



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف - ميله -  
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

المرجع : ...../2017

القسم: علوم التسيير

الميدان: علوم اقتصادية والتسيير وعلوم تجارية

الشعبة: علوم التسيير

التخصص: مالية وبنوك

مذكرة بعنوان:

## صناديق الثروة السيادية كخيار بديل للجزائر لتحقيق الاستدامة المالية في ظل التجربة النرويجية نموذجا

مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير تخصص مالية وبنوك

إشراف الأستاذ:

- زواري فرحات سليمان

من إعداد الطالبتين:

- إيمان حاسي

- جهاد قارون

لجنة المناقشة:

الرقم	اسم ولقب الأستاذ	الجامعة	الصفة
1	واضح فواز	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف - ميله	رئيساً
2	خوازم حمزة	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف - ميله	مناقشاً
3	زواري فرحات سليمان	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف - ميله	مشرفاً ومقرراً

السنة الجامعية: 2016/2017



# شكر و عرفان

لكل مبدع إنجاز ولكل شكر قصيدة ولكل مقام مقال، ولكل نجاح شكر وتقدير، فجزيل الشكر نهديك ورب العرش يحميك، للنجاح أناس يقدرون معناه، وللإبداع أناس يحصدونه، ولذا نقدر جهودك المضنية، فأنت أهل للشكر والتقدير ووجب علينا تقديرك، لك منا كل الثناء والتقدير إلى الأستاذ الفاضل "زوارى فرحات سليمان" لقبوله على الإشراف على هذه المذكرة وعلى توجيهاته ونصائحه القيمة.

جميل من الإنسان أن يكون شمعة ينير درب الحائرين، ويأخذ بأيديهم إلى بر الأمان متجاوزا بهم أمواج الفشل والقصور لذلك أتوجه بالشكر لكل من ساهم في إنجاز هذا العمل المتواضع من بعيد أو قريب ولو بكلمة طيبة.

إن قلت شكرا فشكري لن يوفيكم، حقا سعيتم فكان السعي مشكورا، للجنة المناقشة على قبولهم مناقشة وتقييم هذا العمل.

الطالبة: إيمان حاسي

الطالبة: جهاد قارون

# إهداء إيمان

بسم الله والصلاة والسلام على نبي الله محمد المشرف بالشفاعة، والمخصوص ببقاء شريعته إلى قيام الساعة وعلى آله وأصحابه الأطهار الأبرار صلواتنا باقية بقاء الليل والنهار، أما بعد:

الحمد لله رب العالمين خلق اللوح والقلم، وخلق الخلق من عدم، ودبر الأرزاق والآجال بالمقادير والحكم، وجمل الليالي بالنجوم في الظلام، أهدي ثمرة جهدي إلى من تعجز الكلمات عن وصفها، كنزي الحقيقي أمي يا قمرا أضاء ظلام عقلي، وأضاء طريقي في الحياة ويا شمساً أذابت جمود قلبي وفجرت ينابيع الأمل أمي يا مربية الأجيال الناشئة بكل ما للكلمة من معنى، وإلى أبي الحبيب؛ لن يضيع ما علمته لي والذي غرسته في نفسي سأظل دوماً ابنتك التي تفخر بها ولن أخيب ظنك بي يا أبي الغالي، إلى إخوتي الغاليين على قلبي "حبيبة" الله يحفظك يا أمي الثانية، إلى "تبيلة" نصفي الثاني الله ينجحك، إلى "عدرة" الدلوعة الله يحقق أحلامك.

إلى صديقاتي في المشوار الدراسي الذي شاء القدر أن يجمعني بأجمل البشر فتيات مثل القمر، أحبهم بعدد جذور الشجر، يا لكم من قدر، جعلتم علاقتنا أقوى من الصخر، هم صديقاتي طول العمر، نحن لا نريد الابتعاد حتى ولو مجبرون، لأننا روح واحدة في جسدين، حب واحد في قلبين، ابتسامة واحدة على شفيتين، دمة واحدة بعينين. حفظكم الله ورعاكم.

# إهداء جهاد

بسم الله والصلاة والسلام على نبي الله محمد المشرف بالشفاعة، والمخصوص ببقاء شريعته إلى قيام الساعة وعلى آله وأصحابه الأطهار الأبرار صلواتا باقية بقاء الليل والنهار، أما بعد:

أهدي ثمرة جهدي وهذا العمل المتواضع إلى الوالدين الكريمين، دعائي لهما بطول العمر ودوام الصحة والعافية إن شاء الله.

إلى كل اخوتي وأخواتي متمنيا لهم حياة سعيدة ملؤها الحب والأمان.

إلى كل الأهل والأقارب والصديقات، وإلى كل من يعرفني.

إلى زميلات الدراسة، وإلى كل من علمني حرفا.

إلى كل من ساهم في إنجاز هذا العمل من قريب أو بعيد...

ولو بكلمة أو ابتسامة.

## المخلص:

نعرض في هذه الدراسة إشكالية الاستدامة المالية للدول النامية المصدرة للنفط، خاصة إذا تعلق الأمر بالفوائض المالية النفطية التي قد تتآكل وتزول بسبب سوء التوظيف وغياب الاستخدام الأمثل لها، وبالرغم من تهافت الدول النامية وخاصة العربية منها على إنشاء صناديق ثروة سيادية نفطية قصد الحفاظ على جزء من تلك الفوائض لمواجهة التحديات التي قد تعترضها مستقبلا، إلا أنها فشلت في تحقيق ذلك بإستثناء بعض الصناديق الخليجية، خاصة بعد بروز العديد من التجارب الدولية واعتمادها كتجارب ناجحة ورائدة في مجال إدارة الفوائض المالية وتحقيق الاستدامة المالية.

خلصت الدراسة إلى أن تجربة الجزائر في مجال صناديق الثروة السيادية من خلال ما يعرف بصندوق ضبط الإيرادات تعد متواضعة جدا إذا ما قورنت بالتجربة النرويجية، وذلك راجع لغياب النزعة الاستثمارية وافتقاره لأدنى مستويات الحوكمة والشفافية، ومنه فعلى الحكومة الجزائرية مضاعفة الجهود والاستعانة بالتجارب الرائدة في هذا المجال.

**الكلمات المفتاحية:** صناديق الثروة السيادية، الاستدامة المالية، التجربة النرويجية، صندوق ضبط الإيرادات، صندوق الثروة السيادي الجزائري.

## **Abstract :**

This study presnet the problematic of the financial sustainability in the oil countries, especially what is related to the financial surpluses, which may corrode and disappear because of poor employment and the misuse of this surpluses, and despite the explicit trend of the developing countries, espically the arabian ones to build the oil sovereign wealth funds to save a part of the oil surpluses and use it to face the future financial Difficulties, but they failed to echieve their disired goals ; except of some arabian gulf funds, espically after the adopting international experiences, which have become a pioneering in the field of the management of the financial oil surplus and achieving the financial sustainability.

The findings confirm that the algerian experience in the field of the sovereign wealth funds through the revenue adjustment fund look too small if compared with the norwegian experience, because of the absence of the investment tendency; and the lack of the governance and the transparency, lastly the Algerian government must double the work; and look for how to benefit from the pioneering experiences in this field.

**Key words :** sovereign wealth funds, the financial sustainability, the norwegian experience, revenue adjustment fund, the algerian sovereign wealth fund.

# فهرس المحتويات

## فهرس المحتويات

فهرس المحتويات	
شكر وعرفان .....	
إهداء .....	
I.....	ملخص
IV-II.....	فهرس المحتويات
V .....	فهرس الجداول والأشكال والمخططات.
أ-ج.....	المقدمة العامة.....
الفصل الأول: الاطار النظري لصناديق الثروة السيادية والاستدامة المالية	
2.....	تمهيد
3.....	المبحث الأول: ماهية صناديق الثروة السيادية .....
3.....	المطلب الأول: مفهوم صناديق الثروة السيادية .....
3.....	الفرع الأول: تعريف صناديق الثروة السيادية .....
4.....	الفرع الثاني: نشأة صناديق الثروة السيادية .....
6.....	الفرع الثالث: تأسيس صناديق الثروة السيادية و دورها .....
7.....	المطلب الثاني: تصنيفات صناديق الثروة السيادية ودوافع إنشائها .....
7.....	الفرع الأول: تصنيفات صناديق الثروة السيادية.....
10.....	الفرع الثاني: دوافع إنشاء صناديق الثروة السيادية .....
11.....	الفرع الثالث: مميزات صناديق الثروة السيادية .....
12.....	المطلب الثالث: أهداف وأهمية إنشاء صناديق الثروة السيادية .....
12.....	الفرع الأول: أهداف إنشاء صناديق الثروة السيادية .....



## فهرس المحتويات

13	الفرع الثاني: أهمية إنشاء صناديق الثروة السيادية.....
14	المبحث الثاني: ماهية الإستدامة المالية.....
14	المطلب الأول: مفهوم الإستدامة المالية للمدارس الفكرية المختلفة.....
14	الفرع الأول: الإستدامة المالية وفقا للفكر الكلاسيكي.....
15	الفرع الثاني: الإستدامة المالية وفقا للفكر النيوكلاسيكي.....
15	الفرع الثالث: الإستدامة المالية وفقا للفكر الكنزي.....
16	المطلب الثاني: مؤشرات الإستدامة المالية.....
16	الفرع الأول: المؤشرات البسيطة لقياس الإستدامة المالية.....
17	الفرع الثاني: المؤشرات اليقينية لقياس الإستدامة المالية.....
20	المبحث الثالث: الدراسات السابقة.....
20	المطلب الأول: عرض الدراسات السابقة.....
26	المطلب الثاني: التعليق على الدراسات السابقة.....
27	خلاصة الفصل.....
<b>الفصل الثاني: مدى مساهمة صندوق ضبط الإيرادات في تحقيق الاستدامة المالية</b>	
29	تمهيد.....
30	المبحث الأول: عرض صندوق ضبط الإيرادات.....
30	المطلب الأول: ماهية صندوق ضبط الإيرادات.....
30	الفرع الأول: مفهوم صندوق ضبط الإيرادات.....
32	الفرع الثاني: تطور صندوق ضبط الإيرادات (FRR) خلال الفترة مابين (2006 إلى 2016).....
35	المطلب الثاني: تقييم مراحل تطور صندوق ضبط الإيرادات FRR.....

## فهرس المحتويات

35	الفرع الأول: الإيجابيات
36	الفرع الثاني: السلبيات
37	المبحث الثاني: التجربة النرويجية في مجال صناديق الثروة السيادية
37	المطلب الأول: نشأة وتطور صندوق المعاشات الحكومي العالمي
40	المطلب الثاني: حوكمة صندوق المعاشات الحكومي العالمي واستراتيجته الاستثمارية
40	الفرع الأول: الإشراف على صندوق المعاشات الحكومي العالمي
42	الفرع الثاني: الإستراتيجية الإستثمارية لصندوق المعاشات الحكومي العالمي
46	المطلب الثالث: تقييم صندوق النرويج في تحقيق الإستدامة المالية
46	الفرع الأول: تقييم صندوق المعاشات الحكومي العالمي
50	الفرع الثاني: عوامل نجاح صندوق المعاشات الحكومي العالمي
50	المبحث الثالث: مقترح تحويل صندوق ضبط الإيرادات لصندوق ثروة سيادي
50	المطلب الأول: إستراتيجية الإستثمار في صندوق الثروة السيادي الجديد
53	المطلب الثاني: مقترح إمتلاك صندوق للثروة السيادية مستقبلي
53	الفرع الأول: صندوق ضبط الإيرادات
54	الفرع الثاني: إنشاء صندوق الثروة السيادية الجديد
58	خلاصة الفصل
60	الخاتمة العامة
64	قائمة المراجع

# فهرس الجداول والأشكال

## فهرس الجداول والأشكال والمخططات

الرقم	العنوان	الصفحة
<b>الجدول</b>		
1-1	أكبر عشرة صناديق سيادية في العالم (أفريل 2017)	05
2-1	الفرق بين صناديق الثروة السيادية وبعض الهيئات العمومية	06
3-1	تعريف المؤشرات البسيطة لقياس الاستدامة المالية	16
4-1	المستويات الدنيا للمؤشرات البسيطة لقياس الاستدامة المالية	17
1-2	يوضح قيود حسابات التخصيص الخاص بصندوق ضبط الإيرادات	32
2-2	تطور موارد ورصيد صندوق ضبط الإيرادات خلال (2006-2016)	33
3-2	أبرز المحطات التي شهدتها صندوق المعاشات الحكومي العالمي منذ نشأته	38
4-2	تطور أصول صندوق المعاشات الحكومي العالمي منذ سنة (2004-2016)	39
5-2	التعديلات التي أجريت على الإستراتيجية الإستثمارية من (1998-2016)	42
6-2	تطور العائد الحقيقي للصندوق من (1998-2016)	46
7-2	تطور العائد السنوي لحقوق الملكية والدخل الثابت والعقارات (1998-2016)	47
<b>الأشكال البيانية</b>		
1-1	صناديق الثروة السيادية حسب المورد	09
2-1	تصنيف صناديق الثروة السيادية حسب المناطق الجغرافية	10
1-2	الإشراف والرقابة على صندوق المعاشات الحكومي العالمي	41
2-2	توزيع إستثمارات صندوق المعاشات الحكومي العالمي جغرافيا لسنة 2016	44
3-2	مراحل إعداد وتنفيذ استراتيجية الاستثمار في الصندوق	50
4-2	الهيكل التنظيمي لصندوق الثروة السيادية الجزائري المستقبلي	55
5-2	شكل يبين صندوق الثروة السيادي المستقبلي	57

# المقدمة العامة

## المقدمة العامة

عرف الاقتصاد العالمي اهتمام كبير بصناديق الثروة السيادية، خاصة في خضم الأزمة المالية العالمية لسنة 2007، فموضوع صناديق الثروة السيادية مرتبط إلى حد كبير بموضوع المالية العامة، خاصة بالنسبة للدول المالكة للثروة النفطية وعلاقتها بالتطورات التي تشهدها أسعار النفط، وما يميز هذه الأسعار من عدم اليقين والتذبذب وتأثيرها على العوائد النفطية، مما جعل العديد من الدول تلجأ إلى إنشاء صناديق ثروة سيادية يكون الهدف منها تقوية الاقتصاد الوطني، ونظرا لكون العديد من صناديق الثروة السيادية تم انشائها من قبل الدول النامية وأغلبها دول نفطية أو مصدرة للنفط، ومن هذا المنطلق حرصت الكثير من الدول النفطية على تنويع مصادر تحويلها، من خلال استحداث آليات جديدة للاستدامة المالية وتنويع اقتصادها بغرض عدم الدخول في مشكلات اقتصادية متفاقمة للوقوف على مدى قوة السياسة المالية، وباعتبار أن الجزائر من الدول التي تعتمد على عائدات الجباية البترولية والتي تعتبر المصدر الرئيسي في تمويل الموازنة العامة للدولة، ونظرا إلى تبني بعض الدول لتجارب رائدة في مجال صناديق الثروة السيادية على غرار تجربة النرويج وبعض صناديق الإمارات العربية المتحدة، فهذه التجارب اعتمدت على الصناديق لدفع مسيرة الاستدامة المالية لدولها، ومن هذا المنطلق لما لا تكون للجزائر تجربة في هذا الميدان خصوصا وأن هناك تشابها من حيث مصادر تمويل تلك الصناديق والمتمثلة في العوائد النفطية.

