

حوكمة الصناديق السيادية ودورها في تحقيق الاستقرار المالي مع دراسة اداء بعض الصناديق السيادية بالنسبة لمؤشر الشفافية والحوكمة

د . طهراوي دومة علي¹ ، د. شاقور جلطية فايزة²

¹ أستاذ محاضر-ب- ، المركز الجامعي أحمد زبانه ، غليزان ، phd.tahraoui@gmail.com

² أستاذة مساعدة – ب- ، المركز الجامعي أحمد زبانه ، غليزان

الملخص:

تهدف صناديق الثروة السيادية إلى استثمار الفوائض المالية للدول المالكة من أجل الحفاظ على هذه الموارد لأجيال لاحقة و لتجنب أثار الصدمات المالية ، البعض منها قد يختلف من حيث الأهداف ، لكنها تشترك جميعها من حيث أنها طرف فاعل في الاقتصاد العالمي حاليا ، فالحاجة الى السيولة و التمويل طويل الاجل يجعل منها مستثمرا جيدا في الدول نامية و المتقدمة على السواء ، مصدر الأصول جعل من القدرة الاستثمارية لهذه الصناديق ينمو وفق وتيرة عالية ما أدى إلى انتهاج سياسة استثمارية جديدة .والسياسة الاستثمارية الجديدة طرحت بعض التساؤلات حول مدى استغلال الاقتصاد لدوافع سياسية من قبل الدول المالكة ، و بات الخضوع لمعايير الحوكمة من قبل الصناديق ركنا لبناء الثقة في هذا المستثمر.

كلمات مفتاحية: الصناديق السيادية، الحوكمة، الشفافية، مجموعة العمل الدولية للصناديق السيادية .

Résumé :

Afin de de maintenir des ressources pour les génération future et investir les excédents financiers beaucoup de pays ont choisis de créer des fonds souverains, ces fonds souverains contribue a l'économie mondiale grâce a une politique d'investissement a long terme. Les actifs de ces fonds ont augmenté rapidement pendent ces dernières années, ce qui a conduit a une politique d'investissement plus spécialisée et risquée .C'est a partie de cela qu'on pose la question sur la transparence au niveau de ces fonds .

Mots clés : les fonds souverains , actifs financiers , gouvernance , transparence , groupe du travail international des fonds souverains .

1. مقدمة:

دفعت احتياجات اقتصادية دولا عدة الى انشاء ما يعرف بصناديق الثروة السيادية ، بهدف استثمار موارد مالية .و بالرغم من ان البعض منها بدا نشاطه منذ عدة عقود ، بدا الاهتمام بطبيعة و دوافع استثمارات هذه الصناديق مؤخرا نتيجة عدة اسباب اقتصادية و سياسية .و يستحوذ موضوع الصناديق السيادية اهمية نظرا لثلاث مظاهر جديدة : الحجم المتزايد لأصول هذه الصناديق ، التنوع السريع لأصول الصناديق الذي نتج عنه استثمارات في اسهم الشركات الاجنبية و المساهمة بنسبة عالية في راس مال هذه الشركات ، ظهور صناديق سيادية لفاعلين جدد ، اذ الى جانب دول الخليج العربي النرويج ، سنغافورة برزت صناديق سيادية ضخمة لدول كالصين وروسيا اضافة الى البرازيل... الخ

2. تعاريف و مفاهيم حول صناديق الثروة السيادية:

تبعاً لتعريف صندوق النقد الدولي فان صناديق الثروة السيادية هي صناديق استثمار حكومية تستوفي المعايير التالية¹ :

- الصناديق السيادية مملوكة أو مسيرة من طرف حكومة .
- تسير هذه الصناديق اصول مالية للأجل الطويل .
- سياستها الاستثمارية لها اهداف ماكرو- اقتصادية محددة كالادخار للأجيال القادمة ، تنوع مصادر الناتج المحلي الاجمالي للدول المالكة .
- موارد هذه الصناديق تتمثل اساسا في تراكم فوائض الحساب الجاري و التي تتاتي بدورها من صادرات المواد الاولية (مثال :الموارد النفطية في الشرق الاوسط و النرويج و روسيا...) ، تحويل جزء من احتياطي الصرف للبنك المركزي .

