

حوكمة صناديق الثروة السيادية في إطار مبادئ مجموعة العمل الدولية (مبادئ سانتياغو)

## Governance of sovereign wealth funds within the framework of the principles of the International Labour Group (Santiago Principles)

بوبيكر ساخي\* (أستاذ محاضراً)، جامعة البليدة 2، الجزائر.

[b.sakhi@univ-blida2.dz](mailto:b.sakhi@univ-blida2.dz)

تاريخ الاستلام: 2022/04/23 : تاريخ القبول: 2022/07/12

مستخلص:

تهدف هذه الورقة البحثية إلى التطرق لأهم المواضيع التي أثارت الجدل الكبير بين أهل الاختصاص ألا وهو صناديق الثروة السيادية، وهذا الجدل نابع أساساً من المواقف الرافضة التي أبدتها بعض الدول المتلقية لاستثماراتها، خاصة في جانبها المتعلق بالحوكمة والشفافية والإفصاح في تعاملاتها الاستثمارية. بناء على ذلك جاءت هذه الدراسة لتسليط الضوء على مبادئ مجموعة العمل الدولية أو ما يسمى بمبادئ سانتياغو، والتي تمثل مجموعة مشتركة من المبادئ والممارسات الطوعية والتي تمثل إطاراً يعبر تعبيراً دقيقاً عن ترتيبات الحوكمة والمساءلة والإفصاح، بالإضافة إلى ممارسة صناديق الثروة السيادية لاستثماراتها على أسس سليمة.

الكلمات المفتاحية: صناديق الثروة السيادية؛ الحوكمة؛ الشفافية؛ مبادئ سانتياغو؛

تصنيف JEL: G11;G34; F21 ؛ F53

### Abstract:

This paper aims to address the most important topics that have provoked great controversy among the competent people, namely sovereign wealth funds. This controversy stems mainly from the rejecting attitudes expressed by some recipient countries, especially in their aspect of governance, transparency and disclosure in their investment dealings.

Accordingly, this study highlighted the principles of the International Working Group (IWG) or the so-called Santiago doctrine, which represents a common set of voluntary principles and practices and represents a framework that accurately reflects governance, accountability and disclosure arrangements, as well as the sound exercise of their investments by sovereign wealth funds.

**Keywords: Sovereign wealth funds; Governance; Transparency; The Santiago Principles.**

**Jel Classification Codes: G34؛ G11 ؛F21 ؛F53**

مقدمة:

أصبحت صناديق الثروة السيادية لاعباً مهماً على الساحة المالية والاقتصادية الدولية، بالنظر إلى كبر حجم استثماراتها على المستوى العالمي، وشهدت السنوات التي تلت الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 نقاشاً حاداً حول صناديق الثروة السيادية، خاصة بعد الدور الإيجابي الذي لعبته في الحفاظ على استقرار الاقتصاد العالمي، ومساهمتها في تجنب العديد من البنوك الأوروبية والأمريكية من الوقوع في حالة الإفلاس، من خلال مساهمتها الفعالة في إعادة رأسملة هذه البنوك، كل هذا لم يشفع لها من تخوف بعض الدول المتلقية لاستثماراتها وإصدار المواقف السلبية الصادرة في حقها، خاصة وأن أغلب هذه الصناديق تمتلكها الدول النامية، وهذه المخاوف والشكوك كانت مرتبطة أساساً بالأهداف والسياسات الاستثمارية المتبعة من طرف هذه الصناديق، لهذا عمل صندوق النقد الدولي بالتعاون مع الدول المالكة لهذه الصناديق والأطراف ذات الصلة، على إيجاد آليات وميكانيزمات لدمجها ضمن النظام النقدي والمالي العالمي من خلال إطار مبادئ مجموعة العمل الدولية أو ما يسمى بمبادئ سانتياغو، والتي انبثقت عنها العديد من المؤشرات المرتبطة بالحوكمة والشفافية والإفصاح، منها مؤشر إدوين- ترومان ( Edwin TRUMAN ) ومؤشر لينبرغ- مادول (Linaburg-Maduell) وهما مؤشرين يحتويان على مجموعة من المبادئ المرتبطة بقياس حوكمة وشفافية صناديق الثروة السيادية، والذي من خلالهما يمكن ترتيب وتصنيف صناديق الثروة السيادية من حيث مبادئ الحوكمة والشفافية في استراتيجياتها الاستثمارية.

الإشكالية الرئيسية: بناءً على ما ورد في المقدمة أعلاه وودنا معالجة الإشكالية التالية: إلى أي مدى

يمكن أن تساهم مبادئ سانتياغو في ترشيد وحوكمة عمل صناديق الثروة السيادية؟

وللإجابة عن الإشكالية الرئيسية فُمننا بتفكيكها إلى إشكالات فرعية جاءت على النحو التالي:

- أين تكمن أهمية مبادئ سانتياغو للدول المالكة لصناديق الثروة السيادية والدول المتلقية

لاستثماراتها على حد سواء؟

- هل الآليات والميكانيزمات التي احتوتها مبادئ سانتياغو كفيلة بتحقيق الحوكمة والشفافية

في استثمارات صناديق الثروة السيادية؟

فرضيات الدراسة: وبناءً على الإشكاليات الفرعية أعلاه ارتأينا وضع الفرضية الأساسية التالية:

- إلترام صناديق الثروة السيادية بمبادئ سانتياغو من شأنه أن يزيل التخوف القائم لدى الدول المتلقية لاستثماراتها؛

أهمية الدراسة: تستمد هذه الدراسة أهميتها من كونها تتناول موضوعاً هاماً وهو حوكمة وشفافية صناديق الثروة السيادية من خلال مبادئ سانتياغو، فصناديق الثروة السيادية أصبحت مطالبة بالإدارة الكفؤة لفوائضها المالية، ولن يتأتى ذلك إلا بإدراج معايير الحوكمة والشفافية والإفصاح في استراتيجياتها الاستثمارية، الأمر الذي يؤدي إلى إزالة تلك المخاوف الصادرة في حقها من قبل الدول المتلقية لاستثماراتها، ولتحقيق هذا المبتغى صناديق الثروة السيادية مطالبة بأن تلعب دورها الأساسي خاصة من ناحية الإلتزام بالمبادئ التي أقرتها مجموعة العمل الدولية والمعروفة بمبادئ سانتياغو، والاحتكام إلى المؤشرات المنبثقة عن اجتماع مجموعة العمل الدولية والمعروفة في تصنيف وترتيب صناديق الثروة السيادية.

أهداف الدراسة: تهدف هذه الدراسة إلى:

- التطرق إلى الإطار المفاهيمي لمجموعة العمل الدولية (مبادئ سانتياغو)؛
- أهم المبادئ الأساسية لمجموعة العمل الدولية التي تنظم عمل صناديق الثروة السيادية؛
- الأهمية التي تكتسبها مبادئ سانتياغو في الارتقاء بعمل صناديق الثروة السيادية؛
- الدور الكبير الذي تلعبه صناديق الثروة السيادية في النظام النقدي والمالي العالمي؛
- التطرق لأهم المؤشرات المتعارف عليها في تصنيف وترتيب صناديق الثروة السيادية من حيث الحوكمة والشفافية؛

منهج الدراسة: قصد الإحاطة بمختلف جوانب البحث والإجابة على الإشكالية الرئيسية والإشكاليات الفرعية المترتبة عنها، وكذلك لإبراز وإظهار أهمية مبادئ سانتياغو كآلية يمكن من خلالها لصناديق الثروة السيادية تجسيد وتحقيق معايير الحوكمة والشفافية، اعتمدنا في هذه الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي، فاستعنا بهذا المنهج لوصف وتحليل الصناديق السيادية والتطرق لمختلف المفاهيم المرتبطة بها ومكوناتها، وأهميتها على مستوى النظام النقدي والمالي العالمي، كما استخدمنا المنهج الوصفي التحليلي للتطرق إلى مبادئ مجموعة العمل الدولية (مبادئ سانتياغو) كآلية وميكانيزم يمكن من خلاله لصناديق الثروة السيادية أن تُحسّن من أدائها من زاوية الحوكمة والشفافية في استراتيجياتها الاستثمارية.