وعلى غرار العديد من الدول النامية كانت الجزائر من الدول السباقة على المستوى العربي، التي سارعت إلى إنشاء صندوق النفط أو ما يعرف بصندوق ضبط الإيرادات الذي تزامن إنشائه مع بداية الطفرة النفطية الأخيرة، والتي شهدت فيها أسعار ثروة حقيقية لم يسبق لها مثيل، وإلى أجل ليس ببعيد فاقت أصول الصندوق الـ70 مليار دولار أمريكي سنة 2015 حسب معهد صناديق الثروة السيادية، وبما أن أغراض إنشاء الصندوق الرئيسية تمثلت في كل من تمويل العجز على مستوى الميزانية وتسديد المديونية الخارجية، إلا أن عدم وجود إستراتيجية لإستثمار بعض من تلك الأصول يحول دون تحقيق إستدامة مالية، في حين نجد أن هناك تجارب رائدة على غرار تجربة النرويج وتجربة الإمارات العربية المتحدة التي استطاعت بفضل الإستثمار من تحويل الفوائض النفطية إلى ثروة حقيقية، وبالتالي ضمان جزء من الثروة النفطية للأجيال القادمة، ومن هنا تولدت لدينا الرغبة في البحث في الموضوع الذي لا يزال لحد الساعة محل نقاش وخاصة والوضع الراهن الذي تعرفه أسعار النفط في السوق النفطية الدولية، وإنعدام الحلول التي من شأنها التقليل من الضرر الذي لحق بالاقتصاد الوطني.

أولا) إشكالية الدراسة: من خلال ما سبق ذكره نطرح الإشكالية الآتية:

**كيف يمكن لصناديق الثروة السيادية أن تساهم في تحقيق الاستدامة المالية للدول النفطية؟**

**وكيف يمكن للجزائر من تحقيق ذلك في ظل التجارب الرائدة؟**

## المقدمة العامة

بناء على السؤال الجوهرى يمكن طرح جملة من الأسئلة الفرعية والتي نوردتها فيما يلي:

- مدى إمكانية مساهمة صناديق الثروة السيادية في تحقيق الاستدامة المالية؟
- إلي أي مدى ساهم صندوق ضبط الإيرادات في تحقيق الاستدامة المالية في ظل التجارب الدولية الرائدة؟

**ثانياً) فرضيات الدراسة:** من أجل الإحاطة بكافة جوانب البحث ارتأينا طرح الفرضيات التالية:

- **الفرضية الأولى:** هناك إمكانية لمساهمة صناديق الثروة السيادية في الحفاظ على الفوائض المالية في الدول النفطية والغير نفطية؛
- **الفرضية الثانية:** تعتبر مساهمة صندوق ضبط الإيرادات في تحقيق الاستدامة المالية متواضعة جداً، نظراً لإقتصار دوره على تسديد مديونية الخارجية وضبط توازن الموازنة العامة، وهذا التواضع في دوره تم الحكم عليه من خلال التجارب الدولية الرائدة في مجال إدارة الفوائض المالية.

**ثالثاً) أهمية الموضوع:** تبرز أهمية الموضوع في أنه يسלט الضوء على واحدة من الآليات الفعالة في تحقيق الاستدامة المالية، وذلك من خلال قدرة تلك الآليات على تحويل الثروة المالية الناضبة أو ما يعرف بالفوائض المالية النفطية إلى ثروة مالية دائمة؛ ألا وهي ما يعرف بصناديق الثروة السيادية، هذا بالإضافة إلى الاهتمام الذي حظيت به هذه الظاهرة على المستوى الدولي فصناديق الثروة السيادية أصبحت بالغة الأهمية خاصة في الدول النامية التي أصبحت مجبرة على إعادة النظر في الاستراتيجيات المتبعة حالياً واعتماد استراتيجيات جديدة ومعاصرة وذلك من خلال الاستعانة بالتجارب الدولية الرائدة على غرار تجربة النرويج.

**رابعاً) أهداف الدراسة:** جاءت هذه الدراسة الى الاحاطة بكافة الجوانب النظرية المتعلقة بصناديق الثروة السيادية، وكذلك مفهوم الاستدامة المالية باعتبارهما جوهر الدراسة، كما نطمح أيضاً إلى الحكم على مدى مساهمة صندوق ضبط الإيرادات الجزائري في تحقيق الاستدامة المالية ومقارنته بأهم التجارب الرائدة على المستوى الدولي المتمثلة في تجربة النرويج، وفي الأخير تسليط الضوء على التجربة النرويجية في مجال إدارة الفوائض المالية النفطية بغية الاستفادة منها، وبالتالي الخروج بتفسيرات ونتائج وكذلك اقتراحات التي قد تكون عوناً لصانعي السياسات والقرارات.

**خامساً) منهج الدراسة:** تم الاعتماد في هذه الدراسة على كل من **المنهج التاريخي** من خلال تتبع تطور صناديق الثروة السيادية، و**المنهج الوصفي** فقد تم اعتماده للإحاطة بكافة الجوانب النظرية للدراسة وذلك من خلال تسليط الضوء على المفاهيم المتعلقة بصناديق الثروة السيادية والاستدامة المالية، أما **المنهج التحليلي** فتم اعتماده لتحليل المعطيات التي تم جمعها من المصادر المتمثلة في التقارير السنوية والمواقع الالكترونية الرسمية لبعض المؤسسات البحثية التي تهتم بدراسة ظاهرة صناديق الثروة السيادية .

## المقدمة العامة

سادسا) **دوافع اختيار الموضوع:** تنقسم دوافع اختيار الموضوع الى دوافع موضوعية وأخرى ذاتية :

✓ **الدوافع الذاتية:** تتمثل الدوافع الذاتية في النقاط التالية:

- الموضوع يندرج ضمن مواضيع التخصص المدروس والموسوم بـ: "مالية المؤسسة" وكذلك الميول الشخصي لدراسة مثل هذه المواضيع المتعلقة بمالية الدولة؛
- إثراء المكتبة الجامعية بمرجع قد يكون عوناً للطلبة في إعداد بحوثهم ومذكراتهم.

✓ **الدوافع الموضوعية:** تتمثل الدوافع الموضوعية في ما يلي:

- علاقة الموضوع بالوضع الاقتصادي الراهن لبلدنا، إذ يعتبر الاقتصاد الجزائري اقتصاد ريعيا يعتمد على عوائد النفط بالدرجة الأولى، لذا فإن تطور الاقتصاد الوطني مرتبط بالاستثمار خارج قطاع النفط؛

- تم اختيار الموضوع من أجل التأكيد على ضرورة وأهمية الاستثمار من خلال صناديق الثروة السيادية خاصة بعد نجاح العديد من التجارب الدولية، والتي سنحاول تسليط الضوء عليها والوقوف على نقاط القوة والضعف فيها وتبيان أوجه الاستفادة منها.

**سابعا) هيكل الدراسة:** يتكون هيكل الدراسة من فصلين إثنين، ومقدمة عامة وخاتمة ، الفصل الأول والموسوم بـ: **الإطار النظري لصناديق الثروة السيادية والاستدامة المالية**، حيث تطرقنا في المبحث الأول من هذا الفصل إلى ماهية صناديق الثروة السيادية حيث تناولنا فيه مفهوم صناديق الثروة السيادية وكذلك تم التطرق إلى تصنيفات صناديق الثروة السيادية ودوافع إنشائها ومن ثم التطرق إلى أهداف إنشاء صناديق الثروة السيادية، أما في المبحث الثاني فتطرقنا إلى ماهية الاستدامة المالية من خلال إعطاء مفهوم وتعريف لها وكذا مؤشراتهما أما في المبحث الأخير من هذا الفصل فتطرقنا إلى بعض الدراسات السابقة عن هذا الموضوع.

أما في الفصل الثاني من هذه الدراسة والموسوم بـ: **مدى مساهمة صندوق ضبط الإيرادات في تحقيق الاستدامة المالية**، حيث تطرقنا في المبحث الأول إلى عرض صندوق ضبط الإيرادات من خلال مفهومه وتطوره، أما في المبحث الثاني فتطرقنا إلى التجربة النرويجية في مجال صناديق الثروة السيادية، أما في المبحث الأخير من هذا الفصل فتطرقنا إلى أفاق تحويل صندوق ضبط الإيرادات لصندوق ثروة سيادي في ظل سعيها لتحقيق الاستدامة المالية.



## الفصل الأول:

الاطار النظري لصناديق الثروة

السيادية والاستدامة المالية

### تمهيد

صناديق الثروة السيادية (sovereign wealth funds) ليست بالجديدة إنما تعود نشأتها إلى الخمسينات من القرن الماضي، إذ أنشأت الكويت أول صندوق سيادي عام 1953، ولقد تزايد عدد الصناديق بشكل غير مسبوق في العقد الماضي من القرن الواحد والعشرون، إذ باتت تعتبر إحدى أهم آليات إدارة الفوائض المالية وخاصة النفطية منها، كون أن النفط من بين الموارد غير المتجددة، وبالتالي فالدول المنشأة لهذه الصناديق تسعى لتحقيق جملة من الأهداف أهمها الحفاظ إلى جزء من هذه الثروة للأجيال القادمة.

لقد لعبت صناديق الثروة السيادية دوراً كبيراً في التخفيف من حدة الأزمات، وذلك لضخها إستثمارات تساهم في دعم التوازنات والقيام بمشاريع تهتم بالبنية الأساسية، كما ساهمت صناديق الثروة السيادية في إستقرار الأسواق المالية المحلية التي بدأت تتأثر بالتراجع الأقتصادي وتذبذب أسعار النفط.

وعليه سنتطرق في هذا الفصل إلى:

- **المبحث الأول:** ماهية صناديق الثروة السيادية؛
- **المبحث الثاني:** ماهية الإستدامة المالية؛
- **المبحث الثالث:** الدراسات السابقة.

### المبحث الأول: ماهية صناديق الثروة السيادية

لقد برزت آلية جديدة في الساحة الدولية الاقتصادية سميت بصناديق الثروة السيادية وأعتمدتها معظم الدول النفطية والغير نفطية والتي تتكون لديها فوائض مالية كآلية لإدارة هذه الفوائض وبالتالي محاولة ضمان ديمومة تلك الفوائض المالية من خلال استثمارها في الاسواق المالية الدولية، تميزت هذه الصناديق بقدرات عالية للتمويل مكنتها من تمويل اقتصاديات الدول النفطية.

### المطلب الأول: مفهوم صناديق الثروة السيادية.

ستطرق في هذا المطلب إلى مفهوم صناديق الثروة السيادية، وذلك من خلال إعطاء أبرز التعاريف لها، وكذلك إبراز نشأتها وتطورها، بالإضافة إلى المميزات التي تتمتع بها.

### الفرع الأول: تعريف صناديق الثروة السيادية.

تعددت التعاريف بخصوص صناديق الثروة السيادية (SWF) وذلك راجع لإهتمام العديد من لباحثين والمنظمات الدولية بهذه الظاهرة ولعل أهم هذه التعاريف نجد:

### أولاً: عرفتها مجموعة العمل الدولية (IWG)\*:

"على أنها عبارة عن صناديق استثمار ذات غرض خاص تملكها الحكومة العامة، وتنشئ الحكومة العامة صناديق الثروة السيادية لأغراض إقتصادية كلية وهي تحتفظ بالأصول أو تتولى توظيفها أو إدارتها لتحقيق أهداف مالية مستخدمة في ذلك إستراتيجيات إستثمارية تتضمن الإستثمار في الأصول المالية الأجنبية وتتسم صناديق الثروة السيادية بتنوع هياكلها المنظمة للجوانب القانونية والمؤسسة ممارسات الحكومة وهي مجموعة متغايرة الخصائص، فمنها صناديق إستقرار المالية العامة وصناديق المدخرات ومؤسسات إستثمار الإحتياطيات وصناديق التنمية، وصناديق الإحتياطيات غير مقترنة بالإلتزامات التقاعدية الصريحة".<sup>1</sup>

### ثانياً: يعرف صندوق النقد الدولي صناديق الثروة السيادية على أنها:<sup>2</sup>

تعرف صناديق على أنها: "صناديق أو ترتيبات عامة ذات أغراض محددة، مملوكة للحكومة وتحت سيطرتها، مهمتها الاحتفاظ ب/ وإدارة الأصول لأهداف إقتصادية كلية متوسطة وطويلة المدى، وتلك الصناديق يتم بناؤها من عمليات الصرف الأجنبي، أو عوائد عمليات التخصيص، أو فوائض المالية

\* مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية، تأسست سنة 2008، وتضم كل من: أستراليا، أذربيجان، كندا، الشيلي، بوتسوانا، الصين، غينيا الاستوائية، إيران، كوريا الجنوبية، البحرين، أيرلندا، النرويج، الكويت، ليبيا، المكسيك، نيوزيلندا، قطر، روسيا، سنغافورة، الامارات العربية، الولايات المتحدة الأمريكية، ترينيداد وتوباغو، تيمور الشرقية.

<sup>1</sup> حمد السويدي، هايم كاروانا، المبادئ والممارسات المتعارف عليها، مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية، صندوق النقد الدولي، أكتوبر 2008، ص: 3.

<sup>2</sup> عبد المجيد قدي، الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة، مداخلة في مؤتمر " الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي"، جامعة الجنان - طرابلس - لبنان، أيام 13-14 مارس 2009، ص: 1.

## الفصل الاول : الاطار النظري لصناديق الثروة السيادية والإستدامة المالية

العامه، و/أو عوائد صادرات السلع. وتطبق تلك الصناديق استراتيجيات استثمار تشمل على استثمارات في أصول مالية أجنبية".

كما يمكن تعريفها أيضا على أنها: آلية أو أداة ينشئها بلد لديه فائض مالي محقق نتيجة فائض الميزان التجاري، أو بسبب ارتفاع الإيرادات العامة للدولة بهدف ادخار أو استثمار هذا الفائض داخليا أو خارجيا في الأسواق المالية العالمية أو البنوك والمؤسسات المالية الدولية".<sup>1</sup>

**ثالثا: معهد صناديق الثروة السيادية:** يعرفها على أنها: "صندوق إستثمار مملوك للدولة أو كيان تنشأ من فوائض ميزان المدفوعات، عمليات الصرف لعملات الأجنبية الرئيسية، عائدات الخوصصة، تحويلات مدفوعات حكومية أو الفوائض المالية ويستثنى من تعريف صناديق الثروة السيادية صناديق التقاعد الحكومية والشركات الإقتصادية المملوكة للدولة وإحتياطات الصرف المدارة من طرف السلطات النقدية المستعملة لتحقيق الأهداف السيادية النقدية".<sup>2</sup>

وبالرغم من تعدد التعاريف حول صناديق الثروة السيادية إلا أنها تتفق كلها في نقاط معينة كمصدر أصول الصناديق وملكية الصناديق التي تكون للدولة، وكذلك الغرض من إنشاء هذه الصناديق وعليه يمكن إستنتاج تعريف شامل لصناديق الثروة السيادية على أنها : صناديق تنشئها الدول النفطية والغير النفطية الي تتوفر لديها فوائض مالية بهدف إدخار واستثمار تلك الفوائض في الاسواق المالية الدولية وبالتالي الحفاظ على تلك الفوائض من التآكل والاستنزاف.