و يعرف البعض هذه الصناديق بانها صناديق للاستثمار مملوكة للدولة او كيان يتم تأسيسه عادة من فوائض ميان المدفوعات ، عمليات النقد الاجنبي الرسمية ، الفوائض المالية العامة و الايرادات المتحققة من الصادرات السلعية ن يستبعد هذا التعريف صندوق الثروة السيادية من بين امور اخرى كالاحتياطات بالعملات الاجنبية التي تحتفظ بها السلطات النقدية لميان المدفوعات التقليدي او لأغراض السياسة النقدية ، الشركات أو المشاريع المملوكة للدولة و صناديق التقاعد لموظفي الحكومة او الاصول المدارة لصالح الأفراد.²

3- حجم ومصادر الاصول لدى صناديق الثروة السيادية

بلغ حجم موجودات الصناديق السيادية في العالم اكثر من 5.3 تريليون دولار نهاية 2013 ، و بلغ حجم الموجودات المرتبطة بالنفط و الغاز ما قيمته 3.1 تريليون دولار من القيمة الاجمالية للصناديق و هي تتجه للميد من النمو ، و تنشأ اصول هذه الصناديق من صادرات سلعية او من صادرات غير سلعية و التي تتكون من احتياطي النقد الاجنبي أو عمليات الخصخصة³ . فمنذ عام 2005 تم انشاء ما لا يقل عن 30 صندوقا سياديا ، معظمها مصدرها عائدات النفط ، يشير تقرير " ستاندرد تشارترد " ان حجم موجودات الصناديق السيادية يعادل 12% من اجمالي القيمة المتداولة في بورصة نيويورك او 42% من اجمالي القيمة المتداولة في بورصة طوكيو⁴ .

في 2007 كان عدد هذه الصناديق حوالي 40 صندوقا منها 20 انشأت منذ العام 2000 ، بلغ حجم الموجودات بين 2 و 3 بليون دولار و هو ما يمثل 2.5% من اجمالي الاصول في العالم ن اذا عرضنا حجم اصول اهم الصناديق السيادية في العالم في 2007 فستكون الارقام كالتالي : قدر حجم اصول هيئة ابوظبي للاستثمار (اهم الصناديق الاستثمارية العربية) 875 مليار دولار اي 324 من الناتج الاجمالي المحلي للإمارات العربية المتحدة ، الصندوق السيادي لسنغفورة (تم تأسيسه العام 1981) 330 مليار دولار او 171 من الناتج الاجمالي الإجمالي ، الصندوق السيادي النرويجي بلغ حجم اصوله 369 مليار دولار امريكي ، الصندوق السيادي في الصين CIC بلغ حجم اصوله في 2007 حوالي 200 مليار دولار⁵ . واذا قارنا بين مختلف الصناديق فان صناديق التقاعد تكون اكبر من حيث الاصول خلال العام ذاته اذ بلغ حجم موجوداتها ب 22.6 بليون دولار مقابل 2.5 بليون دولار حجم اصول الصناديق السيادية في العالم .

و قد نمت موجودات هذه الصناديق السيادية بشكل ملفت، اذ وصل حجم الاصول خلال 2013 الى ما تشير هذه الارقام التي اصدرها المعهد الدولي للصناديق السيادية و التي تسمح بترتيب هذه الصناديق عالميا وفقا لحجم الموجودات :

- المركز الاول : النرويج ، حيث تصدر صندوق الترتيب ب حجم اصول بلغت 715.9 مليار دولار .

- المركز الثاني : ابوظبي ب 627 مليار دولار .

- المركز الثالث : الصين ب 567.9 مليار دولار .

- المركز الرابع : المملكة العربية السعودية - اذ قدرت اصول مؤسسة النقد العربي السعودي ب 532.8 مليار دولار.

ثم تليها كل من شركة الصين للاستثمارات ، الهيئة العامة للاستثمار بالكويت ، محفظة الاستثمار التابعة لمؤسسة النقد هونغ كونغ ، شركة سنغفورة للاستثمار ، الصندوق السيادي الروسي ، الصندوق الوطني للضمان الاجتماعي الصيني بأصول على الترتيب قدرت بحوالي : 482 مليار ، 342 مليار ، 298.7 مليار ، 247.5 مليار ، 175.5 مليار ، 160.6 مليار دولار⁶ .

4. التوجهات الاستثمارية للصناديق السيادية

تختلف التوجهات الاستثمارية للصناديق السيادية حسب الدوافع التي انشأ من اجلها الصندوق ، فاذا اعتبرنا ان هذه الصناديق تؤسس اعتبارا من ثلاث موارد هي : فوائض عائدات النفط و الغاز و المواد الأولية الاخرى ، احتياطات النقد الاجنبية ، فوائض الادخار المحلي ، فان الثلاثة ترافق استثماراتها سياسات معينة مع وجود اهداف مشتركة هي :

- تحقيق الاستقرار في الميزانية و حماية الاقتصاد من التقلبات المفردة في الايرادات/ الصادرات .

- تنوع صادرات الدول من السلع .

- تحقيق عوائد اكبر من التركيز على احتياطات النقد الاجنبي .

- مساعدة السلطات النقدية في انفاق السيولة غير المرغوب فيها .

- اداء دور الاحتياط بالنسبة للدول المالكة لها بتحويل جزء من عوائدها لصالح الاجيال القادمة .

- تمويل تطوير التنمية الاجتماعية و الاقتصادية .