خطة الدراسة : للإجابة عن الإشكالية الرئيسية والإشكالات الفرعية المترتبة عنها، ولتحقيق الأهداف المتوخاة من هذه الدراسة قُمنّا بتقسيمها إلى محورين أساسيين:

- المحور الأول: الإطار المفاهيمي لصناديق الثروة السيادية
- المحور الثاني: مجموعة العمل الدولية ومبادئ سانتياغو

## أولاً: الإطار المفاهيمي لصناديق الثروة السيادية:

1- نشأة صناديق الثروة السيادية: إن فكرة الصناديق السيادية ليست بالجديدة على الساحة المالية، بل هي ظاهرة تعود إلى عقد الخمسينات من القرن الماضي، حيث تم إنشاء أول صندوق سيادي بدولة الكويت سنة 1953، تحت اسم "هيئة الاستثمار الكويتية" والمعروف حالياً باسم "الهيئة العامة للاستثمار"، ليتوالى بعد ذلك ظهور صناديق سيادية أخرى في عقد السبعينات حيث قامت إمارة أبو ظبي بتأسيس "صندوق أبو ظبي للتنمية"، وكان الهدف المنشود من تأسيسه هو العمل على تجسيد فكرة التنمية المستدامة وتحقيقها، والاستثمار في مشاريع مختلفة تضمن استمرارية تدفق الأموال لتنفيذ الخطط التنموية التي وضعتها حكومة إمارة أبو ظبي في تلك الفترة، لتعرف صناديق الثروة السيادية قفزة نوعية من حيث عددها ليصل في الفترة الحالية إلى حوالي ثمانون صندوقاً سيادياً على المستوى العالمي. (حبارك، 2020)

إن ظهور صناديق الثروة السيادية بدأ بالدول المصدرة للمحروقات، لتتطور فكرة إنشاء صناديق الثروة السيادية لاستثمار فوائضها من المعاملات التجارية الخارجية بهدف تعظيم العائد الاقتصادي للدولة، وكانت سنغافورة أول دولة أنشأت صندوقاً سيادياً لا تغذيه عوائد الموارد الأولية سنة 1981، من خلال "شركة استثمار حكومة سنغافورة" كصندوق حكومي مكلف باستثمار فائض الاحتياطات الأجنبية.

إن صناديق الثروة السيادية لم تكن معروفة لدى الجمهور، إلا أن هذا الوضع لم يدم طويلاً وتغير فجأة في سنة 2006، عندما وقع الجدل حول "شركة دبي العالمية للموانئ" التي أرادت شراء عمليات إدارة الموانئ في ست محطات بحرية بالولايات المتحدة الأمريكية، وقد زاد الاهتمام أكثر بصناديق الثروة السيادية واكتسبها أهمية كبيرة في الاقتصاد العالمي، بعد انفجار أزمة الرهن العقاري سنة 2007 بالولايات المتحدة الأمريكية والتي تحولت إلى أزمة مالية عالمية سنة 2008، وكيف أن هذه الصناديق كانت مساهمتها كبيرة جداً في ضخ رؤوس أموال معتبرة في البنوك الأوروبية والأمريكية ونجاحها في إنقاذ العديد منها من حالة الإفلاس، نتيجة تكبدها لخسائر معتبرة بسبب أزمة القروض العقارية الأمريكية. (ساخي، 2014)، ومنذ الألفية الثالثة أخذ عدد صناديق الثروة السيادية في التزايد، كما تعددت مصادر تمويلها وأيضاً أهدافها، كما نالت اهتمام العديد من الباحثين في المجال الاقتصادي، المالي وحتى السياسي بالإضافة إلى اهتمام المؤسسات المالية الدولية، وعلى رأسها صندوق النقد الدولي، ومراكز الأبحاث الدولية، كما أصبح لصناديق الثروة السيادية معهد متخصص (Sovereign Wealth Fund Institute) مهمته تقديم المعلومات والبيانات والمؤشرات المتعلقة بأدائها وحجم أصولها واستثماراتها.

2- تعريف صناديق الثروة السيادية: بالرغم من الاعتراف الذي أصبح سائداً من أن صناديق الثروة السيادية هي مؤسسات مالية استثمارية مهمة وطرف فعال ومشارك في النظام النقدي المالي العالمي، إلا أنه لا يوجد هناك تعريف متفق عليه لصناديق الثروة السيادية، وهذا الاختلاف نابع من وجود أنواع عديدة منها، هذا من جهة، وإلى اختلاف مصادر دخلها من جهة ثانية، وعُرفت صناديق الثروة السيادية بمجموعة من التعاريف نقتصر على التعريف الذي قدمه صندوق النقد الدولي (FMI) حيث يعرفها بأنها "صناديق أو ترتيبات استثمار عامة ذات أغراض محددة، مملوكة للحكومة وتحت سيطرتها مهمتها الاحتفاظ بالأصول وإدارتها لأهداف اقتصادية كلية متوسطة وطويلة المدى، وتلك الصناديق يتم بناءها من عمليات الصرف الأجنبي، أو عوائد عمليات الخصخصة أو فوائض المالية العامة و/ أو عوائد صادرات السلع، وتطبق تلك الصناديق استراتيجيات استثمار تشتمل على استثمارات في أصول مالية أجنبية، ويضم صندوق النقد الدولي في تعريفه هذا صناديق استقرار العائدات، صناديق الادخار، صناديق تمويل التنمية، صناديق التقاعد الحكومية التي ليس لديها التزامات"؛ (المنيف، صيف 2009)

3- مبررات ودوافع إنشاء صناديق الثروة السيادية: اختلفت مبررات ودوافع إنشاء صناديق الثروة السيادية من بلد لآخر بحسب الاختلاف في الهيكل الاقتصادي لكل بلد ومصدر الفائض المالي المحقق، وعلى العموم يمكن تلخيص هذه الدوافع والمبررات في النقاط التالية: (المنيف، صناديق الثروة السيادية ودورها في إدارة الفوائض المالية، ربيع 2009)

- التحسب للنضوب الطبيعي للمورد والحاجة لأصول أخرى تدر دخلاً أو عائداً يعوض نضوب الأصل الحالي، واستغلال إيراداته من طرف الجيل الحالي، وهو ما اصطلح عليه تحقيق العدالة بين الأجيال، وبناءً على هذا الاعتبار فإن البلدان التي يكون فيها العمر الزمني لاحتياطي الأصل الناضب فيها قصيراً، يكون الحافز لديها أكبر للادخار، مقارنة بالبلدان التي يكون العمر الزمني لاحتياطيات الأصل فيها أطول كبلدان دول الخليج العربي مثلاً، حيث يتراوح العمر الزمني المرتبط بمستويات الإنتاج الحالية ما بين عشرين إلى أكثر من مائة سنة وبالمتوسط يقارب الـ 75 سنة لبلدان الخليج العربي مجتمعة؛

- الدافع الثاني لإنشاء صناديق الثروة السيادية مرتبط بالطاقة الاستيعابية للاقتصاد الوطني وامكانات تنوع قاعدته، وهذا مرتبط ارتباطاً وثيقاً ويعتمد على حجم الاحتياطي والإنتاج وبالتالي حجم العائدات بالنسبة للفرد وكذلك حجم الاقتصاد مقارنة بتلك العائدات، بالإضافة إلى عوامل أخرى مرتبطة بالإمكانات الحالية والممكنة لذلك الاقتصاد، بمعنى أن اقتصادات البلدان الصغيرة الحجم والقليلة السكان، وذات إمكانات التنوع المحدودة، يكون لديها حافز أكبر لإنشاء صناديق لادخار واستثمار العوائد النفطية، إلا أن هذه الاعتبارات قد تتغير مع الزمن، فنتيجة للسياسات