### الفرع الثاني: نشأة صناديق الثروة السيادية:

صناديق الثروة السيادية ظاهرة ليست بالجديدة، بل ترجع نشأتها إلى عقد الخمسينات من القرن الماضي حيث أنشأت الكويت أول صندوق ثروة سيادي سنة 1953 والذي سمي "الهيئة العامة للإستثمار الكويتي" والمعروف بـ "Kuwait Investement Authority"، ثم تبعتها الولايات المتحدة الأمريكية والكيباريتي<sup>3</sup>، وفي السبعينات من القرن نفسه أنشأت العديد من الدول صناديق للثروة السيادية على غرار سنغافورة، الإمارات العربية المتحدة، كندا... الخ وفي الثمانينات والتسعينات من القرن نفسه أنشأت كل من عمان وسنغافورة، وبروناي والإمارات العربية المتحدة، والتشيلي ومملكة النرويج وماليزيا والصين وإيران صناديق ثروة سيادية، وفي سنة 2000 كل من الصين والجزائر وكازاخستان وإيرلندا سنة 2001 والإمارات العربية المتحدة سنة 2002، نيوزيلاندا سنة 2004 وكوريا الجنوبية سنة 2005، وفي سنة

<sup>1</sup> نيبيل بوفليخ، دور صناديق الثروة السيادية في معالجة الأزمة المالية والاقتصادية العالمية، العددان 48-49، خريف 2009- شتاء 2010، ص:99.

<sup>2</sup> Sovereign Wealth funds institute, on web site : "www.swfinstitute.org" in 22/03/2017 at 10:40.

<sup>3</sup> رمضان بطوي، قراءة في دور صناديق الثروة السيادية ومساهماتها في تحقيق التنمية المستدامة-مبادلة للتنمية نموذجاً- مداخلة في الملتقى الدولي الأول حول "البدائل التنموية في الإقتصاديات العربية وترشيد إستغلال الموارد في ظل التغيرات الإقليمية والدولية"، جامعة الجلفة - الجزائر - يومي 22/21 نوفمبر 2012، ص :2.

## الفصل الاول : الاطار النظري لصناديق الثروة السيادية والإستدامة المالية

2006 كل من الإمارات العربية المتحدة ومملكة البحرين والتشيلي وليبيا، الصين سنة 2007، وكل من المملكة العربية السعودية والبرازيل سنتي 2008 و2009 على التوالي<sup>1</sup>.

وفي سنة 2011 أنشأت كل من إيران، روسيا، إيطاليا، الولايات المتحدة (شمال داكوتا)، غانا، منغوليا، بابوا (غينيا الجديدة) صناديق ثروة سيادية، وفي سنة 2012 كل من كازاخستان ونيجيريا، أنغولا، بنما، بوليفيا، السنغال وأستراليا، وفي سنة 2014 كل من الولايات المتحدة (غرب فرجينيا) والمكسيك.<sup>2</sup>

### الجدول رقم (1-1): أكبر عشرة صناديق سيادية في العالم (أفريل 2017)

الدولة	إسم الصندوق السيادي	الأصول (مليار دولار أمريكي)	سنة الإنشاء	مصدر أصول الصندوق
النرويج	صندوق المعاشات الحكومي العالمي	922.11	1990	نفط
الإمارات العربية (أبو ظبي)	هيئة الإستثمار لأبو ظبي	828	1976	نفط
الصين	شركة الاستثمار الصينية	813.8	2007	غير نفطي
الكويت	هيئة الاستثمار الكويتية	592	1953	نفط
المملكة العربية السعودية	الشركة القابضة الخارجية "sama"	514	1952	نفط
الصين (هونغ كونغ)	هيئة الإستثمار هونغ كونغ	456.6	1993	غير نفطي
الصين	شركة الاستثمار SAFE	441	1997	غير نفطي
سنغافورة	شركة الاستثمار الحكومي لسنغافورة	350	1981	غير نفطي
قطر	هيئة الإستثمار لقطر	335	2005	نفط وغاز
الصين	صندوق الأمن الإجتماعي الوطني	295	2000	غير نفطي

Source: Sovereign wealth funds institute. On web site. "www.swfinstitute.org", Avril 2017.

يوضح لنا الجدول رقم (1-1) أن مملكة النرويج تملك أكبر صندوق ثروة سيادية في العالم من حيث حجم أصوله التي تقدر بـ 922.11 مليار دولار أمريكي، وكذلك يبين لنا أن هناك صناديق ثروة سيادية تم إنشائها على التوالي عامي 1952 و1953 في كل من المملكة العربية السعودية والكويت بمت قيمته 514 و592 علاا التوالي وبالتالي حسب هذه المعطيات الجديدة تصبح النرويج أول صندوق سيادي ضف الى ذلك وجود صناديق التقاعد، كما نلاحظ أيضا أن أغلبية الصناديق هي صناديق سيادية نفطية وكذلك من موارد طبيعية أخرى كالمعادن والنحاس والألماس، ضف إلى ذلك تزايد عددها بشكل غير مسبوق في العقد الماضي من القرن الحالي.

<sup>1</sup> سليمان فرحات زواري، دور صناديق الثروة السيادية في ظل الأزمة المالية العالمية الراهنة (دراسة مقارنة لحالة الجزائر والنرويج)، مذكرة ماجستير، جامعة الجزائر-3 الجزائر 2011/2012، ص: 8.

<sup>2</sup> sovereign wealth funds institute, on web site : [www.swfinstitute.org](http://www.swfinstitute.org), op-cit.

## الفصل الاول : الاطار النظري لصناديق الثروة السيادية والإستدامة المالية

### الفرع الثالث: تأسيس صناديق الثروة السيادية ودورها

صناديق الثروة السيادية ليست بالجديدة على الساحة المالية العالمية حتى وإن عرفت نموًا سريعًا في القرن العشرين وبداية القرن الواحد والعشرون، بل يعود تاريخ بعضها إلى عام 1953، وتعتبر دولة الكويت هي المؤسس لأول صندوق سيادي في العالم في هذا العام (1953)، ليتوالى إثر ذلك في السبعينات وما بعدها ظهور صناديق أخرى في سنغافورة والإمارات العربية المتحدة وغيرها من الدول، وقد نشطت مؤخرًا حيث إستحوذت تلك الصناديق ضمن القطاع المالي وحده على حصص في مؤسسات عملاقة مثل سيتي غروب.

وقد لعبت هذه الصناديق دورًا كبيرًا في التخفيف من حدة الأزمات الإقتصادية وإنعكساتها على بلدانها، وذلك لضخها إستثمارات تساهم في دعم الموازنات، والقيام بمشاريع تهتم بالبنية الأساسية، ومنع الأسواق المحلية المالية من الإنهيار بتعويضها عليهم الأستثمارات المالية المهاجرة للبلدان الأخرى بسبب تلك الأزمات وذلك عبر ضخها الإستثمارات في صناديق البلدان المتأثرة بالأزمات المالية بشكل مباشر وكذلك شرعت في تقليص الإنفاق الخارجي منذ 2008-2009 كي تساهم في إستقرار الأسواق المالية المحلية التي بدأت تتأثر بالتراجع الأقتصادي وإنخفاض أسعار السلع الأولية.<sup>1</sup>

والجدول الموالي يوضح لنا الفرق بين صناديق الثروة السيادية وبعض الهيئات العمومية الأخرى:

#### الجدول رقم (1-2): الفرق بين صناديق الثروة السيادية وبعض الهيئات العمومية الأخرى

المؤشرات	صندوق الثروة السيادي	الشركات الإقتصادية العمومية	صناديق التقاعد العمومية
الملكية	للحكومة	مبدئيًا للحكومة	للمتقاعدين المشتركين في الصندوق
الهدف الرئيسي	متنوع	متنوع	العمل على تحقيق أرباح
الموارد	صادرات السلع والمواد الأولية	حكومية/أرباح الشركات	مساهمات المتقاعدين
الرقابة الحكومية	قوية	مهمة	ضعيفة
درجة الإفصاح	متفاوتة	متفاوتة	مرتفعة "وجود شفافية"
درجة تنوع الإستثمار	مرتفعة	مستقرة	مستقرة

المصدر: نبيل بوفليج، دور صناديق الثروة السيادية في تمويل إقتصاديات الدول النفطية الواقع والآفاق مع الإشارة إلى الجزائر، رسالة دكتوراه، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2010/2011، ص: 91.

<sup>1</sup> نشرة توعوية يصدرها معهد الدراسات المصرفية، دولة الكويت، السلسلة السادسة، العدد 5، ديسمبر 2015، ص: 2.

نلاحظ من الجدول (1-2) أعلاه، أن ملكية صناديق الثروة السيادية تكون للدولة، وتختلف عن غيرها من الهيئات الأخرى التابعة للدولة من حيث مصدر الموارد الذي يكون عادة من عوائد الموارد الطبيعية النفطية وغير النفطية، كما نلاحظ أيضا أن صناديق الثروة السيادية تتطلب رقابة حكومية ودرجة إفصاح كبيرين للحفاظ على الثروة المالية المودعة فيها، كما يجب أيضا التنوع في الإستثمارات لتفادي خطر تركيز الإستثمار في قطاع واحد أو سوق مالية واحدة أو منطقة جغرافية واحدة.

### المطلب الثاني: تصنيفات صناديق الثروة السيادية ودوافع إنشائها

هناك أنواع مختلفة لصناديق الثروة السيادية بالإضافة إلى وجود مجموعة من الدوافع وراء رغبة الدول في إنشائها وسنتطرق في هذا المطلب إلى أهم تصنيفات صناديق الثروة السيادية وكذلك إلى دوافع إنشائها.

#### الفرع الأول: تصنيفات صناديق الثروة السيادية: تصنف صناديق الثروة السيادية إلى:

أولاً: من حيث مصادر دخل الصندوق:<sup>1</sup> تصنف صناديق الثروة السيادية حسب مصدر الدخل إلى:

- صناديق ممولة عن طريق عوائد المواد الأولية: هي صناديق تكونها الدول المصدرة للمواد الأولية وأساسا النفطية، ذلك أنه يطرح أمام هذه الدول إشكالية وتيرة إستغلال هذه المواد التي يتسم معظمها بقابلية النضوب، وما إذا كان من الواجب إبقاء جزء منها في مكانها كحق الأجيال القادمة، ولقد وجدت هذه الدول في فكرة الصناديق حلا للمحافظة على نصيب الأجيال القادمة في هذه الثروات بحيث يتم إحلال المارد الطبيعية بشكل آخر من الأصول.
- الصناديق الممولة بفوائض المدفوعات الجارية: ذلك أن الحجم الإجمالي العالمي من إحتياجات العملات الأجنبية للبنوك المركزية الذي مافتئ يتعاضد بحيث تجاوز الـ 7 تريليون دولار سنة 2008 ولقد تزايد حجمها سنة 2007 لوحده بـ 7 تريليون دولار، وتملك الدول النامية 5/4 هذا المبلغ، ولقد إستطاعت العديد من الدول غير النفطية تحقيق فوائض مالية هامة خاصة في أمريكا اللاتينية بفضل تنافسيتها التصديرية على مستوى الأسواق العالمية بما يفيض عن إحتياجات الإستثمار المحلي، مما دفعها إلى تحويل جزء من هذه الفوائض إلى صناديق سيادية، بعد أن وازنت بين الإحتفاظ بها كإحتياطات نقدية أو إستثمارها بما يحقق عوائد.
- الصناديق الممولة بعوائد الخصوصية: دخلت الكثير من الدول في برامج واسعة لخصوصية القطاع العمومي أدت إلى حصولها على عوائد مالية ضخمة ففي فرنسا بلغت عوائد برنامج الخصوصية 24 مليار دولار، وفي الجزائر 16 مليار دولار خلال أربع سنوات حتى سنة 2008، تتباين إستعمالات

<sup>1</sup> عبد المجيد قدي، مرجع سابق، ص: 22.

## الفصل الاول : الاطار النظري لصناديق الثروة السيادية والإستدامة المالية

الدول لهذه العوائد من يوجهها مباشرة لتمويل الميزانية العمومية وفي بعض الأحيان لتمويل البرامج إعادة هيكلة الإقتصاد تسديد المديونية، ونظرا لضخامة هذه العوائد وتخوفا من أن تقود إلى توسيع كبير في الإنفاق العمومي يكون أكبر من الطاقة الإستيعابية للإقتصاد، وعليه يتم تحويل كل أو جزء من هذه الفوائد إلى صناديق ثروة سيادية.

- الصناديق الممولة بفائض الميزانية: تلجأ بعض الحكومات مباشرة لما تحقق فائض في الميزانية العامة للدولة إلى تحويل هذا الفائض لإستثماره في الأصول المالية قصد تحقيق عوائد من جهة ولتوجيه لمعطيات الإقتصادية من جهة ثانية، ولما يلاحظ توالي تحقيق هذه الفوائض وإرتفاع مستواها يتم اللجوء إلى تكوين صناديق الثروة السيادية قصد إستثمارها وتمييتها بشكل أفضل:

ثانيا: من حيث مجال عمل الصندوق: تنقسم إلى: <sup>1</sup>

- صناديق سيادية محلية: ويتركز نشاطها داخل البلد كصندوق ضبط الموارد الجزائري وصندوق الإستقرار الروسي.
- صناديق سيادية دولية: ويمتد نشاطها خارج البلد، مثل هيئة أبو ظبي للإستثمار وصندوق المعاشات الحكومي النرويجي.

ثالثا: من حيث وظيفته الصندوق: تنقسم إلى: <sup>2</sup>

- صناديق إدخار: ويطلق عليها تسمية صناديق الميراث أو الأجيال القادمة أي إدخار جزء من الفوائض المالية التي يحققها المورد الطبيعي الذي يتمتع بقابلية النضوب لما يأتي من الأجيال حتى يتمتعوا بمستوى معيشة لا يقل عن الذي تتمتع به الأجيال الحالية.
- صناديق إستثمار: يقوم بتوظيف أصولها في الأسواق المالية العالمية مهما كانت أداة الإستثمار المستخدمة كالعقارات، الأوراق المالية، الذهب والعملات الأجنبية وغيرها.

رابعا: من حيث درجة الإستقلالية: ينقسم إلى: <sup>3</sup>

- صناديق سيادية حكومية: تكون تابعة للحكومة، ولا تتمتع بإستقلالية القرار ولا تخضع للرقابة والمسائلة مثل صندوق ضبط الموارد الجزائري.