- المساهمة في تمويل الدول المستقبلية لاستثمارات الصناديق بتمويل الهياكل القاعدية

- استراتيجية سياسية .

و عموما يمكن رسم توجهات الاستثمار الخاصة بالصناديق الى توجيهين :

1.4. التوجه الداخلي : بالرغم من نمو اصولها الا ان بعض الصناديق لا تتوجه الى الاستثمار في دول او شركات اجنبية بل يركز على الاستثمار محليا ، اي داخل الدول المالكة كما هو الحال لدى الصندوق السيادي الماليزي **khazanah** الذي يقدر حجم اصوله ب 25 مليار دولار و الذي اختار عمليات استثمارية داخلية فقط .

2.4. التوجه الخارجي : وهو توجه غالب الصناديق السيادية والتي تعتمد بالأساس على تنوع محفظة استثماراتها اما من دون استهداف قطاعات محددة او بتحديد استثمارات متخصصة و المساهمة بحصص عالية في ادارة شركات اجنبية . وبالنسبة للصناديق السيادية التي انشئت من فوائض تصدير المواد الاولية ، اين تكون المادة الاولية الغير قابلة للتجديد بحد ذاتها راسمال ، فان احتمال الاستثمار في هذا المورد يكون وفق قاعدة "Hartwick" الذي يرى ان على الحكومات ان تاخذ في الاعتبار معدلات الفائدة في الاسواق العالمية ، والذي يكون على اساسها تقرير اذا ما كان من الاحسن للأجيال القادمة الاستفادة من بيع المواد الاولية في الاسواق العالمية او تركها على شكلها الطبيعي في الارض كاحتياطي ، وبالطبع يكون ذلك تبعا لسعر المورد الطبيعي في الاسواق ومعدل الفائدة في فترة ما ⁷.

مع توقعات ارتفاع حجم اصول الصناديق السيادية ، يوقع ايضا ارتفاع الاستثمارات في الاوراق المالية ، فمثلا وصلت عائدات الاستثمار في الاوراق المالية لهيئة الاستثمار بقطر الى 40 % من نسبة صادرات النفط . كما نلاحظ اختلاف اخر في اختيار استثمارات المحافظ ، اذ تتوجه الان بعض الصناديق الى المساهمة الفعلية بشراء حصص بين 2 و 10% من راسمال كبرى الشركات عوض الاستراتيجيات التقليدية القائمة على التوجه نحو مصادر اكثر امانا و اقل مخاطرة والتي يسمح بالحصول على نسبة من الايرادات . و الجدول التالي يوضح:

الجدول رقم (01): التوجهات الاستثمارية لأكبر الصناديق السيادية في العالم

الصناديق السيادية	حجم ونسبة الاستثمارات في شركات وبنوك دول اجنبية
الامارات العربية المتحدة : ADIA - ISTITHMAR - MUBADALA - DIC -	اشترت 33ADIA من Movempick و 10% من appolo و 6% من news corp و 3% من sony ولم تصرح بحصتها في HSBC. تحوز استثمار على 2.5% من Standard chartered ، كما تملك حصص في راسمال كل من دون التصريح عن نسبة المساهمة -. حصة مبادلة في SR technics 40% و 7.5% في Carlyle و 8.1% في ADM و 35% في piagio airo industries و 5% في Ferrari. تساهم DIC ب 10% في och-ziff و 9.5% في MGM mirage و 5% في Nasdaq و 2.2% في Almatris و 47.6% في OMX.
الكويت : - هيئة الاستثمار الكويتية KIA	تحوز على 7.2% في Daimler.
قطر : - هيئة الاستثمار القطرية QIA	-يساهم الصندوق ب 20% في LSE و 17.4% في Sainsbury و 5% في cadbury و 9.98% في OMX و 7% في Lagardère .
روسيا : VTB -	-يساهم الصندوق في EADS ب 5%.
سنغفورة : GIC - Temasek -	يساهم الاول ب 9 في UBS، فيما يساهم الثاني ب 17 و 2.1 في Standard chartered و merrill lynch و barclays على الترتيب .
الصين : CDB - CIC -	يساهم CDB ب 20% في south african standares bank و يساهم CIC ب 10% و 9.9% في كل من Blackstone و morgan stanley على التوالي .

Source : Anouar Achour et Hélène Cometto et autre , Les fonds souverains –conquête de la politique par la finance , ecole Guerre Economique , Décembre 2007.p17.