الاقتصادية نجد أن الطاقة الاستيعابية للاقتصاد الوطني تتزايد وتتغير محدداتها، فإمكانات التنوع لها ديناميكية وتعتمد هي الأخرى على السياسات الاقتصادية، وفي هذا الإطار هناك أمثلة كثيرة أين نجد أن الإيرادات الآنية والسياسات الاقتصادية ساهمت مساهمة كبيرة إما في بناء هياكل وعلاقات زادت من درجة التنوع الاقتصادي أو أحدثت العكس، وهذا ما وقع في منطقة الخليج العربي؛

- إن وجود انعكاسات سلبية للتدفقات المالية الناتجة عن الثروة الطبيعية أو ما يعرف "بالمريض الهولندي" على اقتصاديات الدول المالكة لها، يفرض عليها إنشاء آلية يمكن من خلالها ادخار الفائض المالي أو استثماره خارجياً، بهدف الحفاظ على استقرار النشاط الاقتصادي وحماية الاقتصاد الصناعي من هذا المرض؛

- إن تعرض احتياطات الصرف الأجنبي للمخاطر المرتبطة بتقلبات أسعار الصرف الأجنبي وأسعار الفائدة، يفرض على الدول المالكة لصناديق الثروة السيادية تنوع مجالات توظيف هذه الاحتياطات، وهو الأمر الذي يمكن القيام به من خلال إنشاء صناديق سيادية تقوم باستثمار جزء من هذه الاحتياطات في أصول مالية متنوعة وبالتالي التقليل من المخاطر؛

- يمكن لصناديق الثروة السيادية أن تساعد في نقل التكنولوجيا والمعارف للدول المالكة لها، حيث ينتج عن الاستثمارات المباشرة وغير المباشرة لهذه الصناديق في الدول المتقدمة إلى توسيع حجم المبادلات الاقتصادية؛

4- أهمية صناديق الثروة السيادية: تظهر أهمية صناديق الثروة السيادية من خلال النقاط التالية: (DELACOUR, 2009)

- تدير صناديق الثروة السيادية استثمارات عبر الحدود منذ سنوات طويلة، باعتبارها مؤسسات استثمارية مستقرة؛

- ساعدت استثمارات صناديق الثروة السيادية على تشجيع التنمية الاقتصادية في البلدان المُصدِّرة لرأس المال والمتلقية له؛

- تعمل صناديق الثروة السيادية في بلدان موطنها كمؤسسات لها أهمية محورية، في المساعدة على تحسين إدارة الأموال العامة وتحقيق استقرار الاقتصاد الكلي بالإضافة إلى دعم النمو؛

- تعود صناديق الثروة السيادية بالعديد من المنافع على الأسواق العالمية، ويتجلى ذلك من خلال قدرتها على تجاوز تقلبات الدورات الاقتصادية في معظم الظروف، الأمر الذي يمنح لهذه الأسواق قدراً كبيراً من التنوع في التعاملات؛

ثانياً: دور مبادئ سانتياغو في تعزيز حوكمة صناديق الثروة السيادية

إن أكبر انشغالات الهيئات والمنظمات الإقليمية والعالمية والدول المتقدمة اتجاه صناديق الثروة السيادية هو عدم التزام معظمها، ومن ورائها البلدان المالكة لها، بتطبيق المعايير المرتبطة بالحوكمة، الإفصاح والشفافية المتعارف عليها دولياً، الأمر الذي دفع بالعديد من المنظمات الإقليمية والعالمية، وعلى رأسها صندوق النقد الدولي بوضع قواعد وأسس يمكن من خلالها تحسين وتعزيز حوكمة صناديق الثروة السيادية، الأمر الذي يؤدي إلى تقليل مخاوف مختلف الأطراف الفاعلة اتجاهها، وبالتالي الحفاظ على استقرار النظام النقدي والمالي الدولي.

وقبل التطرق وبالتفصيل إلى هذه الفكرة ارتأينا أن نُقدم تعريفاً للحوكمة حيث عرّفها صندوق النقد الدولي (FMI) على أنها "الطريقة التي بواسطتها تُسَير الموارد الاقتصادية والاجتماعية لخدمة التنمية، وذلك باستخدام طرق فعالة في التسيير بأقل التكاليف وتحقيق أكبر المنافع". (عرابة و بلعيا، 2007)

1- **الجدول القائم بخصوص صناديق الثروة السيادية والمخاوف المرتبطة بها:** أبدت الدول المتلقية لاستثمارات صناديق الثروة السيادية وعلى رأسها الولايات المتحدة الأمريكية والدول الأوروبية، قلقاً متزايداً على اعتبار أنها الأكثر استقطاباً وجلباً لاستثماراتها، وهذا التخوف نابع من فكرة أن ملكية صناديق الثروة السيادية تعود للحكومات وكذا النمو السريع الذي تشهده أصول صناديق الثروة السيادية، والتي يمكن أن يكون لها الأثر السلبي على أسواق الدول المتلقية، ومخاوف الدول المتلقية لاستثمارات صناديق الثروة السيادية أخذت ناحيتين أساسيتين، الناحية السياسية والناحية الاقتصادية، وفيما يلي نستعرض أهم المخاوف المرتبطة بعمل صناديق الثروة السيادية من خلال النقاط التالية: (مبروك، 2009)

- التخوف من التحكم في الأسواق الأوروبية أو الأمريكية حيث ينظر لصناديق الثروة السيادية أنها تُخفي وراءها أغراضاً تتعدى الربح، لتصل إلى السيطرة على الأسواق الأمريكية والأوروبية والاستحواذ على نسبة كبيرة من رؤوس الأموال المتداولة والموجودة في الأسواق المالية، والتحكم فيها مستقبلاً وبالتالي استخدامها كأدوات للضغط السياسي؛

- تعتقد حكومات بعض الدول، خاصة الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا، عدم وجود العدالة بين صناديق الثروة السيادية وشركات الاستثمار، كون أن المؤسسات المدعومة حكومياً أقل خضوعاً للقواعد المتعارف عليها في السوق مقارنة بالشركات الخاصة المنافسة، بالإضافة إلى ذلك بإمكان صناديق الثروة السيادية أن تستغل صلاتها وعلاقاتها الرسمية للحصول على معلومات غير متاحة لباقي المستثمرين؛

- إمكانية صناديق الثروة السيادية أن تُحدث تغييراً داخل الأسواق الأمريكية والأوروبية نتيجة تصاعد رأسمالية الدولة في أسواق رأس المال في الدول الغربية، خاصة الولايات المتحدة الأمريكية،

بمعنى توسع دور الحكومات في أسواق المال والصناعات في هذه الدول التي تسودها أموال القطاع الخاص، فالتساؤل الموجود في هذا المنحى عن مدى قدرة الهيكل التنظيمي القائم على إدارة نشاط صناديق الثروة السيادية في أسواق صُممت أساساً للمعاملات التي يقوم بها القطاع الخاص؛

- تغير مجال نشاط صناديق الثروة السيادية في الدول المتلقية، حيث لم تعد استثمارات صناديق الثروة السيادية مُقتصرة على الاستثمار في سندات الخزنة الأمريكية ذات العائد الثابت، بل إن بعض صناديق الثروة السيادية لدول الخليج العربي قامت بالاستثمار في أهم الشركات الأمريكية مثل شركة "بارنيز نيويورك" (Barneys New York) وشركة الاستثمارات العقارية العملاقة "كارليل غروب" (Karlyle Group) و"أم جي أم ميراج" (MGM Mirage) بل وحتى في "مؤشر نازداك" للشركات التكنولوجية في فترة ارتفاع أسعار المحروقات وانحياز سوق العقارات الأمريكية وانخفاض سعر صرف الدولار (الأزمة المالية لسنة 2008)، كما قامت عدد من صناديق الثروة السيادية الآسيوية باستثمارات في الشركات الأمريكية. وفي هذا الإطار قامت الصين بالاستحواذ على حصة قدرها 5 مليار دولار أمريكي في "مورغان ستانلي" (Morgan Stanley) الأمريكي بسبب الأضرار الناتجة عن أزمة الرهن العقاري، كما نجحت سنغافورة في شراء حصة قدرها 9,7 مليار دولار في بنك "يو بي اس" (UBS) السويسري؛