<sup>1</sup> نيبيل بوفليخ، دور صناديق الثروة السيادية في معالجة الأزمة المالية والإقتصاد العالمي، مرجع سابق، ص: 99.

<sup>2</sup> سليمان زواري فرحات، دور صناديق الثروة السيادية في ظل الأزمة المالية العالمية الراهنة، (دراسة مقارنة لحالة الجزائر والنرويج)، مرجع سابق، ص: 24.

<sup>3</sup> نيبيل بوفليخ، دور صناديق الثروة السيادية في معالجة الأزمة المالية والإقتصاد العالمي، مرجع سابق، ص: 100.

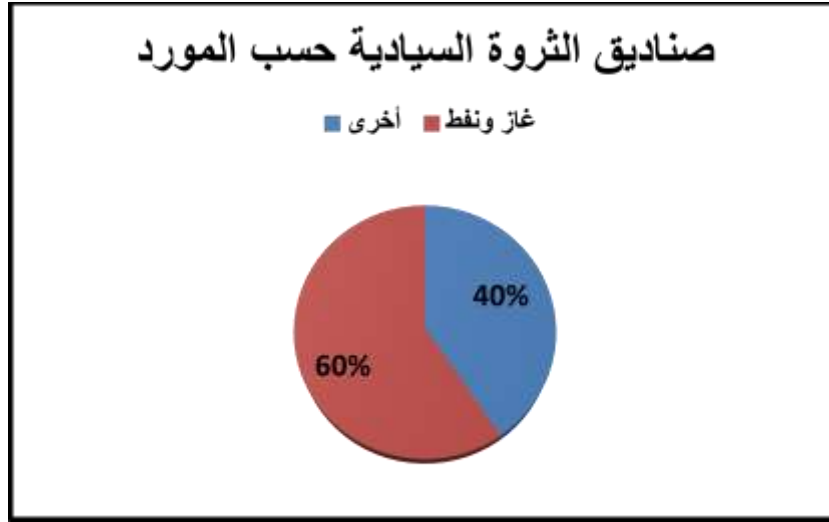


## الفصل الاول : الاطار النظري لصناديق الثروة السيادية والإستدامة المالية

2- صناديق سيادية مستقلة نسبيا: تتمتع بالإستقلالية النسبية عن الحكومة إذ تديرها الحكومة بالإضافة إلى البنك المركزي، كما أنها تخضع للرقابة والمساءلة من السلطة التشريعية والرأي العام مثل صندوق المعاشات الحكومي الترويجي.

خامسا: تصنيفات أخرى: هناك من يصنف صناديق الثروة السيادية عن طريق المورد (صناديق سيادية نفطية أو غير نفطية) كما مبين في الشكل

الشكل رقم (1-1):صناديق الثروة السيادية حسب المورد

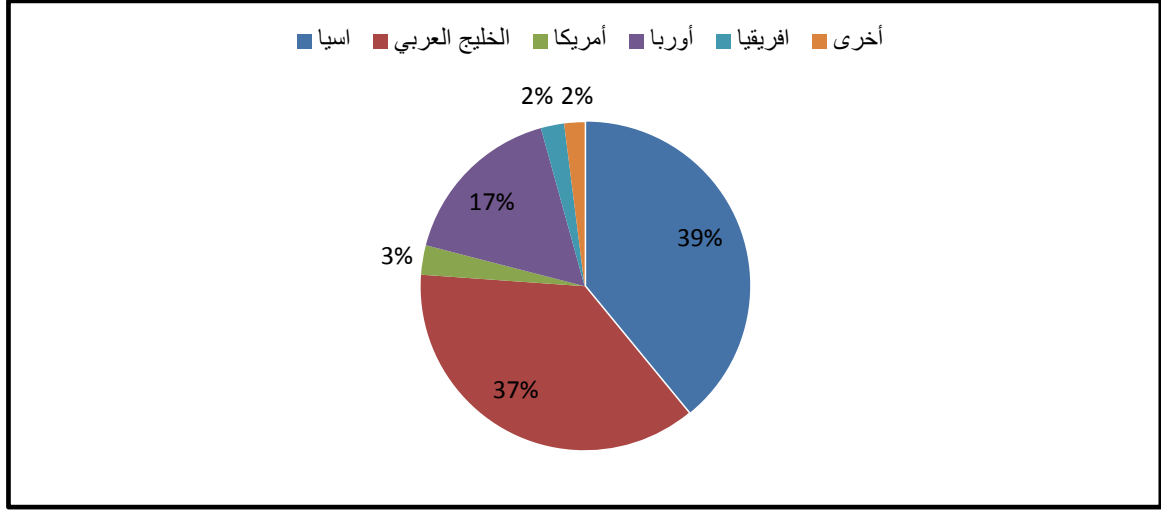


المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على معطيات معهد صناديق الثروة السيادية لشهر أفريل 2017

نلاحظ من الشكل رقم (1-1) أن صناديق الثروة السيادية التي مصدرها النفط نسبتها أكبر من صناديق الثروة السيادية التي مصدرها موارد أخرى غير نفطية.

أما في ما يخص التصنيف الثاني فهو يصنف صناديق الثروة السيادية حسب المناطق الجغرافية وهذا ما سنبينه في الشكل الموالي، ويقصد بتصنيف صناديق الثروة السيادية حسب المناطق أن نقوم بتصنيف هذه الصناديق حسب أماكن وجودها جغرافيا أو بحسب الدول المنشأة لها.

### الشكل رقم (1-2): تصنيف صناديق الثروة السيادية حسب المناطق الجغرافية



**المصدر:** من اعداد الطالبين بالاعتماد على معطيات معهد صناديق الثروة السيادية لشهر أبريل 2017

نلاحظ من الشكل الثاني (1-2) أن معظم صناديق الثروة السيادية والتي تحتل 76% من إجمالي صناديق الثروة السيادية في العالم من قارة آسيا (الخليج العربي وباقي دول آسيا)، أما أوروبا فتحوز على نسبة 17% من إجمالي الصناديق، أما الباقي فيتنوع بين كل من قارة أمريكا وإفريقيا ومناطق أخرى.

### الفرع الثاني: دوافع إنشاء صناديق الثروة السيادية.

تنشأ الدول صناديق الثروة السيادية لدوافع معينة يمكن إجمالها فيمايلي:

أولاً: دوافع رئيسية: وتتمثل:<sup>1</sup>

- النضوب الطبيعي لمورد والحاجة إلى بناء أصول أخرى تدر دخلا للأجيال القادمة وتعوض نضوب الأصل الحالي وإستغلال إيراداته من قبل الجيل الحالي، أي تحقيق العدالة بين الأجيال intergenerational equity ونضوب الأصل قد يكون نضوبا طبيعيا أو إنحسار دوره بسبب الطاقات البديلة وتحسبا لهذا تنشأ الدول صناديق الثروة السيادية.
- أما الدافع الثاني فيتعلق بالطاقة الإستيعابية للإقتصاد الوطني وإمكانية تنويع قاعدته الإنتاجية، وهذه تعتمد على حجم الإحتياطي والإنتاج وبالتالي عائدات الفرد، وكذلك حجم الإقتصاد مقارنة بتلك العائدات وعوامل أخرى متعلقة بالإمكانات الحالية والممكنة لذلك الإقتصاد، فمثلا الدول ذات الطاقة الإستيعابية المحدودة يكون لديها حافز لإنشاء صناديق سيادية إدارية، والدول ذات الطاقة السيادية الكبيرة يكون لديها حافزا لإنشاء صناديق سيادية إستثمارية، إلا أن هذه الحوافز قد تتغير مع مرور الزمن فالطاقة الإستيعابية للإقتصاد تتميز بالديناميكية.

<sup>1</sup> ماجد عبد الله المنيف، صناديق الثروة السيادية ودورها في إدارة الفوائض النفطية، مداخلة في ملتقى الطاقة العربي، بيروت، سبتمبر 2009، ص: 10-11.

## الفصل الاول : الاطار النظري لصناديق الثروة السيادية والإستدامة المالية

**ثانيا: دوافع أخرى:** إلى جانب الدوافع الرئيسية لإنشاء صناديق الثروة السيادية هناك دوافع أخرى تتمثل في:<sup>1</sup>

- إن الإنعكاسات السلبية للتدفقات المالية الناتجة عن الموارد الطبيعية كالمرض الهولندي على إقتصاديات الدول المالكة لهذه الموارد، يحتم عليها إنشاء صناديق ثروة سيادية للإدخار أو الإستثمار الفوائض المالية لتنمية القطاعات الإقتصادية الأخرى كالقطاع الصناعي قصد تجنب تداعيات هذا المرض.
- إن ما تتعرض له إحتياطات الصرف الأجنبي من مخاطر ناجمة عن معدلات سعر الفائدة وأسعار الصرف يحتم على الدول تنويع مجالات إستثمار هذه الإحتياطات، وهذا ما تحققه صناديق الثروة السيادية من خلال الإستثمار في أصول مالية متنوعة بغرض التقليل من المخاطر.
- إن الإستثمارات المباشرة وغير المباشرة لصناديق الثروة السيادية في الدول المتطورة والمتقدمة تساهم في توسيع حجم المبادلات الإقتصادية الذي يؤدي بدوره إلى نقل التكنولوجيا إلى الدول المالكة لهذه الصناديق

### الفرع الثالث: مميزات صناديق الثروة السيادية

تتميز صناديق الثروة السيادية عن غيرها من الهيئات العمومية الأخرى ب:<sup>2</sup>

- تتميز عن البنوك المركزية من حيث أهدافها، فهي تسعى إلى الإستثمار وليس إلى إدارة السياسية النقدية وسياسة الصرف، ويغلب على محفظة أصولها الإستثمار في الأسهم في حين أن البنوك المركزية ولكونها ملزمة بالإحتفاظ بمستوى معين من السيولة الموجهة للتغيرات في أسعار الصرف تستثمر أساسا في السندات، وفي بعض الدول توكل مهمة إدارة صناديق الثروة السيادية إلى أقسام في البنوك المركزية لصالح وزارة المالية كالصين ومملكة النرويج.
- تتميز عن صندوق المعاشات العمومية لكون موارد هذه الأخيرة تأتي أساسا من الإشتراكات من جهة وتهدف إلى تحويل معاشات الأجيال القادمة من جهة أخرى.
- تتميز عن المؤسسات العمومية، حيث تأخذ المؤسسات العمومية شكل الشركات التجارية وتخضع بموجب ذلك للقانون التجاري، أما صناديق الثروة السيادية هي عبارة عن صناديق إستثمار ووظيفة الشركات الأساسية هي إنتاج السلع والخدمات في حين أن الوظيفة الأساسية للصناديق السيادية هي إستثمار الأصول المالية

<sup>1</sup> نبيل بوفليح، دور صناديق الثروة السيادية في تمويل الإقتصاديات الدول النفطية الواقع والآفاق مع الإشارة إلى حالة الجزائر، مرجع سابق، ص: 90.

<sup>2</sup> عبد المجيد قدي، مرجع سابق، ص: 1.

### المطلب الثالث: أهداف إنشاء صناديق الثروة السيادية

سننظر في هذا المطلب الى التعريف بالأهداف المختلفة من وراء انشاء صناديق الثروة السيادية:

#### الفرع الأول: أهداف إنشاء صناديق الثروة السيادية

تسعى الدول من خلال إنشاء صناديق الثروة السيادية إلى تحقيق جملة من الأهداف تتمثل في:<sup>1</sup>

**أولاً: دخل لتحتي الإستقرار:** تنشأ صناديق الثروة السيادية من أجل إمتصاص التقلبات التي تحصل في أسعار السلع الأساسية كالنفط والغاز والتي تتميز بعدم الإستقرار واللايقين في اسعارها، وبالتالي فالدول التي ترتبط إقتصادياتها بالنفط والغاز تكون عرضة لهذه التقلبات وما ينتج عنه من عجوزات في ميزانياتها العامة والتي غالباً ما يحتم عليها في بعض الأحيان تغيير سياسة الإنفاق عند حدوث هذه التقلبات، وبالتالي فالهدف الرئيسي من إنشاء بعض الصناديق السيادية هو تحقيق الإستقرار، أما مصدر تمويل تلك الصناديق فيكون من عائدات تلك السلع (نفط وغاز) والتي تتجاوز السعر المرجعي لها.

**ثانياً: مدخرات الأجيال:** يتمثل هذا الهدف في الحفاظ على جزء من العائدات والفوائض المالية التي توفرها الموارد الطبيعية لما يأتي من الأجيال، ولذلك من خلال تحويل أصول غير قابلة للتجديد إلى أصول مالية دائمة، وأغلب الصناديق السيادية ترمي إلى تحقيق هذا الهدف الذي يحقق ما يعرف بالعدالة بين الأجيال.

**ثالثاً: التنوع الإقتصادي:** تعاني الدول التي ترتبط إقتصاديتها بالموارد الطبيعية وخاصة غير متجددة منها من العديد من المشاكل، وماينتظرها من تحديث في المستقبل كنضوب المورد الطبيعي يحتم عليها استخدام الوفرة أو الفائض المالي التيتحققها حالياً من جراء هذه الموارد في تنمية وإعادة هيكلة القطاعات الأخرى غير النفطية كالتصنيع، وبالتالي فصناديق الثروة السيادية تمكن تلك الدول من تحقيق هذا الهدف من خلال مسارين أحدهما تنمية القطاعات الأخرى من جهة والإستثمار الخارجي لجزء من تلك الفوائض في أصول مالية متنوعة مراعاتاً لعاملي العائد والمخاطر.

**رابعاً: الأداء الأمثل:** تهدف صناديق الثروة السيادية لتعظيم عائدات الإحتياطيات الأجنبية، حيث أن إحتياطيات النقد الأجنبي تشتمل على جزء ضروري للسياسة النقدية وإدارة أسعار الصرف، حيث يتحكم البنك المركزي بالإحتياطيات الرسمية وتتم إدارتها بعناية فائقة على المدى القصير لتحقيق الهدف المزوج المتمثل في السلامة والسيولة، كما تستخدم جزء من الإحتياجات الأجنبية عن طريق وضعها في صناديق ثروة سيادية لإستثمارها في أصول ذات مخاطر عالية ومتنوعة وهذا الهدف تركز عليه صناديق الثروة السيادية غير النفطية أكثر من صناديق الثروة السيادية النفطية.

<sup>1</sup> سليمان فرحات زواري، صناديق السيادية الخليجية بين متطلبات الدول الملتقبة لإستثماراتها والبدائل الأخرى، مداخلة في المؤتمر السنوي الثالث، "دول مجلس التعاون الخليجي: السياسة والاقتصاد في ظل المتغيرات الإقليمية والدولية، المركز الري للأبحاث ودراسة السياسات بالدوحة - قطر - أيام من 6 إلى 8 ديسمبر 2014، ص ص: 5، 6.

