤشر الشفافية Linaburg-Maduell:** هو عبارة عن مجموعة من مبادئ الشفافية المتعلقة بالحكومة وهو مؤشر مطور في معهد صناديق الثروة السيادية من قبل الباحثين كارل لينبرغ وميشال مادول (Linaburg-Maduell) في 2008، لتصنيف صناديق الثروة السيادية حيث تعتبر الدراسة التي يتم نشرها بشكل ربع سنوي، إحدى أهم التصنيفات لمستوى التزام الصناديق السيادية بممارسات الشفافية ويستند هذا المؤشر إلى عشر مبادئ أساسية بعشرة نقاط أو عشر درجات، حيث تعطي نقطة واحدة لكل مبدأ يتم من خلالها ترتيب صناديق الثروة السيادية على أساس هذه المبادئ ليتم عرضها على لجمهور كل ثلاثة أشهر، وحسب المعهد يعتبر صندوق الثروة السيادية شفاف إذا تحصل على ثمانية درجات على الأقل، أما الحد الأدنى للتصنيف للصناديق هو نقطة واحدة، وما تجدر الإشارة إليه أن هناك مستويات أكثر حزما فيما يتعلق بكل مبدأ، والمبادئ التي اعتمدها معهد الصناديق الثروة السيادية هي الأيسر لضمان تطبيقها من قبل الصناديق في مختلف البلدان<sup>13</sup>. وهذه المبادئ تتمثل فيما يلي<sup>14</sup>:

- مدي توفر معلومات عن الهدف الصندوق، مصدر الأموال، الهيكل الإداري
- مدي إفصاح الصندوق عن تقاريره السنوية .
- مدي إفصاح الصندوق عن نسب المشاركة في الشركات وعن أماكن استثمار موارده.
- مدي إفصاح الصندوق عن القيمة الإجمالية لمحفظه الصندوق وعن العوائد المحققة.
- مدي إفصاح الصندوق سياسة المشاركة والاستثمار وعن مبادئه الأخلاقية.
- مدي إفصاح الصندوق عن أهدافه وإستراتيجيته



## حوكمة صناديق الثروة السيادية مع الإشارة إلى صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر

- مدى تقديم الصندوق معلومات عن أعضاء الإدارة الخارجيين إن وجدوا.
- مدى توفر الصندوق عن الموقع الالكتروني.
- مدى وجود وسائل الاتصال، وتوفر معلومات عن المكان، العنوان.

**2.3 مؤشر ترومان<sup>2</sup> (Edwin Truman):** خلافا للمؤشر الشفافية، يستند مؤشر ترومان على 33 سؤال (مبدأ) لصناديق الثروة السيادية بثلاثة وثلاثين نقطة، يتم الإجابة عليها بنعم ولا، واحد نقطة للإجابة (نعم) وصفر نقطة لإجابة (لا)، كما يمكن تجزئة النقطة في بعض الاجابات إلى 0.5 و 0.75 و 0.25 كحد أدنى<sup>15</sup>. ولقد تم إعداده من قبل الباحث إدوين ترومان في سنة 2008، ويعتبر أكثر اكتمالا من مؤشر الشفافية لأنه يسمح بترتيب الصناديق السيادية من خلال أربعة أبعاد، وذلك من خلال تقييم كل من<sup>16</sup>:

**أ. الإطار المؤسسي:** هو عبارة عن ثمانية مبادئ تقيس مدى استقلالية الصندوق عن احتياطي النقد الأجنبي للبلاد بالإضافة إلى:

- أصل موارده ومقدار الأصول التي تحت إدارته؛
- الهدف والإستراتيجية الإستثمارية المتبعة.

**ب. الحوكمة وهيكل الحكم:** هي عبارة عن خمسة مبادئ تقيس دور الحكومة في تعريف وتنفيذ هذه إستراتيجية الصندوق ومدى نزاهة الأطراف الفاعلة في إدارة الصندوق.

**ج. الشفافية والمساءلة:** هي عبارة عن أربعة عشر مبدأ تقيس مدى توفر الصندوق على تقارير دورية عن أنشطته والنتائج المحققة، وعن آليات الرقابة ومدى خضوعه لمراجعة سنوية مستقلة.