ارتفعت مساهمات الصناديق السيادية بعد 2007 في ظل الازمة المالية في 2008 ، اذ ساهت هذه الصناديق في اعادة رسملة المؤسسات المالية التي واجهت عجزا في السيولة. فخلال ستة اشهر من بداية الازمة استثمرت ما يقارب 66 مليار دولار في راسمال المؤسسات المالية

الغربية ، استثمر الصندوق السيادي للصين 5 ملايين دولار في رأسمال **Morgan Stanley**، و استثمرت الصناديق السيادية لسنغفورة 10 ملايين دولار في بنك **UBS** و 7 مليار دولار في **City group**⁸ ، وهي امثلة محصورة اذ تعددت استثمارات مختلف الصناديق السيادية في هذه المؤسسات المالية التي مستها ازمة الرهن العقاري ، و يمكن القول ان اثر استثمارات هذه الصناديق على النظام المالي الدولي يبدو واضحا من خلال التقليل و التخفيف من انتقال العدوى للالتزامات المالية و الاقتصادية الى مؤسسات اخرى كبرى .

- تساهم هذه الصناديق ايضا في المشاريع التنموية في دول العالم الثالث ، كالمساعدات الموجهة الى دول منظمة التعاون و التنمية الاقتصادية و التي بلغت 100 مليار دولار ، تكون المساهمة اما مباشرة او عن طريق المساهمة في البنوك المحلية للدول المستقبلية للاستثمار ، و هو ما يرفع من قدرة البنوك المحلية على منح قروض للاستثمار المحلي .

- و يتعدى المساهمة التمويلية للبنوك المحلية الى تقديم الاعانات التقنية في الدول المستقبلية ، كما هو الحال لصندوق الكويت للتنمية الاقتصادية الذي يتعدى رأسماله 7 مليار دولار ، يمنح هذا الصندوق قروضا و ضمانات و اعانات تقنية عن طريق مساهماته في بنوك التنمية في دول اجنبية ، و يرى **griffith-jones et ocampo** ان مساهمة الصناديق السيادية ب 1 بالمئة من اصولها في رأسمال بنوك التنمية الاقليمية و المحلية للدول المتخلفة و السائرة في طريق النمو من شأنه رفع قدرة الاقراض الى 70 مليار دولار سنويا ، اي ضعف القدرة الحالية للبنك العالمي و 3 بنوك رئيسية اخرى .

يبدو ان تنوع التوجهات الاستثمارية للصناديق السيادية بين الاستثمار المحلي و مختلف اوجه الاستثمار الاجنبي انما استراتيجية تتبعها هذه الصناديق للموازنة بين الاهداف التي انشئت من اجلها ، و هي المحافظة على الاستقرار الاقتصادي و الاحتياط و تفادي ازمات المديونية و ايضا خلق و استثمار موارد للأجيال القادمة. و هو الذي يجعلها تتبنى محافظ استثمارية حذرة و بين المساهمات العالية في كبرى المؤسسات المالية و القطاعات الاستراتيجية لدول متقدمة و اجنبية اخرى و هو الذي يدفع بها الى الرفع من المخاطر الاستثمارية . فقد اظهرت دراسة خسائر دول مجلس التعاون الخليجي خلال العام 2008 جراء التدهور في قيم الاصول في الاسواق الرئيسية بحوالي 350 بليون دولار بمعدل 27 بالمئة و غطت هذه الخسائر الزيادة في اصول تلك

الصناديق الناتجة عن ارتفاع الايرادات النفطية المقدرة بحوالي 273 بليون دولار للعام ذاته ، و كانت اكبر الخسائر في استثمارات الاسواق المالية⁹ .

مما تقدم فان الحديث عن الموارد المالية لهذه الصناديق و كيفية تسيرها يجعل منها اكثر مخاطرة ، اذ نشأ عن تأسيس هذه الصناديق تركيز لأصول مالية اكثر مخاطرة من المؤسسات الحكومية المسيرة للاحتياطيات النقدية التقليدية . وهو ما قد يؤثر على المعلومات و سلوكيات صغار المستثمرين في الاسواق المالية و المعلومات الناتجة عن ذلك .

5. أداء الصناديق المختلفة فيما يخص معايير الحوكمة والشفافية

طرحت قضية استثمارات الصناديق السيادي بدءا من 2005 بالرغم من ان نشاطها يعود الى عقود قبل هذا التاريخ- في بداية الخمسينات ، و برزت حساسية تجاه هذه الاستثمارات نتيجة كونها استثمارات سيادية في دول اجنبية و في قطاعات وصفت بالاستراتيجية في الدول المستقبلية لهذه الاستثمارات . من جهة اخرى الغموض الذي يحيط باستثمارات الصناديق السيادية يتعارض و كونها ملكا للحكومات اي لمواطني هذه الدول ، لذا فمسألة مدى حوكمة الصناديق السيادية تساؤل يطرح من قبل الدول المستقبلية ، و التي ترى ان على الصناديق السيادية اعتماد قدر من الشفافية ايزاء استقلاليتها عن الدوافع السياسية للحكومات ، و معرفة اوجه الاستثمار و المخاطر المترتبة عن ذلك من جهة اخرى .