- عدم توافر الشفافية الكاملة، فعادة ما تُحجم العديد من صناديق الثروة السيادية بشكل عام الإعلان عن حجم استثماراتها وعوائدها وتكويناتها الإدارية وأهدافها الاستثمارية، الأمر الذي جعلها عادة تحظى بقدر أقل من الشفافية؛

- دوافع أخرى والمتربة عن المخاوف من تصاعد دور صناديق الثروة السيادية ومنافستها للشركات المتعددة الجنسيات التي تلعب دوراً مهماً في التحكم في الاقتصاد العالمي، وكذلك الخشية من أن دولاً مالكة لصناديق الثروة السيادية ربما تسعى لإدارة الاستثمارات العالمية، الأمر الذي قد يؤدي إلى حدوث عمليات فساد في هذه الاستثمارات؛

2- مو اقف بعض الدول من عمل صناديق الثروة السيادية: أدى الجدول القائم بخصوص عمل صناديق الثروة السيادية إلى بروز عدة مواقف من قبل الدول المتلقية لاستثماراتها وصندوق النقد الدولي، وتتمثل هذه المواقف فيما يلي:(حدادي ، 2013)

1-2 الموقف السويسري: قام الفيدرالي السويسري في 30 يناير 2008 باتخاذ قرار يتمثل في المراقبة الدقيقة لنمو صناديق الثروة السيادية، كما لم يستبعد إمكانية وضع تدابير تشريعية خاصة ونصح المصالح الفيدرالية بالمساهمة في المناقشات الجارية على المستوى الدولي، خاصة تلك المرتبطة بوضع معايير الشفافية والممارسات التجارية لهذه الصناديق.

2-2 الموقف الفرنسي: بالرغم من أن الإدارة الفرنسية كانت ترغب منذ البداية وبجدية في جذب أصول صناديق الثروة السيادية، إلا أنها كانت تحرص وتولي أهمية كبيرة لفكرة أن لا يؤثر أصحاب هذه الصناديق على القرار خاصة في مجالات القطاعات الصناعية والإستراتيجية، وهذا الذي عمل به وأقره مجلس الشيوخ الفرنسي في ماي 2008 في الطاولة المستديرة حول "التمويل الدولي وإستراتيجية الصناديق السيادية"، كما عملت بعض البنوك الفرنسية على فتح نوافذ للتعاملات المالية الإسلامية بإنشاءها فرع (BNP Paribas Nadjmah) و(Société générale) لإدارة الأصول والاستثمارات البديلة والمتخصصة في الإدارة والهيكلية والصناديق السيادية والإدارة العقارية ورأس المال البشري. (بلعباس، 2008)

كما قامت الجمعية الفرنسية كذلك بدراسة تمحيضية وواعية لصناديق الثروة السيادية، وأصدرت من خلالها نصاً تم إقراره في 30 جويلية 2008 تضمن النقاط الأساسية الآتية:  
- دعوة الدول الأعضاء في اللجنة الأوروبية إلى تقديم مساهمات مشتركة في إطار أعمال التفكير الجارية على مستوى صندوق النقد الدولي حول إعداد قواعد الممارسات السليمة لصناديق الثروة السيادية؛

- إنه من الإيجابي للدول المالكة لصناديق الثروة السيادية تخصيص جزء هاماً من موارد وعوائد هذه الأخيرة للتنمية المحلية، مع ضرورة إبقاء استثمارات هذه الصناديق مفتوحة على الشركاء الدوليين؛

- يعتبر من الضروري في ظل افتراض استثمار صناديق الثروة السيادية في دول الاتحاد الأوروبي، أن تتحمل دول الإتحاد مسؤولية تحديد وتعريف أساليب مواجهة الاستثمارات التي تمس المؤسسات أو القطاعات الإستراتيجية، بهدف استكمال التشريعات المحلية الوطنية الخاصة بكل دول الإتحاد الأوروبي، والتي تتوافق مع القواعد الأوروبية للمنافسة؛

3-2 الموقف الإيطالي: أعلنت إيطاليا من خلال وزير خارجيتها في تلك الفترة، ترحيبها بمشاركة صناديق الثروة السيادية العربية والأجنبية بحصة لا تتجاوز 05 % من رأس مال الشركات أو البنوك الإيطالية، بشرط أن لا تكون تلك المؤسسات مُدرجة ضمن لائحة المؤسسات الإستراتيجية للدولة، وفي نفس السياق عملت إيطاليا على تشكيل لجنة مكونة من وزارة الاقتصاد والمالية، ووزارة الخارجية والهيئات الأخرى المهتمة بالاستثمار والسوق المالية لدراسة الطلبات المتعلقة باستثمارات صناديق الثروة السيادية والحرص على شفافيتهما.

4-2 الموقف الألماني: عملت الحكومة الألمانية على دراسة سبل حماية الشركات وعزمها على وضع مسودة قانون لحماية شركات ألمانية معينة من التملك الأجنبي، وفي هذا الإطار تم تكليف وزارتي الاقتصاد والمالية ببحث إمكانية تطبيق إجراءات جديدة بما في ذلك فرض حدود مالية وإلزام

الشركات الأجنبية بالكشف عن نواياها مُسبقاً، كما صرحت الحكومة الألمانية أنها بصدد البحث عن عدة مقترحات منها إمكانية تأسيس صندوق لامتلاك أصول في شركات محلية إستراتيجية.

2-5 الموقف الأوروبي: قامت هيئات الإتحاد الأوروبي ببلورة موقف مشترك من صناديق الثروة السيادية يقوم على أساس:

- السعي المشترك لتحديد القطاعات الحساسة والإستراتيجية واعتماد مفهوم موحد للأمن الاقتصادي،

- دعم دور صناديق رأس مال المخاطرة الداعمة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الإستراتيجية وتوفير الظروف الملائمة لتعبئة متزايدة للدخار الوطني بهدف تمويل المؤسسات؛

- اعتماد مبدأ المعاملة بالمثل وذلك من خلال الضغط على الدول المالكة لصناديق الثروة السيادية بضرورة الانفتاح أكثر أمام استثمارات الدول الأخرى؛

- إجبار صناديق الثروة السيادية على الالتزام بمجموعة من قواعد السلوك، الشفافية والحوكمة... إلخ؛

- إجبار صناديق الثروة السيادية على الالتزام بمسؤولياتها أمام الهيئات الدولية؛

2-6 موقف الولايات المتحدة الأمريكية: عملت الولايات المتحدة الأمريكية على التوقيع على قانون يعزز إجراءات الفحص والتدقيق في عمليات التملك الأجنبي في شركات أمريكية، كما يُلزم القانون كذلك لجنة الاستثمار الأجنبي المكلفة بالولايات المتحدة، تحديد ما إذا كانت عمليات التملك الأجنبي مضرّة بالأمن القومي الأمريكي مع تخصيص الوقت الكافي لفحص الصفقات، ففي عام 2008 درست هذه اللجنة 113 صفقة تزيد قيمتها عن 95 مليار دولار.