## الفصل الاول : الاطار النظري لصناديق الثروة السيادية والإستدامة المالية

**خامسا: تمويل معاشات التقاعدية:** تهدف بعض صناديق الثروة السيادية لتمويل إلتزامات المعاشات التقاعدية، وكذلك لمواجهة العجزات التي قد تحصل في المستقبل لدفع المعاشات التقاعدية لشيخوخة الأشخاص نتيجة لتزايد النمو الديمغرافي والقدرة على تغطية متطلبات التمويل المتعلقة بها في المستقبل، وعندما تكون الظروف مواتية وخالية من العجزات يمكن إستثمار تلك الفوائض المالية لتحقيق عوائد التي ستستفيد منها عند الحاجة بسبب الشيخوخة.

وغالبا ما تجتمع هذه الأهداف مع بعضها البعض في صندوق واحد، أو تتغير بمرور الوقت حيث نجد أن هناك صناديق ثروة سيادية أنشئت في الأصل بهدف تحقيق الإستقرار لكن مع مرور الوقت أصبحت صناديق إيداع للأجيال القادمة أو هدفها التنويع الإقتصادي.

### الفرع الثاني: أهمية إنشاء صناديق الثروة السيادية<sup>1</sup>

يرى معظم الخبراء أن ظهور تلك الصناديق ودورها العالمي هو مؤشر إيجابي في عالم أسواق المال، وقد بلغت الصناديق السيادية أوجها وأهميتها بعد عزوف بنوك كبرى على العديد من الأقرض أو رفع الفائدة، مما جعل تلك الصناديق تزداد وتتوجه نحو الإستثمار في العقارات والطاقة والمؤسسات الصناعية الكبرى وكذلك في البنوك، بعد أن كانت فقط تركز إستثمارتها في مجالات أسواق المال والسندات، وبدأت في توفير مدخرات للأجيال القادمة وتنميتها، لتقلل من أثار الأزمات المالية على الإقتصاديات المحلية، و معالجة العجز في الموازنة العامة، وهي تساهم في زيادة التكامل الإقتصادي العالمي وزيادة المشاركة وربط المصالح .

تدل الصناديق السيادية عادة، أنها لا تشارك مباشرة في سياسات الإقتصاد الكلي، ولكن مع ثلاثة إستثناءات رئيسية، تتضمن الحالات التالية:

- التحويلات الى الميزانية لتلبية الإحتياجات الإستثنائية و المستهدفة .
- تراجع النقد المحول إلى البنك المركزي في حالة وجود حاجات إستثنائية لميزان المدفوعات أو السياسة النقدية .
- إستقرار الشركات أو الأعمال المحلية ذات الطبيعة الحيوية لمصلحة الأقتصاد

<sup>1</sup> نشرة توعوية يصدرها معهد الدراسات المصرفية لدولة الكويت، مرجع سبق ذكره ، ص: 3.

### المبحث الثاني: ماهية الإستدامة المالية

تتمثل مؤشرات الإستدامة المالية إنذارا مبررا للدولة، حيث تتيح لصانعي القرار في الدول قياس مدى ومدة السياسة المالية المتبعة، وقدرتها على الإستمرار في الأجل الطويل، والآثار المحتملة من إستمرارها، ومدى الإحتياج لهذه السياسة من عدمه، فإدراك الدولة المبكر لوجود مشكلات في سياستها المالية وحاجتها إلى إحداث تصحيحات قد يجنب الدولة الدخول في مشكلات إقتصادية متفاقمة، لذا فإننا في هذه الدراسة سنعتمد على عدد من المؤشرات التي يمكن قياسها وذلك للوقوف على مدى قوة السياسة المالية.

### المطلب الأول: مفهوم الإستدامة المالية للمدارس الفكرية المختلفة

سننظر في هذا المطلب إلى مفهوم الاستدامة المالية في مختلف المدارس الفكرية.

### الفرع الأول: الإستدامة المالية وفقا للفكر الكلاسيكي

عرف كل من "Timothy Geithner" و "Antonio Afonso" الاستدامة المالية على أنها:<sup>1</sup>

عرف Timothy Geithner الإستدامة المالية بأنها قدرة الكيان (الموازنة العامة، القطاع العام، القطاع الخاص) على الوفاء بالديون حال إستحقاقها وبتحقيق ذلك اذا كانت القيمة الحالية المخصصة للاندفاق الحالي والمستقبلي لا تزيد عن القيمة الحالية للدخل الحالي والمستقبلي، قد تكون الأصول السائلة والتمويل غير كافي للوفاء بالإلتزامات مستحقة الدفع الآن، أي أن الكيان غير قادر على الوفاء بالديون في الأجل القصير ولكن في الأجل الطويل يستطيع الوفاء بالدين ويسمى ذلك بالملاءة.

بينما يرى Antonio Afonso أن الإستدامة المالية تتحقق إذا كانت النفقات العامة والإيرادات العامة قادرتين على الإستمرار في المستقبل، فهو يفترض إستمرار السياسة المالية الحالية المتبعة في المستقبل، حيث أنه في تعريف الإستدامة المالية أقرب ما يعرف بقواعد الموازنة المرنة حيث يسمح للحكومة بتحقيق عجز مؤقت في الموازنة في حدود معينة في مقابل أنه يوجد إطار زمني يتم من خلاله العودة مرة أخرى لوضع التوازن في الموازنة.

<sup>1</sup> ممدوح بن سالم بن سعيد المرهون، التحديات المستقبلية للاعتماد على الإيرادات النفطية في تمويل الموازنة العامة للدولة وبدائلها المستقبلية، رسالة ماجستير، القاهرة، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، 2014، ص:30.

## الفصل الاول : الاطار النظري لصناديق الثروة السيادية والإستدامة المالية

### الفرع الثاني: مفهوم الإستدامة المالية في الفكر النيوكلاسيكي

إستخدم النيوكلاسيك نموذج التداخل بين الأجيال ونموذج التوازن العام للتواصل للمفهوم الإستدامة المالية، وقد فرق النيوكلاسيك بين الإستدامة المالية في الأجل القصير والطويل على النحو التالي:<sup>1</sup>

- الإستدامة المالية في الأجل القصير والتي تعني تحقيق التوازن المؤقت ويتحقق ذلك عندما تكون الإنتاجية الحدية للمجتمع قادر على سداد الدين، فهناك ترابط بين أجزاء الإقتصاد، فالمدخرات توجه إلى الإستثمارات المنتجة والتي تولد من الدخل ما يضيف إلى الحصيلة الضريبية التي تستخدم لسداد أي مديونية.
- الإستدامة المالية في الأجل الطويل، تبنى لتحقيق التوازن الدائم عندما يساوي الدين الإنتاجية الحدية لرأس المال يساوي معدل الإدخار.

### الفرع الثالث: مفهوم الإستدامة المالية في الفكر الكنزي

شكل الفكر الكينزي ثورة على الفكر الكلاسيكي، حيث نجح كينز في تحويل الأنظار إلى دور الحكومة في خلق الطلب الفعال، فإذا كان الإقتصاد عند مستوى أقل من مستوى التشغيل الكامل فتقوم الحكومة بزيادة الإنفاق الحكومي وتخفيض معدلات الضرائب على دخل الأفراد، يزيد التشغيل في القطاع الخاص مما يخفض من معدلات البطالة، ويسرع من معدلات نمو الناتج ويزيد الأرباح والضرائب وبالتالي سداد ذلك العجز.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> ممدوح بن سالم بن سعيد المرهون، مرجع سبق ذكره، ص:31.

<sup>2</sup> وحيد عبد الرحمن بانافع، عبد العزيز عبد المجيد علي، تقييم الاستدامة المالية في المملكة العربية السعودية، بحوث إقتصادية وعربية، العددان:74-75، ربيع- صيف 2016، ص: 187.

### المطلب الثاني: مؤشرات الإستدامة المالية

نتيجة الأزمات الإقتصادية التي أصابت كثير من الإقتصادات في الآونة الأخيرة منذ مطلع التسعينات، أصبح من المهم تحليل ودراسة قابلية القطاع المالي للتأثر بهذه الأزمات حيث أصبح لازماً أستخدم مؤشرات الإنذار المبكر، وذلك للتعرف على مدى صلابة الإقتصاد الوطني، ومدى إستدامة المالية العامة للدولة، خاصة للبلاد التي تعتمد في إيراداتها العامة على مورد ناصب كالنفط والغاز الطبيعي، مما قد يدفعها للسحب من الإحتياطي أو الإستدامة ولمعرفة مدى المتانة المالية للدول لذا فقد تم إستخدام العديد من المؤشرات والتي يمكن إجمالها على النحو التالي.

### الفرع الأول: المؤشرات البسيطة لقياس الإستدامة المالية

يمكن تلخيص المؤشرات البسيطة لقياس الإستدامة المالية في الجدولين التاليين ، وذلك النحو التالي:

الجدول رقم(1-3): تعريف المؤشرات البسيطة لقياس الإستدامة المالية.

المؤشر	التعريف به
رصيد الدين/ إيرادات الميزانية	يقيس هذا المؤشر مستوى المديونية بالنسبة إلى قدرة الحكمة على السداد.
خدمة الدين/ إيرادات الميزانية	يقيس هذا المؤشر قدرة الحكومة على تسديد خدمة الدين بواسطة المصادر المحلية
الفوائد/ الناتج المحلي الإجمالي	يدل هذا المؤشر على درجة ثقل عبء الفوائد للدولة، ومن الممكن تفسيره أيضا بإمكانيات متوفرة في الدولة لمجابهة النفقات غير المنتجة.
الفائدة/ دخل لموازنة	يقيس هذا المؤشر تكلفة الفوائد في إطار تحصيل الدخل في الدولة

المصدر: ممدوح بن سالم بن سعيد المرهون، "التحديات المستقبلية للإعتماد على الإيرادات لنفطية في تمويل الموازنة العامة للدولة وبدائلها المستقبلية، مذكرة ماجستير ، القاهرة، 2014.

لا يوجد توافق في الآراء بين المنظمات الدولية المختلفة فيما يتعلق بتجديد المستويات الدنيا لهذه المؤشرات، ويبين الجدول التالي المستويات الدنيا المقترحة من الدول النامية وذلك على النحو المبين أدناه.



## الفصل الاول : الاطار النظري لصناديق الثروة السيادية والإستدامة المالية

الجدول رقم (1-4): المستويات الدنيا للمؤشرات البسيطة لقياس الإستدامة المالية

صندوق النقد الدولي	مؤشر قابلية التأثير
25% - 35%	خدمة الدين / الدخل
200% - 300%	القيمة الحالية للدين / الدخل
7% - 10%	الفائدة / الدخل
25% - 30%	الدين / الناتج المحلي الإجمالي
90% - 150%	الدين / الدخل

المصدر: صندوق النقد الدولي، قسم الشؤون الخارجية لصندوق النقد الدولي المذكرة الفنية تحت عنوان: "مؤشرات قابلية التأثير Vulnerabilit Indicators ، 30 أبريل، 2003.

وهناك من يستدل على إستدامة مالية الدولة عن طريق تتبع أنماط الضرائب والإنفاق، فإذا كان هناك تدخلات كبيرة في أنماط الضرائب والإنفاق دل ذلك على وجود مشاكل في السياسة المالية للدولة.

### الفرع الثاني: المؤشرات اليقينية لقياس الإستدامة المالية

سنحاول التطرق في هذا الفرع الى تبيان المؤشرات اليقينية للاستدامة المالية:<sup>1</sup>

#### أولاً: مؤشر Talvivegh 200

يعد هذا المؤشر أحد المؤشرات البسيطة حسابياً في تقييم الإستدامة المالية المشتقة من قيد الموازنة الحكومية، ويتكون المؤشر من مجموعة من المتغيرات ترتبط مع بعضها البعض، هي سعر الفائدة الحقيقي ومعدل النمو والدين في الفترة السابقة والفائض الاولي كما توضحه المعادلة التالية:

$$I^* = \frac{R_g}{1+g} bt-1-x$$

حيث أن:

I: سعر الفائدة الحقيقي

g: معدل النمو

b: نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي

<sup>1</sup> ممدوح بن سالم بن سعيد المرهون، مرجع سبق ذكره، ص ص: 33-35.

## الفصل الاول : الاطار النظري لصناديق الثروة السيادية والإستدامة المالية

X: الفائض الأولي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي

فكلما كان المؤشر يتجه للتناقض ( $I^* \leq 0$ ) فإن الفائض الأولي يعبر عن إستدامة أما كلما اتجهت  $I^*$  للزيادة يكون هناك من الصعب التنبؤ بالتوازن المالي الأولي.

### ثانيا: مؤشر Blanchard 1990

يعد أحد رواد الفكر الكلاسيكي حيث يرى أن تضيق الفجوة بين الإيرادات الواجبة التحصيل والإيرادات المحصلة فعلا، تجعل الدين يتجه نحو وضع مستقر، وقد إهتم بالإيرادات على إعتبار أنها أداة تستجيب للتغيرات في الإنفاق، لأن الدولة عادة ما تكون ملتزمة ببعض برامج للإنفاق والتحويلات بعكس الضرائب ويأخذ المؤشر الصيغة التالية:

$$t^* - t = G + h - t + (r - g) b_0 = d + (r - g) b_0$$

حيث:  $t^* - t$  هو الفرق بين معدل الضريبة الذي يحقق عنده الإستدامة  $t^*$  والمعدل المتحقق بالفعل وبحسبه معدل الضريبة الذي يحقق عنده الإستدامة المالية  $t^*$  بأنه مجموع القيم السنوية المتوقعة لقيمة الإنفاق  $G$  والتحويلات المستقبلية  $h$  والفرق بين أسعار الفائدة ومعدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي  $g$  مضروبا في نسبة الدين الأساسي إلى الناتج القومي الإجمالي  $b_0$  كما توضحه المعادلة التالية:

$$t^* = G + h - t + (r - g) b_0$$

$d -$  تعبر عن نسبة العجز الأولي إلى الناتج المحلي الإجمالي:

وعادة تختلف  $t^* - t$  من دولة لأخرى ويختلف مدلولها، فإذا كانت الفجوة موجبة مما يعني الحاجة لزيادة معدلات الضرائب الحالية أو تخفيض من الإنفاق، فإذا كانت  $t$  صغيرة مما يعني بأن هناك حاجة لزيادتها في المستقبل، أما إذا كانت  $t$  مرتفعة بالفعل فإن المجال محدود لزيادة الإيرادات الضريبية وعلى الدولة البحث عن معدلات نمو مرتفعة تغطي هذه الفجوة وبالتالي قد يتم إستخدام المؤشر  $t^* - t$  أو  $t^* - t/t$  حيث  $1-t$  تعبر عن حجم الموارد التي قد تستغلها الحكومة.

### ثالثا: مؤشر صندوق النقد الدولي التقليدي في تقييم الإستدامة

كان صندوق النقد الدولي يقيم الإستدامة المالية لفترة ما إستنادا لمبدأ سيادة اليقين التام للمتغيرات، والتوافق مع قيد الموازنة الحكومية، فالدين في الفترة الحالية يتم سداده من خلال الفوائض الأولية المتولدة في الموازنة في الفترات التالية وقد أظهر أهمية معدل نمو الناتج وسعر لفائدة الحقيق في التأثير على نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي، فالدولة التي لديها معدل نمو ناتج مرتفعه، قد تحقق فائض أولي منخفض نظر لأن النمو المتزايد يستطيع أن يقوم بسداد أعباء الدين.