الدور التمويلي للصناديق السيادية على المستوى الدولي بلا شك هو دور ايجابي على الاقتصاد العالمي ، غير ان بعض الدول المستقبلية شككت في كون الاستثمارات مهددة لسيادتها و انها تستهدف قطاعات إستراتيجية كالطاقة ، الاتصالات و الهياكل القاعدية ، و هذا ما يتبين من ردة فعل بعض الحكومات ايزاء بعض استثمارات هذه الصناديق :

- ففي اوت 2005 تنازلت المؤسسة العامة الصينية CNOOC عن شراء حصة تتيح لها التحكم في شركة النفط الامريكية UNOCAL بسبب ضغوط من الحكومة الامريكية ، و طلب مراجعة اسباب هذا الاستثمار و وصفه بالخطر على الامن القومي .

- في جانفي 2006 خفض الصندوق السيادي السنغفوري Temasek من نسبة استثماره في شركة Shin Corp هي شركة تايلندية في الاعلام بسبب رفض جهات حكومية لهذا الاستحواذ ، ما دفع الصندوق السيادي يخفض نسبة المساهمة الى 42 بالمئة .

- أيضا في ماي 2006 انسحب الصندوق السيادي الإماراتي من مشروع ستة موانئ في الولايات المتحدة الأمريكية بسبب ضغوط من الكونغرس الأمريكي .
- وأمثلة أخرى لاقت تشكيكا في دوافعها الاستثمارية ، او رفضت بسبب انها استثمارات في قطاعات استراتيجية كالطاقة و البنى القاعدية و الدفاع ف 40 % تتلقى قيودا على الحصة الاستثمارية و 50% قيود على نوع الاستثمار و 10% قيود على تكوين المحفظة ، كما يوضح ترومان (2007) Truman ان ممارسات الصناديق السيادية متنوعة و القليل من هذه المؤسسات تعطي المعلومات الكافية و قدرا من الشفافية ايزاء استثمارات و ممارساتها في هذا الشأن ، و تجدر الاشارة ان ترومان يشير في تقريره ان الصندوق السيادي النرويجي من افضل الصناديق شفافية و تطبيقا لمعايير الحوكمة في حين تكون مؤسسات اخرى سيئة من حيث الشفافية و الحوكمة ¹⁰ .
- ففي دراسة لمجموعة العمل الدولية تبين ان 58 بالمئة من الصناديق السيادية تحدد اهدافها الاستثمارية من قبل مجلس الصندوق السيادي و 42 بالمئة تبعا لأطراف حكومية .
- لما تقدم من اسباب جاءت بعض المحاولات لإقامة حوار يعنى بتحديد افضل الممارسات بمستثمري الصناديق السيادية و متلقيها ، من بينها ما جاءت به مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية¹ بالتعاون مع صندوق النقد الدولي ، و قد خرجت المجموعة بمجموعة من المبادئ عرفت بمبادئ سنياغو ، تطبق على اساس طوعي بحيث يخضع تطبيق كل منها لمتطلبات القوانين و اللوائح القطرية ، من اهم هذه المبادئ ما يلي ¹¹ :
- يكون الاطار القانوني الذي تستند اليه الصندوق السيادي سليما و داعما لفعالية تشغيله و تحقيق اهدافه المعلنة .
- يتم الافصاح العلني عن اهم مواصفات الاساس و الهيكل القانوني للصندوق ، و كذلك العلاقة بين الصندوق و غيره من كيانات الدولة .
- يتحدد بوضوح غرض السياسة من انشاء صندوق الثروة السيادية و يتم الافصاح عليه علنا .

¹ تأسست مجموعة العمل الدولية في العاصمة واشنطن بعضوية ممثلي البلدان التي تدير صناديق الثروة السيادية ، و يشترك فيها بصفة مراقب كل من : عمان و المملكة العربية السعودية و فيتنام و منظمة التعاون و التنمية في الميدان الاقتصادي و البنك العالمي .