كما عملت الولايات المتحدة الأمريكية على الاجتماع بممثلي صناديق الثروة السيادية لسنغافورة وأبو ظبي، لأجل إقرار إعلان يُحدد المبادئ المشتركة الواجب احترامها من طرف هذه الصناديق، وتضمن هذا الإعلان الإجراءات التالية:

-الالتزام بالتصريح بأن المحرك الأساسي لاستثمارات لصناديق الثروة السيادية هو الدوافع التجارية فقط؛

- النشر السنوي لوضعية استثمارات صناديق الثروة السيادية وتخصيص الأصول؛

- نشر أهداف استثمارات صناديق الثروة السيادية؛

- نشر تشريعات البلدان المنشئة لصناديق الثروة السيادية وتلك المتعلقة بمراقبتها؛

- اعتماد ونشر سياسة تسيير المخاطر؛

- ضرورة التزام صناديق الثروة السيادية بالمنافسة العادلة مع القطاع الخاص؛

- ضرورة التزام صناديق الثروة السيادية باحترام المعايير السائدة في البلد المستقبل لاستثماراتها؛

3- صندوق النقد الدولي وصناديق الثروة السيادية: بالنظر إلى تزايد المخاوف من وجود دوافع سياسية وراء نشاط صناديق الثروة السيادية وتصدي الكثير من الدول لها خاصة الأوروبية منها، عمل صندوق النقد الدولي على إيجاد آليات تُمكن هذه الصناديق من إدماجها ضمن قواعد النظام النقدي والمالي العالمي، ومن هذا المنطلق قامت اللجنة الدولية للشؤون النقدية والمالية وبدعوة من صندوق النقد الدولي في أكتوبر 2007 إلى إقامة حوار مع البلدان الأعضاء بهدف وضع مجموعة من القواعد التي تحكم الممارسات في مجال إدارة صناديق الثروة السيادية، وفي نفس هذا الإطار عمل كذلك صندوق النقد الدولي مع منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية (OCDE)، وتبعاً لذلك تم تأسيس مجموعة العمل الدولية في 01 ماي 2008 والتي تُعنى بإعداد مجموعة الممارسات الفضلى في إدارة صناديق الثروة السيادية، والتي تسمح بفهم أوضح للإطار المؤسسي الذي تركز عليه صناديق الثروة السيادية ونظام حوكمتها وعملياتها الاستثمارية، بما يُدعم الحفاظ على مناخ استثماري عالمي منفتح ومستقر.

4- مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية: تأسست مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية في اجتماع عُقد في واشنطن يومي 30 أبريل و01 ماي 2008، لتحديد مجموعة مشتركة من المبادئ الطوعية والتي تمثل إطاراً اختيارياً للاسترشاد بها في تطبيق الممارسات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية وكذلك ترتيبات الحوكمة والشفافية والإفصاح ذات الصلة؛ وقد عقدت مجموعة العمل الدولية ثلاث اجتماعات، في واشنطن، سنغافورة وسانتياغو (الشيلي) لتحديد مجموعة من المبادئ والممارسات المتعارف عليها ( Generally Accepted Principales and Practices) وصياغتها على نحو يعكس صورة صادقة لممارسات صناديق الثروة السيادية وأهدافها الاستثمارية، واتفق أعضاء مجموعة العمل الدولية على ما يسمى بـ "مبادئ سانتياغو" في الاجتماع الثالث بعد الأخذ بآراء الدول المتلقية للتدفقات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية، واسترشدت المجموعة في وضعها للمبادئ الحاكمة لصناديق الثروة السيادية بالأهداف التالية: (الكوبري ، 2011)

- المساعدة في 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 بالعائد؛  
- تشجيع صناديق الثروة السيادية على إرساء هيكل شفاف وسليم للحوكمة، يكفل الضوابط التشغيلية الملائمة وسلامة إدارة المخاطر والمساءلة؛

5- أهداف مبادئ سانتياغو: إن الهدف من وضع مبادئ سانتياغو يتمثل في: (يحيى ، 2017)  
- تحديد إطار يُعبّر تعبيراً دقيقاً عن ترتيبات الحوكمة والمساءلة والإفصاح، بالإضافة إلى إدارة ممارسة الاستثمار في صناديق الثروة السيادية على أسس سليمة؛  
- دعم الإطار المؤسسي ونظام الحوكمة والعمليات الاستثمارية التي تقوم بها صناديق الثروة السيادية، هذه الأخيرة مطالبة بالاسترشاد بالعرض الخاص وراء سياساتها وأهدافها المعلنة تتوافق مع إقامة إطار اقتصادي كلي سليم، الأمر الذي يساهم في استقرار النظام المالي العالمي ويساعد في الحفاظ على مناخ استثماري منفتح ومستقر؛  
- إن مبادئ سانتياغو من شأنها أن تتيح لصناديق الثروة السيادية، خاصة تلك المنشأة حديثاً، تطوير هيكلها التنظيمي وسياساتها المعتمدة وممارساتها الاستثمارية أو مراجعتها وتقويتها؛  
- ترى مجموعة العمل الدولية أن المبادئ والممارسات المتعارف عليها والمنبثقة عن اجتماع سانتياغو تساعد على تحقيق الهدف المشترك، والمتمثل في تجسيد بيئة استثمارية مفتوحة وتحقيق درجة أكبر من الشفافية؛

6- مبادئ سانتياغو وسماها الرئيسية: تغطي "مبادئ سانتياغو" ثلاث مجالات رئيسية، الإطار القانوني والأهداف والتنسيق مع السياسات الاقتصادية الكلية، الإطار المؤسسي وهيكل الحوكمة والاستثمار وإطار إدارة المخاطر، وهذه المبادئ بطبيعة الحال تخضع لقوانين ولوائح واشتراطات بلد الموطن لصناديق الثروة السيادية، وأدمجت عناصر الشفافية والإفصاح في جميع الأجزاء التي احتوتها مبادئ سانتياغو بهدف ضمان المساءلة؛ إن هيكل مبادئ سانتياغو يشبه إلى حد ما عدد من المبادئ التوجيهية والمدونات والمعايير لمنظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي لسنة 2005، وفيما يلي تحليل للسمات الرئيسية للمبادئ والممارسات المتعارف عليها. (اوداير، مزارعي، و أليسون، 2010، صفحة 65...70)

1-6 الإطار القانوني والأهداف والتنسيق مع السياسات الاقتصادية الكلية: اعترفت مجموعة العمل الدولية بأن وجود أطر قانونية واضحة وسليمة يعتبر مسألة مهمة، على اعتبار أنها تُشكل

الأساس الذي تستند إليه هياكل الحوكمة، كما أنها تساعد صندوق الثروة السيادي على العمل بطريقة فعالة، بالإضافة إلى ذلك أهمية التنسيق مع السياسة الاقتصادية الكلية، خاصة وأن حجم أصول صندوق الثروة السيادية وعائداته وعملياته بإمكانها التأثير وبدرجة كبيرة على المالية العامة والأحوال النقدية وميزان المدفوعات، وتغطي المبادئ عدداً من العناصر المهمة في هذا المجال:

- المبدأ (1): ينص هذا المبدأ على الحاجة إلى وجود أطر قانونية سليمة وواضحة، يتم الإفصاح عنها علناً وتوضيح العلاقة بين صناديق الثروة السيادية وغيرها من كيانات الدولة؛

- المبدأ (2): ينص على وجوب توضيح الغرض من إنشاء صندوق الثروة السيادي من منظور السياسات والإفصاح عن هذا الغرض علناً، وهو ما يساهم في الحوكمة الرشيدة والشفافية، كما يكفل الحماية من التدخل السياسي في قرارات الاستثمار، وتعزيز الفهم العام لأهداف صندوق الثروة السيادي وأدائه؛

- المبدأ (3): ينص على ضرورة التنسيق الوثيق بين أنشطة الصناديق السيادية الوطنية وصيغ السياسة الاقتصادية الكلية، وهذا الأمر يساعد على ضمان دعم صندوق الثروة السيادية لإطار السياسة الاقتصادية الكلية وألا يكون مناهضاً له؛

- المبدأ (4): يتضمن هذا المبدأ قواعد واضحة بشأن المنهج العام لصندوق الثروة السيادية إزاء التمويل وقواعد السحب والإنفاق والإفصاح عنها علناً، ويساعد هذا المبدأ على ضمان الاتساق بين أنشطة صندوق الثروة السيادي وعمليات الميزانية وأهدافها؛