**د. السياسة الإستثمارية:** هي عبارة عن ستة مبادئ تبين كيفية إدارة الصناديق لمحافظة الإستثمارية، فئات الأصول، وحدود الإستثمار، مستويات المشاركة (أغلبية أو أقلية)، توزيع الإستثمارات بحسب البلد والقطاع، والمشاركة في الإدارة، الإستثمارات الفردية، بالإضافة إلى:

- الأداء المتوقع وربحية الصندوق؛
- سياسته المتعلقة في استخدام النفوذ و المشتقات المالية.

**4. صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر**

يعتبر صندوق ضبط الموارد من الحسابات الخاصة للخزينة العمومية في الجزائر، الوزير المكلف بالمالية هو الأمر بالصرف له، تم إنشاءه في سنة 2000، ضمن الصناديق الخاصة تحت رقم 103-302 بمقتضى المادة 10 بناء على القانون رقم 02-2000، المتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2000، ويقيد في هذا الحساب، في باب الإيرادات فوائض القيم الجبائية الناتجة عن مستوى أعلى للأسعار المحروقات عن تلك المتوقعة ضمن قانون المالية بالإضافة إلى تسبيقات بنك الجزائر الموجهة للتسيير النشط للمديونية الخارجية، أما في باب النفقات يعمل على ضبط نفقات وتوازن الميزانية المحددة عن طريق قانون المالية السنوي، وعلى تخفيض الدين العمومي<sup>17</sup>.

<sup>2</sup> هو باحث متميز انضم إلى معهد بيترسون للاقتصاد الدولي في سنة 2001، عضوا في العديد من المجموعات الدولية العاملة في القضايا الاقتصادية والمالية، هو من الذين قاموا بتحليل صناديق الثروة السيادية. وكان لعمله تأثيرا كبيرا في تطوير مبادئ سانتياغو.

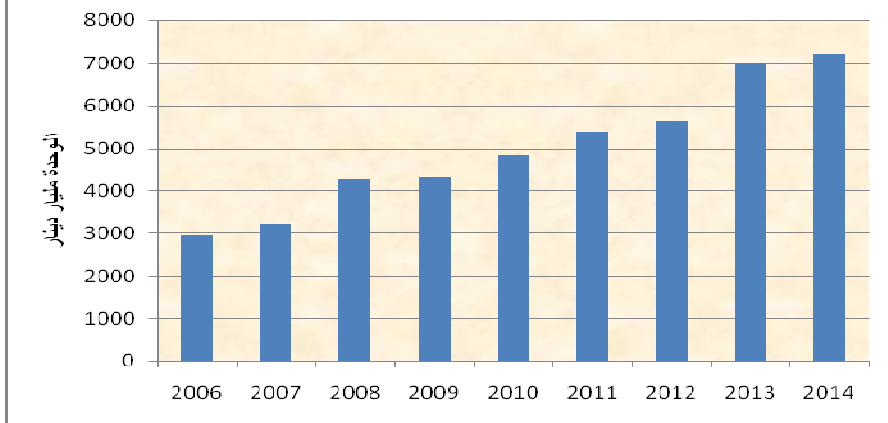
## حوكمة صناديق الثروة السيادية مع الإشارة إلى صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر

وقد تم اعتماد نصوص تطبيقية وتعديلات في الأطر الخاصة بتسيير الصندوق وذلك بموجب المرسوم التنفيذي رقم 67-02 الصادر في 6 جوان 2002 القانون رقم 22-03 المتضمن قانون المالية لسنة 2004<sup>18</sup>.

**1.4 تطور صندوق ضبط الإيرادات:** يصنف صندوق ضبط الإيرادات للجزائر من بين الصناديق السيادية الـ17 عبر العالم من حيث القيمة المالية حسبما أفاد به المعهد العالمي للصناديق السيادية الذي يوجد مقره في لاس فيغاس بالولايات المتحدة الأمريكية، فمن مجموع الصناديق السيادية الـ79 التي أحصاها المعهد عبر العالم يأتي صندوق ضبط الإيرادات الجزائري في المركز الـ17 ، بقيمة تعادل 77.2 مليار دولار، حسبما أوضحه نفس المصدر في معطياته المحينة في ديسمبر 2014.