- حيثما يكون لأنشطة صندوق الثروة السيادية انعكاسات اقتصادية كلية و محلية مباشرة كبيرة ، يتم تنسيق هذه الأنشطة تنسيقا كاملا مع السلطات المالية العامة و السلطات النقدية المحلية بغية ضمان الاتساق مع السياسات الاقتصادية الكلية الشاملة .
- يتم الافصاح علنا عن مصدر تمويل الصندوق و منحج التمويل و السحب و الانفاق
- يعمل الصندوق في ظل اطار سليم للحوكمة يحدد تقسيما واضحا و فعالا للأدوار و المسؤوليات بما يسهل المساءلة و الاستقلالية في ادارة الصندوق سعيا لتحقيق اهدافه .
- يتولى فريق الإدارة التشغيلية لصندوق الثروة السيادية بتنفيذ استراتيجياته بصورة مستقلة و في اطار مسؤوليات واضحة التحديد .
- تخضع عمليات الصندوق و كشوفه المالية للتدقيق السنوي طبقا للمعايير المحاسبية الدولية او القومية المعمول بها .
- تتحدد بوضوح المعايير المهنية و الاخلاقية ، و يترك التعامل مع أطراف ثالثة لغرض ادراة عمليات الصندوق على اسس اقتصادية و مالية و يراعى فيه قواعد و اجراءات واضحة .
- تدار عمليات الصندوق و انشطته في البلدان المضيفة طبقا لمتطلبات التنظيم و الافصاح في البلدان التي يزاول نشاطه فيها .
- يسترشد الصندوق بسياسته الاستثمارية في تقنين مدى انكشافه للمخاطر المالية و امكانية استخدامه للرفع المالي .
- اذا كانت قرارات الاستثمار تخضع لاعتبارات اخرى بخلاف الاعتبارات الاقتصادية و المالية ، يتم النص بوضوح على هذه الاعتبارات ضمن سياسة الاستثمار و يتم الافصاح عنها علنا .
- لا يجوز للصندوق السعي لمعرفة معلومات سرية او اكتساب نفوذ من خلال الحكومة بمفهومها الاوسع او استغلال مثل هذه المعلومات في التنافس مع الكيانات الخاصة .
- كما كان هناك مقترحات اخرى من قبل اللجنة الاوروبية و اتفاقية ابرمت بين كل من الولايات المتحدة الامريكية – سنغفورة و صندوق ابو ظبي ، يمكن اجراء مقارنة بين الاجراءات المقترحة في الجدول الموالي :

جدول رقم (02): مقارنة بين اقتراحات حوكمة الصناديق السيادية

مقترحات اللجنة الأوروبية	مقترحات برنامج العمل الدولية - صندوق النقد الدولي	اتفاقية الولايات المتحدة الأمريكية - سنغفورة - ابوظبي	
<u>الشفافية</u>			
لم تدمج	لم تدمج	ادمجت	بيان يوضح الدوافع الاستثمارية التجارية
ادمجت	ادمجت	ادمجت	نشر سنوي لمستويات الاستثمار والاصول
ادمجت	لم تدمج	لم تدمج	تطبيق حق التصويت
ادمجت	لم تدمج	لم تدمج	نشر مدى استعمال اثر الرفع المالي
لم تدمج	ادمجت	ادمجت	نشر الاهداف الاستثمارية للصندوق
ادمجت	ادمجت	لم تدمج	حجم و مصدر الاصول المالية
ادمجت	ادمجت	ادمجت	نشر التقنين في الدول الاصلية للصناديق و مراقبتها
<u>الحوكمة</u>			
ادمجت	ادمجت	ادمجت	توزيع و استقلالية المسؤوليات في التسيير الداخلي للصندوق
ادمجت	ادمجت	لم تدمج	نشر و إعلان السياسة الاستثمارية للصناديق
ادمجت	ادمجت	لم تدمج	وجود استقلالية تنفيذية لتحقيق اهداف الصندوق
ادمجت	ادمجت	لم تدمج	اعلان المبادئ للعلاقة بين الصندوق و الاطراف الحكومية
ادمجت	ادمجت	ادمجت	بيان و نشر سياسة تسيير المخاطر
ادمجت	ادمجت	لم تدمج	المنافسة العادلة مع القطاع الخاص
ادمجت	ادمجت	لم تدمج	احترام معايير الدول المضيفة

Source : Rapport sur les fonds souverains , établi par Alain Demarolle ,2007.p19.

و يبدو عند المقارنة ان الاتفاقية الامريكية اكثر عملية من المقترحات المقدمة من طرف اللجنة الاوروبية و صندوق النقد الدولي ، اذ ان نشر الاهداف الاستثمارية و حجم و مصدر الاصول او مدى استعمال اثر الرفع المالي له اثر سلبي على الصندوق ، اذ يمكن استغلال هذه المعطيات من قبل المنافسين . كما نشر البيانات الخاصة بالمديونية قد يؤثر على سوق القرض و مستويات معدلات الفائدة ، و الواقع ان بعض هذه المعطيات لا يحتمل تقديمها من طرف مستثمرين آخرين .

1.5. مؤشرات قياس الشفافية الخاصة بالصناديق السيادية :

من اجل قياس مدى شفافية الصناديق السيادية تم الاعتماد على مؤشرين رئيسيين هما مؤشر **Truman** و مؤشر **linaburg-Maduell** للشفافية و مؤشر **Truman**.

انشىء المؤشر الاول من قبل كل من **Carl Linburg et Michael Maduell** ، يتكون المؤشر من 10 معايير تنقيطها 1 على كل معيار متوفر بالصندوق .في حين يتكون المؤشر الثاني من 25 سؤالاً بتنقيط 1 على الاجابة بنعم و 0 للاجابة السلبية مع امكانية التقييم بين القيمتين اي 0.25 ، 0.5 و 0.75 .