- المبدأ (5): ينص هذا المبدأ على أهمية توفير البيانات لوكالات الإحصاءات الوطنية بهدف إدراجها في مجموعات البيانات الاقتصادية الكلية، حتى يتمكن صناع السياسات والمستعملين الآخرين من الحصول على بيانات كاملة تشمل عمليات صناديق الثروة السيادية، وفي هذا الإطار عمل صندوق النقد الدولي على تشجيع وكالات الإحصاءات والتعاون معها على إدراج البيانات في مجموعة البيانات الاقتصادية الكلية؛

2-6 الإطار المؤسسي وهيكل الحوكمة: تساعد هياكل الحوكمة الواضحة والسليمة وتقسيم الأدوار والمسؤوليات ومعايير المحاسبة والمراجعة العالية المستوى، على دعم الحوكمة السديدة للشركات وذلك من خلال توفير الضوابط التي تدعم وتعزز الاستقلالية التشغيلية في إدارة عمليات صناديق الثروة السيادية، فعملية توفير المعلومات المالية المنتظمة المتعلقة بصناديق الثروة السيادية، من شأنه أن يقدم صورة موثوقة عن أدائها ويقوي عنصر المساءلة ويعزز الثقة أكثر في البلدان المتلقية لاستثمارات صناديق الثروة السيادية، وفي هذا الإطار نصت المبادئ على ما يلي:

- تناولت المبادئ (6-9 و16) توزيع السلطات والفصل بينها وحوكمة المنشآت المملوكة للدولة والتي تعزز الاستقلالية التشغيلية، كما تضع هذه المبادئ حدوداً فارقة للمسؤوليات، وتقسمها بين مالك صندوق الثروة السيادية وهيئاته الحاكمة وإدارته، وتجدر الإشارة أن بعض هذه المبادئ مُستمد من المبادئ التوجيهية لمنظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي بشأن حوكمة المنشآت المملوكة للدولة؛

- المبدأ (7) ينص على أن تحدد الجهة المالكة لصندوق الثروة السيادي أهدافه بوضوح، كما تتولى تعيين أعضاء جهازه الحاكم طبقاً لإجراءات واضحة التحديد وتمارس الإشراف على عملياته؛

- المبدأ (8) يعمل الجهاز الحاكم بما يحقق مصالح صندوق الثروة السيادي ويكلف بمهمة واضحة المعالم، ويمنح السلطة والاختصاص الكافيان لأداء وظائفه؛

- المبدأ (10) يتحدد بوضوح إطار المساءلة عن عمليات صندوق الثروة السيادي، من خلال النص عليه في التشريع أو الميثاق المعني أو غير ذلك من الوثائق التأسيسية أو في اتفاقية الإدارة؛

- المبدأ (11) تغطي المبادئ عمليات المحاسبة والمراجعة طبقاً للمعايير المحاسبية أو الوطنية المعترف بها، وتنص على إعداد تقرير سنوي، لكن لا تشترط نشره، وإعداد تقرير سنوي وما يصاحبه من كشوف مالية؛

- المبدأ (12) تسلم المبادئ بضرورة وجود معايير وإجراءات للمراجعة الدقيقة الداخلية، ووجود مراجع خارجي مستقل للحسابات؛

- المبدأ (13) تتحدد بوضوح المعايير المهنية والأخلاقية الواجبة ويُحاط علماً بها أعضاء الجهاز الحاكم لصندوق الثروة السيادي وإدارته وموظفيه؛

- المبدأ (14) يركز التعامل مع أطراف ثالثة لغرض إدارة عمليات صندوق الثروة السيادي على أسس اقتصادية ومالية، وتراعى فيه قواعد وإجراءات واضحة؛

- كما تنص المبادئ على إبلاغ المعلومات المالية الخاصة لصندوق الثروة السيادي إلى ملاكه (المبدأ 23) وإلى هيئات التنظيم للبلدان المتلقية لاستثمارات صناديق الثروة السيادية (المبدأ 15)، ولكن من المستحسن أيضاً الإفصاح علناً عن هذه المعلومات على نطاق أوسع، ونص (المبدأ 17) أنه ينبغي لصندوق الثروة السيادي الإفصاح علناً عن المعلومات المالية ذات الصلة، بما في ذلك تخصيص الأصول والقواعد القياسية وكذلك معدلات العائد في فترات تاريخية ملائمة عند الاقتضاء؛

3-6 الاستثمار وإطار إدارة المخاطر: تغطي المبادئ والممارسات المتعارف عليها عدداً من العناصر المهمة في هذا المجال حيث: (اوداير، مزارعي، و أليسون، 2010، صفحة 69)

- تنص (المبادئ 18-21-22) ترمي المبادئ في هذا الإطار إلى تحقيق مزيد من الوضوح بشأن السياسات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية وأطرها لإدارة المخاطر وكذلك سياساتها بشأن ممارسة حقوق الملكية، وتنص المبادئ على وجود سياسة استثمارية سليمة ونشر توصيف لهذه السياسة، كما تنص هذه المبادئ كذلك على أن السياسة الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية يجب أن تتسم بالوضوح والاتساق مع أهدافها المحددة والمعلنة، والمخاطر التي تتعرض لها ودرجة تحملها لها حسبما حددتها الجهة المالكة أو الهيئة أو الهيئات الحاكمة لهذه الصناديق السيادية، كما يجب أن تركز على مبادئ سليمة لإدارة الحافظة، وأن صندوق الثروة السيادي إذ تحدد سياساته الاستثمارية فإنه يلتزم بالمساءلة عن خطة استثمارية ملائمة ومنضبطة، كما ينبغي أن يسترشد صندوق الثروة السيادي بسياسته الاستثمارية في تقنين مدى انكشافه للمخاطر المادية ومدى إمكانية استخدامه للرفع المالي؛

- ينص (المبدأ 19) على أنه ينبغي لصناديق الثروة السيادية أن تعمل استناداً لأسس اقتصادية ومالية، كما ينبغي أن تهدف القرارات الاستثمارية لها إلى تعظيم العائد المالي المعدل حسب المخاطر بما يتلاءم مع سياستها الاستثمارية، والهدف من هذا الالتزام هو كسب ثقة البلدان المتلقية لاستثمارات صناديق الثروة السيادية؛

- المبدأ (20) لا يجوز لصندوق الثروة السيادي السعي لمعرفة معلومات سرية أو اكتساب نفوذ من خلال الحكومة بمفهومها الأوسع، أو استغلال مثل هذه المعلومات أو النفوذ في التنافس مع الكيانات الخاصة؛

- تناولت المبادئ أيضاً القضية الهامة المرتبطة بالإفصاح علناً عن سياسات التصويت في صندوق الثروة السيادي، وفي هذا الإطار تدعو المبادئ والممارسات المتعارف عليها (مبادئ سانتياغو) صناديق الثروة السيادية إلى الإفصاح علناً ومُقدماً عن مناهجها المرتبطة بالتصويت، بما في ذلك العوامل الرئيسية التي تسترشد بها في ممارسة حقوق الملكية؛

- (المبدأ 24) نص على ضرورة تشجيع وحث صناديق الثروة السيادية على مراجعة ترتيباتها الحالية، وأن تقييم تطبيق المبادئ على نحو منتظم، وتشمل الخيارات المتاحة لهذه المراجعة التقييم الذاتي والتحقق بواسطة طرف ثالث، وإن استدعت الضرورة متابعة العمل بشأن هذه القضية؛

7- مؤشرات قياس حوكمة وشفافية صناديق الثروة السيادية: نستعرض من خلال هذه النقطة أهم مؤشرات قياس حوكمة وشفافية صناديق الثروة السيادية والصادرة عن مؤسسات بحثية تهتم بدراسة هذه الصناديق، ومن أهم هذه المؤشرات نجد:

1-7 مؤشر إدوين- ترومان (Edwin TRUMAN): هو مؤشر تم إعداده من قبل الباحث إدوين - ترومان (Edwin TRUMAN) سنة 2008 بهدف قياس أداء صناديق الثروة السيادية باستخدام أربعة معايير رئيسية تتمثل في الهيكلية، الحوكمة، الشفافية، المساءلة والسلوك وتتكون هذه المعايير من 33 سؤال موزعة على النحو الآتي: (زيبيري و بوزيان، 2015)

08 أسئلة لمعيار الهيكلية، 07 أسئلة لمعيار الحوكمة، 14 سؤال لمعيار الشفافية والمساءلة، 04 أسئلة لمعيار السلوك، حيث يتألف مؤشر إدوين - ترومان من سلم للتنقيط يحتوي على 33 عنصر في شكل سؤال موجه للإجابة، فإذا كانت الإجابة موفقة (نعم) يتم التنقيط بـ 01 نقطة، أما إذا كانت العكس (لا) يتم التنقيط بـ 0 نقطة، النقاط الجزئية 0,75، 0,50، 0,25، يتم استعمالها عند تنقيط بعض العناصر عندما لا يمكن الإجابة بـ "نعم" أو "لا" وترجم هذه النقاط إلى نسب مئوية خاصة بكل فئة.

إن الدراسة التي قام بها إدوين ترومان شملت 46 صندوقاً سيادياً وكان الهدف منها إيجاد مؤشر لتقييم أداء تلك الصناديق وذلك بالتركيز على أربعة معايير جاءت على النحو التالي: (بن عمارة، 2019)

1-1-7 معيار هيكلية الصندوق: حيث يقيس هذا المعيار مدى وضوح مصادر تمويل صناديق الثروة السيادية واستخداماتها أصولها وعوائدها، وكذا مدى ارتباطها بالميزانية العامة للدولة والإستراتيجية الإستثمارية المتبعة بالإضافة إلى مدى انفصال تلك الصناديق عن الاحتياطات الخارجية للدولة؛

2-1-7 معيار حوكمة الصندوق: ويشمل مدى وضوح دور الحوكمة في إستراتيجية الإستثمار لصناديق الثروة السيادية محل الدراسة، ومدى صلاحية مديري تلك الصناديق، ومدى وجود مؤشرات تحكم نزاهة ومهنية القائمين على الإستثمار؛

3-1-7 معيار المساءلة والشفافية: يقيس هذا المعيار مدى توفر المعلومات الفصلية والسنوية المرتبطة بالإستثمارات وأدائها وحجم الصناديق وعوائدها والتوزيع الجغرافي لها، والرقابة المالية الداخلية والخارجية للصناديق؛

4-1-7 معيار سلوك الصندوق: يوضح هذا المعيار كيفية أداء صناديق الثروة السيادية في الأسواق التي تستثمر فيها، أي طريقة إدارة الصناديق لمحافظة الإستثمارية واستخدام تقنية الرفع المالي والمشتقات المالية؛

وفقاً لتصنيف سنة 2015 والوارد من خلال النسخة الموسومة بـ "التقدم المتفاوت في مساءلة وشفافية صناديق الثروة السيادية"، فإن لائحة تنقيط صناديق الثروة السيادية والتي تم

نشرها في شهر أكتوبر من سنة 2016 والصادرة عن معهد "بيترسون للاقتصاد"، وهو عبارة عن مؤسسة بحثية تهتم بدراسة قضايا وشؤون الاقتصاد الدولي، تم تأسيسه في سنة 1981 ويقع مقره بواشنطن في الولايات المتحدة الأمريكية، تم تقييم 60 صندوق ثروة سيادي، وبناءً على هذا التقرير تم إضافة 15 صندوق ثروة سيادي، وإقصاء أربعة صناديق ثروة سيادية تم تقييمها وتنقيطها في نسخة سنة 2012 (الصندوق الوطني لجمهورية كازاخستان، حساب النفط الوطني لساو تومي وبرنسيبي، حساب استقرار مداخيل النفط لدولة السودان الجنوبية، صندوق التطوير الوطني لدولة فنزويلا).

2-7 مؤشر لينبرغ-مادول (Linaburg-Maduell): هو مؤشر مُطوّر في معهد صناديق الثروة السيادية من قبل الباحثين كارل لينبرغ وميشال مادول (Linaburg-Maduell) سنة 2008، ويهدف هذا المؤشر إلى قياس مستوى شفافية صناديق الثروة السيادية، وبناءً على هذا المؤشر يتم تصنيف صناديق الثروة السيادية كل ثلاثة أشهر وفق سلم مُكون من عشر درجات، حيث تمنح نقطة واحدة أو درجة لكل مبدأ يتم من خلالها ترتيب صناديق الثروة السيادية على أساس هذه المبادئ وتُعرض على الجمهور كل ثلاثة أشهر، وحسب معهد صناديق الثروة السيادية ووفقاً لهذا المؤشر يعتبر صندوق الثروة السيادي شفاف إذا تحصل على ثمانية درجات على الأقل من سلم التنقيط، أما الحد الأدنى لتصنيف صناديق الثروة السيادية طبقاً لمؤشر لينبرغ مادول (Linaburg-Maduell) هو نقطة واحدة. (جولي ، 2019)

والجدول الموالي يوضح ترتيب صناديق الثروة السيادية وفق مؤشر لينبرغ مادول (اكتفينا بالإشارة إلى أربعة عشرة صندوقاً فقط)، التي تحصلت على النقطة الكاملة حسب تصنيف جوان 2018 وفبراير 2019. (حبارك ، تأثير الأزمات المالية المعاصرة على استراتيجيات استثمار صناديق الثروة السيادية – دراسة حالة صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر-، 2020)

الجدول رقم (01): ترتيب صناديق الثروة السيادية وفق مؤشر لينبرغ مادول (جوان 2018 –

فبراير 2019)

اسم الصندوق	البلد	جوان 2018	فبراير 2019
صندوق التقاعد الحكومي	النرويج	10	10
تيماسيك القابضة	سنغافورة	10	10
شركة مبادلة للاستثمار	الإمارات العربية المتحدة – أبو ظبي-	10	10
صندوق المستقبل الأسترالي	أستراليا	10	10
صندوق ألاسكا للدعم الدائم	الولايات المتحدة- ألاسكا	10	10
سامروك- كازينا هيئة الأوراق	كازاخستان	10	10

			المالية
10	10	أذربيجان	صندوق النفط الحكومي
10	10	نيوزيلاندا	صندوق التقاعد النيوزيلاندي
10	10	الشيلي	صندوق الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي
10	10	البحرين	شركة ممتلكات القابضة
10	10	الشيلي	صندوق الاحتياط للتقاعد
10	10	إيرلندا	صندوق الاستثمار الإستراتيجي الايرلندي
10	10	الولايات المتحدة- داكوتا الشمالية -	صندوق تراث داكوتا الشمالية
10	10	باناما	صندوق دي أهورو لبنما

المصدر: (حبارك سمير، 2020، ص ص 190، 191).

من خلال الجدول أعلاه وحسب تقارير معهد صناديق الثروة السيادية وبناءً على الدراسة التي شملت 55 صندوقاً سيادياً، خلال الفترة المدروسة (جوان 2018 و فبراير 2019)، يوجد 28 صندوقاً سيادياً عالي الشفافية لحصوله على درجة تعادل أو تفوق 8 درجات، ومن بينها 14 صندوقاً حازت على العلامة الكاملة لامتثالها الكامل لمعايير الشفافية والحوكمة أي حققت 10 درجات أو نقاط كاملة، ومن بين الصناديق العربية التي حققت العلامة الكاملة من خلال مؤشر لينبرغ مادول نجد شركة مبادلة للاستثمار التابع للإمارات العربية المتحدة (أبو ظبي) وشركة ممتلكات القابضة البحريني اللذين حققا العلامة الكاملة (10 درجات) من حيث امتثالهما الكامل لمعايير الشفافية والحوكمة سواء في تصنيف جوان 2018 أو فبراير 2019، بينما هناك 27 صندوق ثروة سيادي حازت على درجة أقل من 8 نقاط، وهي الصناديق التي لم تمتثل لمعايير الشفافية والحوكمة حسب مؤشر لينبرغ مادول.