وعلى الصعيد الإفريقي، احتل الجزائر المرتبة الأولى، أما على المستوى العربي، فاحتل الصندوق الجزائري لضبط الإيرادات المركز السادس مسبقا بصندوق السيادي لكل من جهاز أبو ظبي للاستثمار بقيمة 773.0 مليار دولار ،صندوق ساما للعربية السعودية بـ 757.2 مليار دولار ، الهيئة العامة للاستثمار الكويت بـ 548.0 مليار دولار، و هيئة قطر للاستثمار 256.0 ،ومجلس أبو ظبي للاستثمار 90.0<sup>19</sup>.

الشكل : تطور إيرادات صندوق ضبط الإيرادات (2006-2014)



المصدر: من إعداد الباحث اعتماد على معطيات المتحصل عليها من :

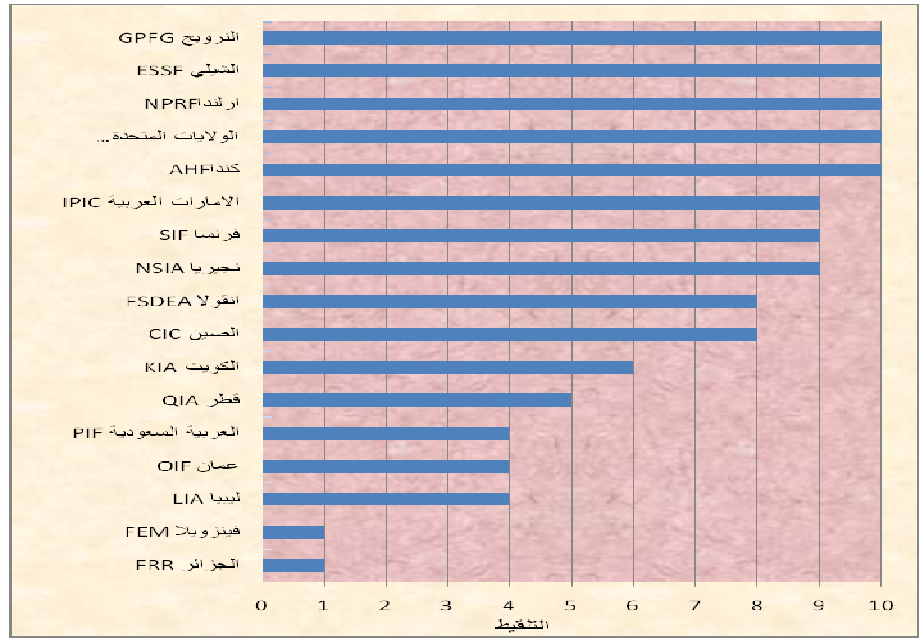
Ministre Des Finances ,la note de présentation du projet la loi de finances pour 2014, disponible sur : <http://www.mf.gov.dz,p:16,34>.

**2.4 شفافية صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر:** حسب نتائج ترتيب معهد صناديق الثروة السيادية لربع الرابع من 2014 ، لشفافية الصناديق الثروة السيادية - مؤشر الشفافية لينبرغ مادويل- ، جاء صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر في المرتبة الأخيرة من مجموع 52 صندوق ، وهو واحدة من أصل 05 صناديق سيادية يتم تصنيفها في المرتبة الأخير من قبل المؤشر الدولي للشفافية للربع الأخير لـ2014 ، مع كل من الصناديق السيادية لموريتانيا ، فنزويلا ، بروناي ، وكيريباتي بنقطة واحدة من عشر نقاط وهي أدنى علامة تمنح بموجب هذا المؤشر<sup>20</sup>.