معايير مؤشر الشفافية هي¹² :

- يعرف الصندوق بدافع اشائه ، مصدر الاصول و هيكل الحوكمة .
- ينشر الصندوق تقارير سنوية حول نشاطه .
- يعلن الصندوق عن نسب مساهماته الاستثمارية و توزيعها الجغرافي .
- يعلن الصندوق عن تكاليف الاستثمار و مردوديته .
- يعلن الصندوق عن سياسته الاستثمارية .
- يعلن الصندوق يعلن عن اهدافه و استراتيجياته .
- اذا كان من الممكن اعطاء معلومات عن الفروع .
- الموقع الالكتروني .
- معلومات عن المقر ، العنوان و ووسائل الاتصال الخاصة بالصندوق .

2.5. وضع بعض الصناديق السيادية ايزاء مؤشرات الحوكمة: تقوم جهات مختصة باستطلاعات حول نقاط تلخص ممارسات الصناديق السيادية ، منها الاستطلاع الذي نشرته سكرتارية مجموعة العمل الدولية للصناديق السيادية ، البيانات المنشورة أبرزت اختلافات

واضحة في ممارسات الصناديق و ايضا الوضع التاسيسي و القانوني له الصناديق ، اذ ان 42 بالمئة من الفئة التي شملها الاستطلاع تنشط تحت مسمى قانون تاسيسي و 22 حسب القانون المالي ، 13 ينظم عملها الدستور و 13 ايضا تخضع لقانون الشركات و اخيرا 25 بالمئة لقوانين و تشريعات اخرى¹³ . كما ان حوالي 30 من الصناديق لا تخضع تمويلها لاي قواعد و انما تكون تقديرية الباقي يكون تبعا لنسبة العائدات / كفاية الاحتياطي و التعادل لتلبية الالتزامات المستقبلية ، اما فيما يخص قواعد السحب فان حوالي 65 بالمئة يكون من اجل العجز في الميزانية او احتياجات الانفاق ، الباقي يكون من اجل الالتزامات المستقبلية او وفقا لاحتياجات ميزان المدفوعات .

اما عن وضعية المساءلة امام السلطة التشريعية ، بين الاستطلاع ان نصف الصناديق السيادية يعمل وفقا لمعايير التقارير المالية العالمية IFRS ، 25 بالمئة يحاول العمل وفق المعايير المالية الدولية و الباقي يعمل وفقا للممارسات و المبادئ العامة المتعارف عليها.¹⁴

يعتبر الصندوق السيادي النرويجي من اكثر الصناديق شفافية حسب المعايير المشار اليها ن في حين تفتقر الصناديق السيادية في دول الخليج و الدول العربية عموما الى الايفاء بهذه المعايير و هذا ما يوضحه الجدول التالي و التذي يلخص وضعية بعض الصناديق ايزاء مؤشر ترومان للشفافية .

جدول رقم (03): أداء بعض الصناديق السيادية بالنسبة لمؤشر الشفافية والحوكمة

هيكلية	الحوكمة	الشفافية والمساءلة	السلوك	التقييم العام
صندوق التقاعد الحكومي النرويجي	5	14	4	305
5.				
هيئة ابو ظبي للاستثمار	0	0.5	0	3.0
5.				
هيئة الاستثمار الكويتية	4	5.75	0	15.
75				
هيئة الاستثمار القطرية	0	0.25	0	3.0
75.				
صندوق ضبط الموارد الجزائر	1	0.5	0	4.5
الصندوق السيادي لبوتسوانا	2	7	0	14.
5.				5
صندوق الاحتياطي العام في عمان	0	2.5	0	6.5
متوسط أداء الصناديق السيادية	2	6.2	1	15.
4.				1

المصدر: صناديق الثروة السيادية و دورها في ادارة الفوائض النفطية – ملتقى الطاقة العربية في 2009 و دليل الصناديق السيادية الافريقية ل 2014.

على المستوى العالمي يسجل الصندوق السيادي النرويجي مستوى عالي من الشفافية ، اما على مستوى لدول العربية فيبدو وفق المؤشر المبين ان هيئة الاستثمار الكويتية افضل الصناديق السيادية العربية من حيث الهيكلية و الشفافية و المساءلة كما اه احسن من متوسط أداء الصناديق في معيار الهيكلية و الحوكمة و اقل في باقي المعايير . على المستوى الافريقي فان الصندوق السيادي لبوتسوانا من احسن الصناديق في القارة من حيث المؤشر و ادائه احسن من متوسط أداء الصناديق السيادية فيما يخص الهيكلية و الحوكمة و الشفافية . و بمحاولة ترتيب صندوق ضبط الموارد في الجزائر بباقي الصناديق المعروضة فيبدو ثاني اسوء صندوق سيادي ايفاءا بمعايير الحوكمة بعد هيئة الاستثمار القطرية و هيئة ابو ظبي للاستثمار .