### رابعا: مؤشر صندوق النقد الدولي لدول تعتمد على موارد غير متجددة

إن إستخدام المؤشرات السابقة لتقييم الإستدامة المالية لدول تأتي نسبة كبيرة من إيراداتها من موارد غير متجددة كالنفط والغاز سيؤدي إلى نتائج مضللة حول الإستدامة المالية للدولة، لذا يستخدم صندوق النقد الدولي نموذج خاص يتم تطبيقه في حالة الدول ذات الموارد غير المتجددة، يحاول قياس القدرة الحقيقية للإقتصاد على سداد إلتزاماته وتمتيز الدول ذات الموارد غير المتجددة بمجموعة من الخصائص أهمها:

- تمثل الإيرادات غير المتجددة نسبة كبيرة من إجمالي إيرادات الدولة، فإذا تم قياس مؤشر الإستدامة التقليدية فيتم الحكم على الإقتصاد بأنه يتمتع بإستدامة مالية حيث تستخدم عائد هذه الموارد في تمويل النفقات العامة وعادة ما يوجد فائض في الموازنة، إلا أنه في الأجل الطويل قد لا تستمر نمو هذه الإيرادات المعتمدة على موارد غير المتجددة، وفي ظل عدم مرونة النفقات إلى أسفل، يتزايد عجز الموازنة ويظهر حقيقة الوضع المالي الحقيقي للإقتصاد.
- يتأثر الوضع المالي للدولة بالسوق العالمي، فتحسن شروط التجارة لها أثره على الدولة ولها إعتبار كبير في السياسة المالية، فالعائد المتوقع من زيادة الإيرادات يمثل إصلاح مالي ووسيلة لتمويل نفقات جديدة إلا أن هذه السياسة تمثل كارثة إذا حدث تغير في شروط التجارة وانخفضت أسعار الموارد.

ونظرا لإعتماد هذه الدول على موارد غير متجددة، فرغبتها في المحافظة على ثروة للأجيال المستقبلية لا بد لها من إستثمار العائد من هذه الموارد غير المتجددة في أصول إنتاجية، لذلك فإن عند تقييم الإستدامة المالية يتم التعبير عن متوسط نصيب الفرد "Per capita" وليس معدل نمو الناتج المحلي للدول ذات موارد ناضية، فلا يمكن الإعتماد على مؤشر نسبة العجز إلى الناتج المحلي الإجمالي في تقييم الإستدامة المالية، حيث يعتبر مؤشر مضللا لمثل هذه الدول، فالناتج المحلي الإجمالي للإقتصاديات تلك الدول محمل بأثر الإيرادات من الموارد غير المتجددة، والتي ترفع من قيمة الناتج أو تخفضه إستنادا لأسعار الموارد، ولا يعكس وجود تغييرات حقيقية حديثة في الإقتصاد فقد يبدو هناك وفرق من الإيرادات نظرا لتحسن شروط التجارة أو زيادة إنتاج الموارد غير المتجددة أو معدلات الإستنزاف للموارد المرتفعة وغيرها من الأسباب العرضية التي ما تلبث أن تزول.

### المبحث الثالث: الدراسات السابقة

من المتعارف عليه حول البحوث الأكاديمية بأنه لا توجد دراسة ظهرت دون دراسات من قبلها تناولت الموضوع المدروس، وعليه ففي هذا المبحث سوف نتطرق لبعض الدراسات السابقة التي تناولت الموضوع المدروس بطريقة مباشرة وغير مباشرة.

#### المطلب الأول: عرض الدراسات لسابقة

من الدراسات السابقة الأكاديمية التي كانت تعد كمعبر لهذه الدراسات نجد ما يلي:

أولاً: مغزيلي هناء، انعكاسات تقلبات أسعار النفط على الموازنة العامة في الجزائر (2010-2016)، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر، تخصص مالية وبنوك، المركز الجامعي ميله، 2015-2016.

تناولت الدراسة ما مدى تأثر الموازنة العامة في الجزائر بتقلبات اسعار النفط، كون أن النفط مصدر مهم للإيرادات المالية خصوصا في الدول التي تعتمد عوائدها بدرجة كبيرة على العائدات النفطية كما هو الحال في الجزائر، في حين أن أسعار النفط تتأثر بجملة من العوامل كالعرض والطلب بالإضافة الى عوامل أخرى كالمنظمات الدولية، تمثلت أهمية الدراسة كونها تسلط الضوء على أحد القضايا الأساسية التي أخذت إهتمام الدول المنتجة والمصدرة للنفط ومنها الجزائر بصفة خاصة، كما تناولت الدراسة على صندوق ضبط الإيرادات نظرا للدور الفعال له في تحقيق التوازن بالموازنة العامة، بالإضافة إلى تحديد قيمة أثر التغيير الذي أحدثه سعر النفط على عناصر الموازنة العامة، وكذا موارد صندوق ضبط الإيرادات أما فيما يتعلق بأهداف الدراسة فهي تهدف الى معرفة أسباب وتداعيات الأزمات النفطية التي شهدتها السوق العالمية منذ 1973 إلى يومنا هذا 2016، ومعرفة مختلف المراحل التي مرت بها السوق النفطية وأساليب التسعير التي تعاقبت ضمنها، وكذلك تحديد تقلبات أسعار النفط على عناصر الموازنة العامة وصندوق ضبط الإيرادات بشكل خاص، مع تحديد قيمة أثر التغيير الذي يحدثه سعر النفط في الإيرادات النفقات العامة وموارد صندوق ضبط الإيرادات.

وخلصت الدراسة إلى أن هناك علاقة طردية قوية بين أسعار النفط وانعكاساتها سلبيا أو إيجابيا على الموازنة العامة في الجزائر، حيث أن أسعار النفط تتأثر بجملة من العوامل كعوامل العرض والطلب، و عوامل أخرى مثل المنظمات الدولية وعوامل مناخية، كما توصلت الدراسة أمام مشكلة تقلبات أسعار النفط وتأثيرها على الإستقرار وتوازن الموازنة العامة للدول تطرح ضرورة العمل على تحقيق درجة الإعتماد المتزايد على القطاع النفطي، وبناء إقتصاد متنوع من خلال الإستثمار في القطاعات الإقتصادية الأخرى، وإستغلال الطاقات البديلة كالطاقة الشمسية، فالأمر لم يعد خيارا إستراتيجيا بل ضرورة حتمية

## الفصل الاول : الاطار النظري لصناديق الثروة السيادية والإستدامة المالية

لمواجهة الصدمات النفطية في الجزائر، يمكن الاستعانة بهذه الدراسة من خلال تحديد وضعية صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر خلال الفترة 2010-2016.

ثانيا: فرحات عباس وسعود وسيلة، **حوكمة الصناديق السيادية- دراسة لتجربة كل من النرويج والجزائر-**، مجلة الباحث الإقتصادية، العدد4، 15 ديسمبر 2015.

تناولت هذه الدراسة أهم الجوانب المتعلقة بالحوكمة هذه الصناديق سواء من حيث الإشراف والإدارة والرقابة على سير هذه الصناديق، حيث بينت الدراسة أن صناديق الثروة السيادية ما هي الا الية تستخدمها الدول من أجل إدارة فوائض الأموال التي تحققها في عدة مجالات، كالإستثمار أو الإدخار بما يخدم مصلحة الإقتصاد الوطني والمجتمع ككل، وذلك من خلال ضمان دخل مستقر وحماية حقوق الأجيال القادمة بسبب توقع نزوب مصادر الطاقة، فلقد توصل الباحث هنا على أن دولة النرويج تعتبر من بين الدول الرائدة التي إعتمدت على صناديق الثروة السادية حيث يعتبر من أكبر وأنجح الصناديق في العالم، أما بالنسبة إلى الجزائر فبالرغم من أنّ صندوقها السيادي (صندوق ضبط الموارد) يعد من بين أكبر 20 صندوق سيادي في العالم إلا أنه يعاني العديد من النقائص سواء من خلال الإعتماد على مداخيل الصادرات الطاقوية أو من خلال إدارته.

ثالثا: بوترة سامي، **صناديق الثروة السيادية ودورها في ادارة الفوائض المالية النفطية**، دراسة حالة صندوق المعاشات الحكومي العالمي النرويجي، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر، تخصص مالية وبنوك، المركز الجامعي ميله، السنة الجامعية، 2014-2015.

تناولت الدراسة إشكالية الفوائض المالية النفطية وآليات ادارتها، فهناك اقتصاديات عرضة للصدمات الخارجية الناتجة عن تذبذبات أسعار النفط في السوق النفطية الدولية، وتمثلت أهمية الدراسة في أنها تناولت ظاهرة كانت ولا تزال محور النقاش على المستويين المحلي والدولي، خاصة بعد أزمة الرهون العقارية سنة 2008، كما أن صناديق الثروة السيادية أضحت ألية بالغة الأهمية خاصة للدول النامية والتي يجب عليها إعادة التفكير مليا في إستراتيجياتها الحالية والإستفادة من تجارب بعض الدول، على غرار تجربة النرويج .

هدفت الدراسة إلى تبيان الدور الذي تلعبه صناديق الثروة السيادية في إدارة الفوائض المالية، كما هدفت كذلك إلى إبراز بعض لتجارب الدولية كتجربة سنغافورة ومملكة النرويج، وخلصت الدراسة إلى أن النفط سيبقى مصدر الطاقة الأول حسب توقعات والتنبؤات على الأقل حتى سنة 2030، في ظل غياب البدائل المثلى التي ستخلفه، كذلك إرتفاع النفط بفضل بعض العوامل التي كانت أغلبها سياسة، كذلك توصلت الدراسة الى أن الطرق الاستثمارية للفوائض المالية المتبعة من طرف الدول النامية في الأوتنتين

## الفصل الاول : الاطار النظري لصناديق الثروة السيادية والإستدامة المالية

الأخيرتين، لم تحقق الأهداف المرجوة منها والتي أدت إلى تناقص وتآكل وإستنزاف تلك الفوائض مع مرور الزمن.

هذه الدراسة تم الاستفادة منها من خلال أخذ نظرة عامة حول واقع ومكانة الاقتصاد النرويجي في ظل تراكم إيرادات الدولة النفطية على اعتبار النرويج دولة نفطية وكذا في ظل مسار التنويع الاقتصادي التي تتبناه النرويج في تنويع مصادر دخلها، هذا بالإضافة إلى إبراز حوكمة صندوقها واستراتيجياته الإستثمار.

رابعاً: زواغي هند، دور صندوق ضبط الإيرادات في توازن الموازنة العامة في الجزائر (دراسة حالة الجزائر (2000-2012)، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر، تخصص مالية وبنوك، المركز الجامعي ميلة، 2014-2015.

تناولت الدراسة فعالية صندوق ضبط الإيرادات في تحقيق توازن الموازنة العامة في ظل القلق المتزايد بشأن تقلبات اسعار النفط في الأسواق العالمية، مما أدى إلى انشاء صندوق ضبط الإيرادات الذي يعمل على تحقيق التوازن والاستقرار وكذلك سد العجز ولما له من أهمية داخل الاقتصاد الوطني. تمثلت أهمية الدراسة في أنها من المواضيع المعاصرة و الجوهريّة في ميدان المالية العامة، كذلك تندرج هذه الدراسة ضمن المواضيع الحساسة التي تتعلق بإدارة الثروة البترولية في الجزائر إذ أن هذه الثروة تعاني من خطر النضوب، كما يلعب صندوق ضبط الإيرادات دوراً هاماً في الإقتصاد الجزائري بإعتباره كأداة لتحقيق الإستقرار الإقتصادي من خلال تحقيق التوازن بالموازنة العامة، في حين أن الموازنة العامة تعتبر أهم أدوات السياسة المالية لتحقيق التوازن الإقتصادي. أما هدف الدراسة هنا هو محاولة تحليل الوضع العام للموازنة العامة في الجزائر و إبراز دور الصندوق ضبط الإيرادات في تحقيق التوازنات المالية في الجزائر، كذلك مقارنة صندوق ضبط الإيرادات بتجارب بعض الدول الرائدة في هذا المجال للوصول إلى تحديد المعوقات التي تحول دون تعظيم منافع التجربة الجزائرية، في ميدان إدارة العوائد النفطية و تقديم إقتراحات لتحسين الأداء. و خلصت الدراسة إلى أن الجباية البترولية تعتبر المصدر الرئيسي في تمويل الموازنة العامة، مما يجعلها عرضة لتقلبات أسعار البترول في الأسواق العالمية، ضف إلى ذلك لعب صندوق ضبط الإيرادات دور مهم من خلال إمتصاص لفائض القيمة الجباية البترولية، ومساهمة المباشرة و الغير المباشرة في تمويل عجز الموازنة العامة، كما خلصت الدراسة من خلال مقارنة صندوق ضبط الإيرادات بصندوق معاشات الحكومي العالمي للنرويج، نجد أن FRR يعاني من عدة نقائص إشتملت مجالتها في نطاق عمل الصندوق، بالإضافة لمصادر تمويله و هيكل الصندوق و حوكمته وهي نقائص يفرض على حكومة الجزائر إعادة النظر فيها و تعديلها.

خامسا: سليمان عبد الكريم، دور صناديق الثروة السيادية في ترشيد الإيرادات النفطية العربية مع الإشارة إلى حالة أبو ظبي، مذكرة ماجستير تخصص إقتصاد دولي، جامعة بسكرة، 2013-2014 .

تناولت الدراسة فعالية صناديق الثروة السيادية في الإستغلال الأمثل للعوائد النفطية العربية، حيث برزت صناديق الثروة السيادية على أنها قلب التحول لما شهدته، من تطور ملحوظ في السنوات الأخيرة، حيث أصبحت ذات أهمية كبيرة في المنظومة المالية العالمية، باعتبار أن الصناديق السيادية العربية ضمن هذه الصناديق، فتطورها يجعل الدول المالكة لها (دول عربية نفطية) من خلال الإستغلال لأصولها المالية بما يعود بالنفع على مستوى الإقتصاد الوطني، و يعلل الباحث هنا أن التطور الكبير في الصناديق العربية هو نسب في إرتفاعات كبيرة في أسعار النفط ابتداء من سنة 2000 إلى منتصف 2008، كذلك يرى الباحث أن هذه الصناديق لها إمكانية لترشيد إيرادات بلدانها بشرط أن تكون هناك إدارة سليمة للعوائد النفطية، وإستراتيجية تنمية مبنية على تخطيط ملائم للظروف الإقتصادية لكل الدول.

توصلت الدراسة إلى أنه لا يجب الحكم على صناديق الثروة السيادية أنها تحقق مجمل الأهداف، ولذلك على إعتبارها من المشتمرين طويل الأجل وعليه فثمارها سوف تظهر على مدى السنوات القادمة.