وتجدر الإشارة في هذا الإطار أن صندوق ضبط الإيرادات الجزائري احتل المراتب الأخيرة من حيث التصنيف حسب هذا المؤشر، وهو مصنف من الصناديق السيادية الأقل شفافية وحوكمة في العالم وحاز على درجة ضعيفة تمثل 01 نقطة سواء في تصنيف جوان 2018 أو فبراير 2019.

## الخلاصة:

ما تزال صناديق الثروة السيادية تلعب دوراً مهماً على الساحة الاقتصادية والمالية العالمية، بالنظر إلى الأصول المالية الكبيرة التي تمتلكها وعمليات الاستثمار التي تقوم بها، الأمر الذي جعلها طرفاً فاعلاً في النظام المالي العالمي، وعلى الرغم من الاعتراف السائد من أن صناديق الثروة السيادية هي مؤسسات استثمارية مهمة وطرف مشارك في النظام النقدي والمالي العالمي، فهذا لم يشفع لها من إبداء بعض المخاوف من الدول المتلقية لاستثماراتها، ويظهر ذلك جلياً من المواقف الحذرة للدول الأوروبية والولايات المتحدة الأمريكية من الخفايا غير المعلنة المرتبطة باستثماراتها، وعدم التزام معظمها بتطبيق معايير الحوكمة والشفافية والإفصاح المتعارف عليها دولياً في استراتيجياتها الاستثمارية؛ الأمر الذي دفع بالعديد من المنظمات الإقليمية والعالمية، وعلى رأسها صندوق النقد الدولي، وبالاتفاق مع الدول المالكة لهذه الصناديق إلى وضع مجموعة من القواعد التي تحكم الممارسات في مجال إدارة صناديق الثروة السيادية، الأمر الذي يؤدي إلى تقليل مخاوف مختلف الأطراف الفاعلة اتجاهها، ليحصل الاتفاق على المبادئ والممارسات المنبثقة عن اجتماع سانتياغو والمعروفة باسم "مبادئ سانتياغو"، والتي تمثل إطاراً فعالاً يُعبر تعبيراً دقيقاً عن ترتيبات الحوكمة والمساءلة والإفصاح، بالإضافة إلى إدارة ممارسة الاستثمار في صناديق الثروة السيادية على أسس سليمة.

بناءً على ذلك يمكن القول أن مستقبل استثمارات صناديق الثروة السيادية مرتبط ارتباطاً وثيقاً بمدى قدرتها على الالتزام بمعايير الحوكمة والشفافية والإفصاح في استراتيجياتها الاستثمارية، وفي هذه الإطار هي مطالبة بتوضيح الأهداف الحقيقية وبكل وضوح منها، الأمر الذي يؤدي إلى تبيد المخاوف السائدة في الدول المتلقية لاستثماراتها، وبالتالي سيساهم ذلك في تعزيز قدرتها ومصداقيتها على المستوى العالمي.

## قائمة المراجع:

- 1- حبارك سمير، (جوان 2020)، استثمارات صناديق الثروة السيادية وإدارتها "دراسة صندوق الاستثمارات العامة السعودي"، مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية، المجلد (06)، العدد (01)، كلية العلوم الاقتصادية العلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة زيان عاشور، الجلفة، الجزائر.

- 2- ساخي بوبر، (جوان 2014)، صناديق الثروة السيادية ودورها في معالجة الأزمة المالية الحالية، مجلة الأبحاث الاقتصادية، العدد 10، كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة البليدة 2.
- 3- ماجد عبد الله المنيف، (صيف 2009)، صناديق الثروة السيادية ودورها في إدارة الفوائض المالية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية بالتعاون مع مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، العدد 47.
- 4- ماجد عبد الله المنيف، (ربيع 2009)، صناديق الثروة السيادية ودورها في إدارة الفوائض المالية، مجلة النفط والتعاون العربي، منظمة الدول العربية المصدرة للبترول، المجلد الخامس والثلاثون، العدد 129، الكويت.
- 5- عرابة رابع، بلعلاء خديجة، (2007)، "الحكم الراشد اختيار استراتيجي لتحقيق التنمية المستدامة في الدول النامية"، ورقة بحثية مقدمة في إطار الملتقى الوطني الثالث حول "سبل تطبيق الحكم الراشد في المؤسسات الاقتصادية الوطنية، سكيكدة.
- 6- شريف شعبان مبروك، (2009)، صناديق الثروة السيادية بين التحديات الغربية والأفاق الخليجية، مجلة دراسات إستراتيجية، مركز الإمارات للدراسات والبحوث الإستراتيجية، العدد 146، الطبعة الأولى، أبو ظبي.
- 7- حدادي عبد الغني، (2013)، دور الصناديق السيادية في إدارة الفوائض النفطية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في الاقتصاد، تخصص: الاقتصاد الدولي، كلية العلوم الاقتصادية، علوم التسيير والعلوم التجارية، المدرسة الدكتورالية للاقتصاد وإدارة الأعمال، جامعة وهران.
- 8- عبد الرزاق سعيد بلعباس، (2008) التمويل الإسلامي في فرنسا، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، العدد 02.
- 9- زكي عبد السلام الكوبري، (2011)، أثر العوائد المالية والمخاطر على إنشاء صناديق الثروات السيادية، أطروحة مقدمة استكمالاً لمتطلبات منح درجة دكتوراه الفلسفة في التمويل، قسم المصارف والتمويل، كلية الأعمال، جامعة عمان العربية، الأردن.
- 10- هاجر يحيى، (2017)، تقييم مدى التزام صناديق الثروة السيادية بمبادئ سانتياغو "دراسة حالة صندوق معاشات التقاعد الحكومي العالمي - النرويج- وصندوق

- ضبط الموارد - الجزائر-، مجلة الاقتصاد الجديد، العدد 16، المجلد 01، مخبر الاقتصاد الرقمي في الجزائر، جامعة الجيلالي بونعامة، خميس مليانة.
- 11- أوداير داس، عدنان مزارعي، أليسون ستوارت، (2010)، صناديق الثروة السيادية ومبادئ سانتياغو، مجلة التمويل والتنمية، 10 ديسمبر 2010، صندوق النقد الدولي، واشنطن.
- 12- زيري رابح، بوزيان فتيحة، (2015)، صناديق الثروة السيادية والحوكمة، مداخلة ضمن الملتقى الدولي حول "موقع صناديق الثروة السيادية ضمن النظام المالي العالمي ودورها في تحقيق الاستقرار"، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجيلالي بونعامة، خميس مليانة، يومي 29/30 أفريل 2015، الجزائر.
- 13- بن عمارة دليلة، (2019)، صناديق الثروة السيادية والأسواق المالية الدولية (حالة صندوق ضبط الإيرادات الجزائري الواقع والآفاق)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: ممارسات الأسواق المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم: العلوم الاقتصادية، جامعة عبد الحميد ابن باديس، مستغانم، الجزائر.
- 14- جلوي سهام، (2019)، دور الصناديق السيادية في دعم التنمية المستدامة -دراسة مقارنة-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: نقود، مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة لونيسسي علي، البليدة 2.
- 15- حبارك سمير، (2020)، تأثير الأزمات المالية المعاصرة على استراتيجيات استثمار صناديق الثروة السيادية -دراسة حالة صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر-، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، تخصص: نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3.
- 16- Caroline Bertin DELACOUR, (2009), **Les fonds souverains : C'est nouveaux acteurs de l'économie mondiale**, édition lesEchos, librairie Eyrolles, France.