## حوكمة صناديق الثروة السيادية مع الإشارة إلى صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر

وحسب رأي الباحث فإن النقطة المتحصل عليها كانت في المبدأ الأول لمؤشر الشفافية -مدي توفر معلومات عن الهدف الصندوق و مصدر الأموال-، حيث أن هذه المعلومات معلن عليها في الجريدة الرسمية بموجب القانون رقم 02-2000 المتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2000. ويعتبر التصنيف الجديد دلالة على عدم التزام صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر، وفريق العمل فيه بتطبيق المعايير والممارسات المتعارف عليها في مجال الشفافية.

الشكل: ترتيب أهم صناديق الدول حسب مؤشر الشفافية لربع الأخير 2014.



Source : Institute of sovereign wealth funds, public release -Q4 2014 Linaburg-Maduell transparency index ratings,2015,disponible sur : <http://www.swfinstitute.org>.

3.4 قياس الحوكمة صندوق ضبط الإيرادات بمؤشر تريمان (Truman): حسب نتائج معهد صناديق الثروة السيادية 2014 ، اعتمادا على مؤشر تريمان ، تحصل صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر على أربعة نقاط ونصف من مجموع ثلاثة وثلاثين نقطة أي بنسبة 13.6 % من مجموع النقاط موزعة كما يلي هيكلية الصندوق 03 نقاط من ثمانية نقاط ، الحوكمة نقطة واحدة من خمسة نقاط ، الشفافية والمساءلة نصف نقطة من أربعة عشر نقطة ، أما فيما يخص السياسة الاستثمارية لم يتحصل على أية نقطة من أصل ستة نقاط<sup>21</sup>.

ويعتقد الباحث أن حصول صندوق ضبط الإيرادات على هذه النسبة يرجع أساسا طريقة تسييره إذ انه يخضع بصفة مباشرة لتسييره من قبل الحكومة وبالتالي لا يتمتع باستقلالية القرار، و إلى آليات الرقابة والى مراجعة سنوية مستقلة يتم الإعلان عن نتائجها.

## حوكمة صناديق الثروة السيادية مع الإشارة إلى صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر

## خاتمة :

صناديق الثروة السيادية آليات استثمار مستحدثة تخلق أهدافها باختلاف أنواعها من بلد إلى آخر، برزت كموضوع رئيسي للنقاش بعد الأزمة المالية 2008، بوصفها جهات فاعلة وهامة في الأسواق المالية، في هذا الصدد قامت العديد من المنظمات والهيئات بالعديد من الدراسات بشأن دوافع استثمارها وأثارها المحتملة على اقتصاديات والأسواق المحلية في البلدان المصدرة والمتلقية لرأس المال ، وبناء على ما تم تناوله في البحث وكخلاصة يمكن القول أن أهم النتائج المتوصل إليها تمثلت فيما يلي:

- أدت سياسة الاستثمار غير واضحة وغير شفافة للعديد من الصناديق السيادية ، إلى قيام صندوق النقد الدولي بتشكيل مجموعة عمل دولية حول الصناديق السيادية لغرض إيجاد اطر عمل اختيارية للدول المالكة للصناديق والدول المستقبلة لاستثماراتها تركز على الشفافية والحوكمة والمساءلة.
- بهدف تشجيع صناديق الثروة السيادية على إرساء هيكل شفاف وسليم للحوكمة تم وضع مجموعة المبادئ والممارسات الطوعية ، بالإضافة إلى تطوير مؤشرين لقياس ولتصنيف صناديق الثروة السيادية تنشر نتائجها كل ثلاثة أشهر المؤشر الأول يهتم بالشفافية مطور من قبل معهد صندوق الثروة السيادية ، والثاني يهتم بالحوكمة طوره الاقتصادي إدوين ترومان .
- من خلال هذه الدراسة التي قمنا بها يمكن القول أن صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر مازال في يحتل الترتيب الأخير فيما يخص مستويات الشفافية و الحوكمة ومدى التزامه بالمعايير والمبادئ الموصي بها من قبل المنظمات والهيئات الدولية ، وهذا قد يؤدي في ظل شروط وإجراءات الشفافية التي تضعها الدول المتلقية لاستثمارات إلى ضياع الفرصة البديلة المتمثلة في استثمار أصوله في الخارج من أجل تحصيل عوائد إضافية.