إن الاستعانة بهذه الدراسة تكمن في ابراز واقع الصناديق السيادية وكذلك حجم تطورها عبر السنين وربطها بالإستراتيجية الإستثمارية للصناديق وربطها بواقع الإيرادات النفطية العربية غير أنّ دراستها ربطت بين صناديق الثروة السيادية والإستدامة المالية.

سادسا: سهام بن حنيش، فعالية صندوق ضبط الموارد كأداة لتوظيف مداخيل الثروة النفطية في الجزائر، مذكرة مقدمة للإستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، تخصص إقتصاد وتسيير بترولي، جامعة ورقلة، 2012-2014 .

تناولت الدراسة مدى مساهمة صندوق ضبط الموارد في تحقيق الإستقرار الإقتصادي الوطني وفعاليتها أمام الصدمات الخارجية الناتجة عن تذبذب في أسعار النفط، تمثلت أهمية الدراسة نتيجة للإرتباط ظاهرة صناديق النفط بالإدارة المالية العامة، وكذلك نتيجة للتطورات المتسارعة لهذه الصناديق خاصة بعد الأزمة المالية العالمية والإهتمام المتزايد بها من قبل الدول الصناعية وصندوق النقد الدولي، أما في ما يتعلق بأهمية الدراسة بالنسبة للجزائر لما يمثله صندوق ضبط الموارد في الإقتصاد الجزائري بإعتباره كأداة لتحقيق الإستقرار الإقتصادي بإستقرار الإيرادات، أما أهداف الدراسة تمثلت في التعريف بصناديق الثروة السيادية والإهتمام المتزايد بهذه الصناديق وخاصة عقب الأزمة المالية العالمية، كذلك إبراز دور صندوق ضبط الموارد في تحقيق الإستقرار الإقتصادي وتحقيق ضبط للميزانية الدولية، وخلصت الدراسة إلى أن صناديق الثروة السيادية تزايدت الإهتمام بها بعد الأزمة المالية العالمية 2007، نتيجة للدور الذي قامت به



في تخفيف من حدة الخسائر الناجمة عن الأزمة المالية، بتدخلها لتحقيق التوازن المالي ما بين دول الفائض ودول العجز، ضف إلا ذلك لعب صندوق الموارد دورا بارزا في تحقيق الإستقرار المالي الإقتصادي الوطني، ذلك بتغطيته للعجزات الميزانية الناتجة عن النفقات المتركمة، ضف إلى ذلك وضعية صندوق ضبط الموارد وشكله الحالي لا تجعل الصندوق ذو كفاءة، وفعالية وبالتالي لتحسين وضعيته وجب وضع إستراتيجية طويلة المدى تستجيب للأداء العالمي.

**سابعا: زواري فرحات سليمان، دور صناديق الثروة السيادية في ظل الأزمة المالية العالمية الراهنة (دراسة مقارنة لحالة الجزائر والنرويج)، مذكرة ماجستير، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2011-2012.**

تناولت الدراسة صناديق الثروة السيادية وأحاطت بمختلف جوانبها، كما تناولت أيضا الدور الذي لعبته في الأزمة العالمية لسنة 2008، لاسيما إستثمارها في الأسواق المالية الدولية في تلك الأوقات الحرجة، وخلصت الدراسة الى أن صناديق الثروة السيادية كان لها دورا بارزا أثناء الأزمة المالية العالمية لسنة 2008.

تعتبر هذه الدراسة مهمة بغرض الاستفادة منها، وهذا عند الانطلاق من فكرة أن صناديق الثروة السيادية أصبح لها مكانة ضمن المنظومة المالية العالمية، واكتسبت خبرة في مجال استثمار الأصول في مختلف القطاعات والأسواق، وهو ما يجعل منها آلية استثمارية تحقق عوائد على مختلف الأفاق الاستثمارية سواء كانت قصيرة المدى أو متوسط أو طويلة.

**ثامنا: بوفليح نبيل، فعالية صندوق الثروة السيادية كأداة لتسيير مداخيل النفط في الدول العربية، مجلة الأكاديمية للدراسات الإجتماعية والإنسانية، العدد 4، 2010.**

تناول الباحث في هذه الدراسة إشكالية إستثمار الفوائض النفطية المالية للدول العربية، المحققة نتيجة إرتفاع أسعار النفط بداية القرن الحالي ومحل تجربة الجزائر من هذه الصناديق، في هذه الدراسة تطرق الباحث لدراسة حالة الجزائر من خلال صندوق ضبط الموارد الذي تم إنشائه في سنة 2002 وقد توصل الباحث إلى أن إنشاء صندوق ضبط الموارد بعد تجربة نوع ما متواضعة بالنظر إلى أداة بعض الصناديق العالمية، تم الاستعانة بهذه الدراسة من خلال معرفة مكانة الاقتصاد النرويجي كتجربة رائدة في مجال صناديق الثروة السيادية .

**تاسعا: ماجد عبد الله المنيف، صناديق الثروة السيادية ودورها في إدارة الفوائض النفطية، مجلة النفط والتعاون العربي، المجلد 35، العدد 129، سبتمبر 2009.**

تناولت الدراسة اشكالية صناديق الثروة السيادية في ادراة الفوائض النفطية، بظاهرة صناديق الثروة السيادية أو صناديق إدخار فوائد النفط من طرف الدول الصناعية المتطورة وما مدى مستوى هذا الإهتمام



## الفصل الاول : الاطار النظري لصناديق الثروة السيادية والإستدامة المالية

بعد الأزميتين المالية والبتروولية الأخيرة، وما هو الحال بالنسبة للدول النفطية وخاصة دول مجلس التعاون، حيث توصل الباحث في هذا الموضوع إلى أن الأزمات النفطية الثلاثية التي شهدها العالم كانت لها نتائج وتأثيرات كبيرة على السوق العالمية والإقتصاد العالمي ككل وكذا إقتصاد كل دولة من دول مجلس التعاون، لقد توصلت الدراسة إلى أنّ نجاح هذه الصناديق مرتبط إرتباط وثيق بموضوع إدارة المالية العامة وإرتباطها بالإيرادات النفطية الغير مستقرة ودور هذه الموارد في التنمية المستدامة.

ان الدراسة تم الاستعانة بها من خلال ، ربط موضوع صناديق الثروة السيادية بإدارة المالية العامة في الدول النفطية ودور الإيرادات النفطية في إستقرار المالية العامة للدول، إلا أن هذه الدراسة تطرقت لدراسة صناديق الخليج العربي ولم تتضمن طريقة تسيير هذه الصناديق، في حين دراستنا حول صندوق ضبط الموارد.

**عاشرا:** عبد المجيد قدي، **الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة**، مداخلة في المؤتمر الدولي حول الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الغربي والإسلامي، طرابلس لبنان، أفريل 2009.

تناولت هذه المداخلة لظاهرة صناديق الثروة السيادية وأسباب نموها وكذا الأهمية ووزن الصناديق السيادية وموقع صناديق السيادية من الأزمة المالية لسنة 2007 ومساهمتها في هذه الأزمة من خلال إستعمال أموال الصندوق كقروض أعطيت للحكومات العاجزة، وكان لها دور في التخفيف من أعباء البنوك العالمية وإنقاذها من إمكانية الإفلاس، ان الاستعانة بهذا المرجع جاءت كاستنباط ومعرفة واقع الإهتمام العالمي بهذه الصناديق ودورها في النظام المالي والدولي، إلا أن هذه الدراسة لم تربط موضوع صناديق الثروة السيادية بموضوع النفط بل ربطتها بالجانب المالي ودور البنوك والصيرفة وغيرها إلا أن دراستها ربطت موضوع صناديق الثروة السيادية بجانب الإستدامة المالية .

### المطلب الثاني: التعليق العام على الدراسات السابقة

من خلال إطلاعنا على الدراسات السابقة فقد تبين أنّ هناك أوجه إتفاق مع الدراسة الحالية، كما لا حظنا الاضافة التي تقدمها الدراسة الحالية وهذا ما سنتطرق إليه في هذا المطلب.

### الفرع الأول: أوجه الشبه بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة

جميع الدراسات السابقة أظهرت أنّ ظاهرة صناديق الثروة السيادية بدأ الإهتمام بها إبتداء مع التطورات التي شهدتها الإقتصاد العالمي، من إرتفاع أسعار النفط والأزمات سواء مالية أو إقتصادية إيجابية وسلبية والتي أثارت مخاوف الدوّل، مما جعل بعض الدول تنشأ صناديق يكون لها الأثر في التقليل والتخفيف من هذه الصدمات، فقد أظهرت الدراسات السابقة أنّ موضوع صناديق الثروة السيادية خاصة بالنسبة للدول المكنّجة للنفط مرتبط إرتباطا شديدا بإدارة الفوائض النفطية لتلك الدول وعلاقتها بإدارة المالية العامة، فلقد أظهرت بعض الدراسات السابقة على أنّ إنشاء صندوق ضبط الموارد فيالجزائر جاء كآلية لضبط الإيرادات النفطية وكوسيلة لمواجهة الصدمات قد تحدث نتيجة لإنخفاض أسعار النفط مستقبلا، وبالتالي سوف تهزّ الإقتصاد الجزائري بإعتبارها إقتصاد معتمد بشكل كلي على أداة قطاع المحروقات

### الفرع الثاني: الإضافة التي تقدمها الدراسة الحالية

تتميّز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة في كونها سلطت الضوء على أداء صندوق ضبط الموارد وربطه بمؤشرات الإستقرار الإقتصادي ودوره في السياسة المالية والإقتصادية للبلد، فبعض الدراسات تناولت أداء الصناديق بنسبة لدول الخليج العربي ولم تتطرق إلى أداء صناديق المغرب العربي وبالضبط الجزائر، بحيث أنّ بعض الدراسات تناولت موضوع فعالية صندوق ضبط الموارد بصفة سطحية ولم يتبنى الدراسات على معطيات إحصائية وبيانات تحلل واقع هذا الصندوق، إلا أن نوعا ما حاول دراسة الواقع لكن الإحصائيات المعتمد عليها نوعا ما كانت قديمة في الوقت الذي تغير الوضع وكذلك لم يربط أداء هذه الصناديق بمؤشر الإستقرار الإقتصادي.

### خلاصة الفصل:

من خلال ما سبق يمكن القول بأن صناديق الثروة السيادية تسعى الى تحقيق استدامة مالية للدول سواء كانت نفطية أو غير النفطية، هذا ما سعت اليه مجموعة العمل الدولية، لصناديق الثروة السيادية بالتنسيق مع كل من صندوق النقد الدولي والدول المالكة لهذه الصناديق، فالدول المنشأة لها تسعى الى تحقيق جملة من الأهداف أهمها الحفاظ على جزء من هذه الثروة للأجيال القادمة .

حيث ساهمت صناديق الثروة السيادية في تخفيف من حدة الأزمات الإقتصادية في معظم الدول العالم الخليجية الأوروبية والأمريكية، وفي بعض الدول العربية، خاصة أثناء الأزمة المالية العالمية في العام 2008، حيث ساهمت هذه الصناديق في تغطية خسائر محتملة ناتجة عن قرارات خاطئة .

تميزت هذه الصناديق كمستثمر طويل الأجل لها سياستها وإستراتيجياتها تتحرك بها في نطاقات محددة، فهي في واقع الأمر تعكس مصالح دولها بتتمة ثرواتها، وتحقيق أفضل العوائد لإستثماراتها حيث سجلت هذه الأخيرة تزايداً في أصولها وتدخلها في الأسواق المالية العالمية مع الأخذ بعين الإعتبار تجارب بعض الدول النفطية على غرار تجربة النرويج الرائدة في هذا المجال.

## الفصل الثاني:

مدى مساهمة صندوق ضبط

الايرادات في تحقيق الاستدامة

المالية

## الفصل الثاني: مدى مساهمة صندوق ضبط الإيرادات في تحقيق الاستدامة المالية

تمهيد:

لقد شهدت الاقتصاديات العربية عامة والجزائر خاصة نشوء ما يعرف بالصندوق الثروة السيادية، وعلى الرغم من اختلاف مسمياتها وتصنيفاتها، إلا أن الجزائر لديها صندوق سيادي يعرف بصندوق ضبط الإيرادات في سنة 2000، مصدره عوائد النفط، ولهذا الصندوق العديد من الأهداف كلها تصب في ضبط وتحقيق الاستقرار في الاقتصاد الجزائري أمام الصدمات الخارجية، ونظرا لكون أن صناديق الثروة السيادية أنشأتها دول نامية، وأغلبها دول نفطية أو مصدرة للنفط، ونظرا كذلك للمخاوف التي تدور في شأن هذه الصناديق من ناحية استثماراتها، قامت مجموعة العمل الدولية ( **International Working Group**)، على وضع مجموعة من المبادئ للعمل بها واحترامها، على غرار بعض المؤسسات البحثية التي تهتم بدراسة صناديق الثروة السيادية، ومنها معهد صناديق الثروة السيادية الذي يقوم على قياس أداء شفافية وحجم أصول هذه الصناديق.

في هذا الفصل سنحاول التطرق الى:

- **المبحث الأول:** عرض صندوق ضبط الإيرادات؛
- **المبحث الثاني:** التجربة النرويجية في مجال صناديق الثروة السيادية؛
- **المبحث الثالث:** مقترح تحويل صندوق ضبط الإيرادات لصندوق ثروة سيادي.

### المبحث الأول: عرض صندوق ضبط الإيرادات

أنشئت الجزائر صندوق ضبط الإيرادات بغرض حماية الموازنة العامة من تقلبات أسعار النفط في الأسواق العالمية، وهذا لتحقيق التوازن والاستقرار فيها من خلال امتصاص الفائض أو سد العجز الناتج عن الصدمات الإيجابية أو السلبية لأسعار النفط.

#### المطلب الأول: ماهية صندوق ضبط الإيرادات

إن الاعتماد المتزايد على الإيرادات النفطية والتي تتأثر بصفة مباشرة بتقلبات أسعار النفط التي أدت الى تعقيد السياسة المالية لكثير من الدول المنتجة والمصدرة للنفط ومن بينها الجزائر، ولمعالجة هذه الاضطرابات قامت الكثير من الدول المنتجة والمصدرة للنفط بإنشاء صناديق تعددت مسمياتها ولكنها اشتركت في أهدافها، ويدعى هذا الصندوق في الجزائر بـ "صندوق ضبط الإيرادات".