و الواقع ان اعتماد الشفافية على مستوى هذه الصناديق كمطلب قانوني لم يجسد بعد على كافة الصناديق ، اذ يخضع الكشف العلني للمعلومات و البيانات الخاصة بوضعية و نشاط الصناديق الى ثلاث اسس قانونية هي : القانون التأسيسي / اللوائح و القواعد و المواد التأسيسية ، القوانين و اللوائح الاخرى او الى اتفاقيات الادارة ، حسب التقرير 20 بالمئة لا يخضع القانون المطبق عليها الالتزام بكشف علني للمعطيات و المعلومات الخاصة بها ..

محتويات المعلومات المعلن عنها : 80 بالمئة من الصناديق ملزمة بنشر و الافصاح ع التشريعات التأسيسية ، النسب متفاوتة فيما يخص الافصاح عن المعلومات التالية :

- العمل المؤسسي و اطار الحوكمة .
- سياسة الاستثمار .
- البيانات المالية المدققة .
- ما لا يقل عن مكونات المحفظة الفعلي .
- بيانات الاداء بانتظام او احيانا .
- فئات الاصول من : دخل ثابت ، الاسهم العامة ، الاسهم الخاصة ، العقارات ، السلع
- تدابير الخطر : التصنيف الائتماني الادنى ، مقاييس الخطر ، اوان العملات ، التذبذب ، اختبار التحمل ..
- استخدام الرافعة المالية : استخدام الرافعة المالية للتحوط ..
- القيود على الاستثمار

6. الخاتمة : بلا شك يسمح حجم الاصول للصناديق السيادية بالمساهمة الفعلية في النظام المالي العالمي ، و ايضا في الحفاظ على الاستقرار المالي و احداث تنمية سواء على مستوى الدول المالكة او في الدول المستقبلية ، اعتماد هذه الصناديق على توجهات استثمارية اكثر تخصصا لا يعني بالضرورة تغيرا في الاهداف و الدوافع ، غير ان الاستثمارات المتخصصة او العالية لها اثر على معطيات السوق و قد تكون سلبية على بعض المستويات ، لذا فاعتماد الشفافية في المعطيات الخاصة بهذه الصناديق يساعد و يتوافق و الطابع الحكومي لهذه المؤسسات ، الحوار الذي بني بين الصناديق السيادية و الدول المستقبلية في اطار مجموعة العمل الدولية و اطراف اخرى سيسمح بالحفاظ على الطابع الاستثماري و التنافسي لهذه المؤسسات مع ضمان احترام

سيادة الدول المستقبلية و بناء الثقة المطلوبة و التي ستسهل انسياب استثمار موارد الصناديق في الاقتصاد العالمي .

7. المراجع:

- ¹ Rapport sur les fonds souverains , établi par Alain Demarolle ,2007.p 04.
- ² صناديق الثروة السيادية – نشرة توعية يصدرها معهد الدراسات المصرفية – دولة الكويت ، ديسمبر 2013 ، السلسلة السادسة ، العدد 05 ، ص 01.
- ³ صناديق الثروة السيادية – نشرة توعية يصدرها معهد الدراسات المصرفية – دولة الكويت ، ديسمبر 2013 ، السلسلة السادسة ، العدد 05 ، ص 02.
- ⁴ Rapport sur les fonds souverains , établi par Alain Demarolle ,2007.p 0.6
- ⁵ Tamara Gomes , les effets des fonds souverains sur le système financier international, revue du système financier , banque du canada , décembre 2008 , p 48.
- ⁶ صناديق الثروة السيادية – نشرة توعية يصدرها معهد الدراسات المصرفية – دولة الكويت ، مرجع سابق ذكره ، ص 3.
- ⁷ Pierre jaquet, les fonds souverains acteurs au développement ! , cercle des économistes , contributions au cahier sur les fonds souverains , p 02.
- ⁹ ماجد عبد الله المنيف ، صناديق الثروة السيادية و دزرها في ادارة الفوائض النفطية ، ملتقى الطاقة العربي – بيروت ، سبتمبر 2009 ، ص 22.
- ¹⁰ Tamara Gomes , les effets des fonds souverains sur le système financier international, op cit , p50.

¹¹ ماجد عبد الله المنيف ، صناديق الثروة السيادية وذررها في ادارة الفوائض النفطية، مرجع سابق ذكره ص 9-12.

¹² Guide des fonds souverains africains , septembre 2014.p 04.

¹³ Current institutional and operatinal practices , prepared by the secretariat in collaboration with the members of the IWG , september 15, 2008, p 03.

<http://www.iwg-swf.org/index.htm>

¹⁴ <http://www.iwg-swf.org/index.htm>