## قائمة المراجع :

1. جان فرانسوا سيزنيك ، صناديق الثروات السيادية في منطقة الخليج ، مركز الدراسات الدولية والإقليمية ،كلية الشؤون الدولية بجامعة جورجتاون في قطر،تقرير موجز حول الاقتصاد السياسي للمنطقة الخليج،2012،ص:7.
2. Blundell-Wignall, A., Y. Hu and J. Yermo ,**Sovereign Wealth and Pension Fund Issues**, OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, No. 14, OECD , 2008,p :04
3. عبد المجيد قدي، **الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة**، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا ، مخبر العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة الشلف، العدد السادس، 2010 ، ص:02.
4. بوفليح نبيل، **دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية**، أطروحة دكتوراه غير منشورة ،كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ،جامعة الجزائر 3-، 2011،ص:88.
5. Pascal Boniface, **Géopolitique et mécanismes de raréfaction des ressources combustibles et minières**, Thèse pour l'obtention du titre de docteur en science politique, Université Paris 8 Vincennes Saint-Denis, France,2012,p :124
6. بوفليح نبيل، **دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية**، أطروحة دكتوراه غير منشورة ،كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ،جامعة الجزائر 3-، 2011،ص:105.
7. javier capape , tomas guerrero, **more layers than an onion: looking for a definition of sovereign wealth funds**,2013,p :34.
8. Andrew Bauer ,**La gestion des fonds de ressources naturelles : comment assurer des retombées pour tous**, Natural Resource Governance Institute,2014 ,P :11
9. انظر إلى  
- **Institute of sovereign wealth funds** ,Top10 sovereign wealth fund game-changers of 2014,2015
- عمرو سعيد الختالي، **الاستثمارات العقارية في العالم وصناديق الثروة السيادية بالتركيز على ليبيا**، 2014، ص:04

## حوكمة صناديق الثروة السيادية مع الإشارة إلى صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر

10. florent ledentu, **systeme de gouvernance d'entreprise et presence d'actionnaires de controle** - cas suisse, these de doctorat, universite fribourg ,faculte des science economique et sociales ,suisse ,2008,p: 08.
11. أودايير داس ،عدنان مزارعي ،وآخرون، **اقتصاديات صناديق الثروة السيادية** ،صندوق النقد الدولي،2010،ص:62.
12. International working group of sovereign wealth funds,sovereign wealth funds genrally accepted principles and practices - Santiago principles-, october 2008, p :11-20.
13. Linaburg -maduell, **transparency index released**, Institute of sovereign wealth funds ,disponible sur : <http://www.swfinstitute.org>.
14. Institute of sovereign wealth funds ,disponible sur : <http://www.swfinstitute.org>.
15. Romuald Yonga, **Guide Des Fonds Souverains Africains**, African Markets, disponible sur : [www.african-markets.com](http://www.african-markets.com),2014,p:04  
Caroline Bertin delacour ,**les fonds souverains, ces nouveaux acteur de l économie mondial**, Editions Groupe Les Echos, paris, 2009 , p p :100-101
16. الجمهورية الجزائرية ،قانون ، القانون رقم 02- 2000 - المتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2000،الجريدة الرسمية ،العدد37، 28-06-2000، المادة 10.
17. الجمهورية الجزائرية ،مرسوم ، المرسوم التنفيذي رقم 02-67 يحدد كيفية سير الحساب التخصيص ،،الجريدة الرسمية ،العدد11، 13-02-2002، المواد 02-06
18. الجمهورية الجزائرية ،قانون ، القانون رقم 03 - 22 المتضمن قانون المالية السنة 2004،الجريدة الرسمية ،العدد83، 29-12-2003، المادة 66.
19. Institute of sovereign wealth funds , disponible sur : <http://www.swfinstitute.org>.
20. **Institute of sovereign wealth funds**, public release -Q4 2014 Linaburg-Maduell transparency index ratings,2015,disponible sur : <http://www.swfinstitute.org>.
21. Romuald Yonga ,**guide des fouds souvrains africains**,african markets [www.african-markets.com](http://www.african-markets.com),disembere 2014 ,p :05.