#### الفرع الأول: مفهوم صندوق ضبط الإيرادات

تم إنشاء صندوق ضبط الإيرادات في سنة 2000، وهي السنة التي سجلت فيها الجزائر فوائض مالية معتبرة ناتجة عن ارتفاع أسعار النفط في الأسواق العالمية، إذ حقق رصيد الموازنة فائضا معتبرا وذلك بفضل ارتفاع الإيرادات النفطية الناتجة عن ارتفاع أسعار النفط في تلك هذه الفترة، ومن أجل الإستفادة من هذه الفوائض واستعمالها في الحفاظ على استقرار الموازنة العامة للدول بالنظر لعدم اليقين الذي يميز أسعار النفط على المدى البعيد والمتوسط، قررت الحكومة تأسيس صندوق لضبط الإيرادات الجبائية النفطية والذي يعمل على امتصاص فائض إيرادات الجبائية النفطية الذي يفوق تقديرات قانون المالية الذي يتم إعداده سنويا، وقد تم تأسيس هذا الصندوق من خلال قانون المالية التكميلي<sup>1</sup> الذي صدر في 27 جوان 2000 الذي حدد نوع وأهداف ومجال عمل الصندوق علما أن الصندوق قد خضع لتعديلات مهمة في عام 2004 من خلال قانون المالية لسنة 2004<sup>2</sup>، وقد أضاف هذا التعديل تسبيقات لبنك الجزائر الموجهة لتسيير نشاط المديونية الخارجية<sup>3</sup> في جانب الإيرادات لهذا الحساب، التعديل الثاني جاء في سنة 2006 من خلال قانون المالية التكميلي 2006<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> أمر رقم 04-06 المؤرخ في 19 جمادى الثانية عام 1427 الموافق لـ 15 جويلية 2006 والمتضمن لقانون المالية التكميلي 2000.

<sup>2</sup> قانون رقم 23-22 المؤرخ في 04 ذو القعدة عام 1424 الموافق لـ 28 ديسمبر 2003 والمتضمن لقانون المالية 2004.

<sup>3</sup> وفقا للمادة 66 من قانون 23-22 المؤرخ في 04 ذي القعدة عام 1424 الموافق لـ 28 ديسمبر 2003 والمتضمن للقانون المالية 2004.

<sup>4</sup> أمر رقم 04-06 المؤرخ في 19 جمادى الثانية عام 1427 الموافق لـ 15 جويلية 2006 والمتضمن لقانون المالية التكميلي 2006.

## الفصل الثاني: مدى مساهمة صندوق ضبط الإيرادات في تحقيق الاستدامة المالية

للقوف على بعض الجوانب النظرية للصندوق نتطرق إليها فيما يلي:<sup>1</sup>

**أولاً: تعريف صندوق ضبط الإيرادات:** هو صندوق ينتمي للحسابات الخاصة للخرينة وبالضبط في حسابات التخصيص الخاص، أهم ما يميز هذه الحسابات أنها مستقلة عن الموازنة العامة للدولة أي أنها لا تخضع لقواعد ومبادئ إعداد وتنفيذ الموازنة العامة، كما أنها لا تخضع لرقابة السلطة التشريعية "البرلمان".

**ثانياً: مصادر تمويل الصندوق:** تتمثل مصادره في فائض قيمة الجباية النفطية الناتج عن تجاوز هذه الأخيرة تقديرات قانون المالية، بالإضافة إلى كل الإيرادات الأخرى المتعلقة بتسيير الصندوق.

**ثالثاً: أهداف الصندوق:** تتمثل في تمويل عجز الميزانية العامة للدولة الناتج عن انخفاض إيرادات الجباية النفطية لمستوى أقل من تقديرات قانون المالية، وتخفيض حجم المديونية العمومية.

**رابعاً: تسيير الصندوق:** إن وزارة المالية هي الهيئة المكلفة بتسيير الصندوق حيث نص قانون المالية على أن وزير المالية هو الأمر بالصندوق الرئيسي لهذا الصندوق.

**خامساً: مجال عمل الصندوق:** إن مجال عمل الصندوق يتركز أساساً داخل البلد باعتبار أن الوظيفة الرئيسية تتمثل في امتصاص فوائض الجباية النفطية واستعمالها لتمويل عجز قد يحدث مستقبلاً على مستوى الموازنة العامة للدولة نتيجة انهيار أسعار المحروقات مع العلم أن مجال عمل الصندوق يمتد خارج البلد من خلال مساهمته بالتنسيق مع البنك المركزي في سداد وتخفيض المديونية العمومية الخارجية.

**سادساً: أهمية الصندوق:** يستمد صندوق ضبط الإيرادات أهميته من كونه يعتبر أداة رئيسية للسياسة المالية للحكومة ويمكن إيضاح دوره وأهميته في النقاط التالية:<sup>2</sup>

- مساهمة الموارد المالية للصندوق في التقليل من مديونية الدولة؛
- ضبط فوائض النفط وتوجيهها في مسار يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني؛
- تغطية العجز في الميزانية العامة والانتقال من حالة العجز إلى التوازن والفائض؛
- يمكن أن يأخذ الصندوق أدوار مزدوجة حسب أهدافه فإما أن يهتم بمعالجة المشكلات المتعلقة بتقلب الإيرادات النفطية وسوء تقديرها، وهنا يمثل الصندوق ضبط أو تثبيت كما يمكن أن يستخدم في ادخار جزء من إيرادات النفط للأجيال المقبلة وهنا يسمى صندوق الادخار.

<sup>1</sup> وفقاً للمادة 10 من قانون الميزانية التكميلي لسنة 2000 بقانون رقم 2000-02 المؤرخ في 24 ربيع الأول عام 1421 الموافق لـ 27 جوان 2000 والمتعلق بقانون المالية التكميلي.

<sup>2</sup> زغيب شهرزاد وحليمي حليلة، الإقتصاد الجزائري بين واقع الارتباط وحتمية الزوال، مجلة دراسات اقتصادية، العدد 11 أوت 2008، الجزائر، ص: 9.

## الفصل الثاني: مدى مساهمة صندوق ضبط الإيرادات في تحقيق الاستدامة المالية

يمكن القول أن صندوق ضبط الإيرادات يمثل أداة هامة للاقتصاد الجزائري، وتتزايد أهميته خاصة في السنوات الأخيرة التي انخفضت فيها أسعار النفط بشكل كبير، كما أن إنشاء الصندوق هو تأكيد واضح للعلاقة المرتبطة بين الاقتصاد الجزائري وقطاع المحروقات، والذي ظهر تأثيره من خلال عوائد النفط مما يؤدي إلى تعرض الاقتصاد الجزائري للصدمات سواء كانت سلبية أو إيجابية، الناتجة أساسا عن الأثر الذي يمكن أن تخلقه التقلبات السعرية للنفط على الاقتصاد الجزائري نتيجة الارتباط الكبير لأداء الاقتصاد الجزائري بقطاع المحروقات، والشكل التالي يوضح حسابات خاصة<sup>(\*)</sup> لصندوق ضبط الإيرادات.

الجدول رقم(02-01): يوضح قيود حسابات التخصيص الخاص بصندوق ضبط الإيرادات.

باب النفقات	باب الإيرادات
- ضبط نفقات وتوازن الميزانية العامة المحددة عن طريق قانون المالية السنوي.	- فائض القيمة الناتجة عن إيرادات جبائيه تفوق تقديرات قانون المالية.
- تعويض ناقص القيمة الناتجة عن مستوى إيرادات جبائية بترولية تقل عن تقديرات قانون المالية.	- كل الإيرادات الأخرى المتعلقة بتسيير الصندوق.
- تغطية العجز في الخزينة العمومية وتخفيض المديونية الخارجية.	- تسبيقات بنك الجزائر لتسيير النشاط للمديونية.
- تسبيقات بنك الجزائر لتسيير نشاط المديونية	

المصدر: الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 47، المتضمنة قانون المالية التكميلي لسنة 2006 الصادرة بتاريخ 19 جوان 2006، ص:8.

### الفرع الثاني: تطور صندوق ضبط الإيرادات (FRR) خلال الفترة ما بين (2006 إلى 2016)

قامت الدولة الجزائرية سنة 2000 بإنشاء صندوق ضبط الإيرادات (FRR)، والذي يهدف إلى حل المشكلة المتعلقة بتوازن واستقرار الموازنة العامة، هذا الأخير (FRR) شهد عدة تطورات منذ إنشائه إلى غاية 2016، وهذا نظرا للظروف الاقتصادية السائدة خلال هذه الفترة وكذا التعديلات التي طرأت عليه وسوف نتناول في هذا الفرع تطور وضعية صندوق ضبط الإيرادات (FRR) بشكل عام ثم التطرق إلى تطور موارد واقتطاعات الصندوق (FRR)، وكذا الإشارة إلى دوره في تحقيق التوازن والاستقرار للموازنة العامة، وذلك كما هو مبين في الجدول الموالي:

<sup>(\*)</sup>: الحسابات الخاصة هي جميع العمليات المالية المترتبة عن خروج أموال من الخزينة أو دخولها بصورة غير نهائية فهي لا تعتبر إيرادا أو إنفاقا بالمعنى الصحيح للكلمة بل هي أموال تدخل للخزينة على أن تخرج منها والعكس صحيح.



## الفصل الثاني: مدى مساهمة صندوق ضبط الإيرادات في تحقيق الاستدامة المالية

الجدول رقم (2-2): تطور موارد ورصيد صندوق ضبط الإيرادات خلال الفترة (2006-2016)

السنة	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
جباية نفطية فعلية (مليار دولار)	2714	2711.84	4003.55	2327.63	2820.01	3829.72	4054.34	3678.13	3388.35	1964.2	1327.2
سعر النفط (دولار)	66.05	74.66	98.96	62.35	83.35	112.92	111.49	109.38	99.68	52.79	35.50
جباية نفطية مقدرة (مليار دولار)	916.000	973.000	1715.40	1927.00	1501.70	1529.40	1519.04	1615.9	1577.1	1722.9	1682.5
السعر المرجعي للنفط (دولار)	37	37	37	37	37	37	37	37	37	37	37
فائض الجباية النفطية المحول إلى (FRR)	1798	174.84	2288.15	400.67	1318.31	2300.32	2535.3	2062.23	1810.62	241.1	355.3-
الافتقار من (FRR) لتمويل عجز الموازنة العامة	-	•	-	-	(**)-	-	-	-	70.2	1155	-
رصيد صندوق ضبط الإيرادات	2931.04	3215.53	4280.04	4316.46	4842.8	5381.7	5633.7	5563.5	4408.4	(***) 2500	(***) 797.4

(\*) توقعات تم إعدادها باستعمال النموذج الخطي البسيط بالإعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews؛

(\*) : فائض الجباية النفطية = جباية نفطية فعلية - جباية نفطية مقدرة؛

(\*\*) : تم تحويل العجز في الموازنة العامة دون اللجوء إلى الإقتطاع من (FRR)؛

(\*\*\*) : توقعات وزير المالية (2015)، توقعات خبراء المالية (2016).

المصدر: بالإعتماد على:

- Banque d'algérie, évolution monétaire et économique en Algérie 2014, rapport annuel, juillet 2015, P :63, 155.

- ministère des finances, fonds de régulation des recettes, sur le lien : " <http://www.dgppmf.gov.dz/images/stories/pDE/retrospective/FRR/FRR2014.pdf> " .

- قانون المالية لسنوات: 2010، 2011، 2012، 2013، 2014، الجرائد الرسمية رقم: 78، 80، 68، 72.

- حفيظ صوابلي، قانون المالية 2016، بداية سنوات العجز في الجزائر، تقرير في جريدة الخبر، بتاريخ: 12/04/2016:

<http://www.elkhabar.com/presse/article/92994/>

- تقرير الإذاعة الجزائرية، بتاريخ: 2016/04/12، على الرابط التالي:

<http://www.radiolgerie.dz/News/ar/article/2015/2016/60547.html>

## الفصل الثاني: مدى مساهمة صندوق ضبط الإيرادات في تحقيق الاستدامة المالية

### أولاً: تقييم وضعية صندوق ضبط الإيرادات خلال الفترة (2006 إلى 2016)

ما يميز هذه الفترة أنه أدخل تعديل على صندوق ضبط الإيرادات (FRR) وذلك وفقاً لما جاء في قانون المالية التكميلي لسنة 2006، وهو تمويل عجز الخزينة العمومية دون أن يقل رصيد الصندوق عن 740 مليار دينار، وقد قامت الحكومة الجزائرية خلال هذه الفترة بسد عجز الخزينة العمومية للدولة الناتج عن العجز المقصود للدولة في إطار تطبيقها لبرنامج التنمية الخماسية (الذي امتدته سنة 2010 إلى غاية 2014).

وحسب التقرير الاقتصادي الصادر عن بنك الجزائر لسنة 2014 تم تمويل العجز الموازي للسنوات من 2010 إلى غاية 2012 دون اللجوء إلى الاقتطاع الفعلي من موارد صندوق ضبط الإيرادات، والجدول أعلاه الذي يبين تطور وضعية صندوق ضبط الإيرادات، إذ نلاحظ أنه لم يتم كذلك استخدام موارد الصندوق في الفترة الممتدة (2010-2013) لسد الدين العمومي، وذلك يعزى إلى ارتفاع أسعار النفط في الأسواق العالمية على مدى 3 سنوات (منذ سنة 2010 إلى غاية 2013)، حيث كان رصيد صندوق ضبط الإيرادات خلال هذه الفترة في تراكم مستمر إذ بلغ في 2012 ما مقداره 5633.7 مليار دينار إلا أنه منذ سنة 2014 بدأ رصيد الصندوق في الانخفاض بمقدار 1155.1 مليار دينار عن ما حققه في سنة 2013 إذ بلغ (4408.4 مليار دينار في سنة 2014)، ثم 2500 دينار و1797.4 مليار دينار في سنتي 2015 و2016 على التوالي، وذلك راجع إلا تدني فائض قيمة الجباية النفطية المحولة إلى الصندوق جراء إنخفاض أسعار النفط منذ 2014. كما هم مبين في الجدول رقم (2-2).

### ثانياً: تطور موارد صندوق ضبط الإيرادات (FRR)

إن صندوق ضبط الإيرادات يتم تمويله عن طريق فائض قيمة الجباية النفطية أي عن طريق الفرق بين السعر الحقيقي والمرجعي للنفط، ونلاحظ من خلال الجدول رقم (2-2) أنه هناك تراكمات كبيرة في موارد الصندوق خلال الفترة (2006-2013) جراء فوائض الجباية النفطية حيث وصل المبلغ إلى 2535.3 مليار سنة 2012، وهو مبلغ كبير جداً عندما نقارنه مع الجباية النفطية المرصدة للموازنة والمقدرة بـ 1561.6 مليار دينار جزائري، وما يلاحظ أنه خلال هذه السنوات أن موارد (FRR) تفوق إيرادات الجباية النفطية المدرجة ضمن موازنة الدولة المقدرة، ويرجع ذلك إلى ارتفاع أسعار النفط على مدى 3 سنوات، الأمر الذي انعكس على ارتفاع رصيد الصندوق نتيجة ارتفاع فائض قيمة الجباية النفطية حيث حقق ما مقداره 5633.7 مليار دينار سنة 2012، أما خلال لفترة الممتدة (2014-2016) نلاحظ تآكل موارد صندوق ضبط الإيرادات بداية من سنة 2014 تقلص الفارق (الفائض) إلى ما قيمته 1810.6 مليار دينار بسبب تراجع أسعار النفط وبالتالي انخفاض إيرادات الجباية النفطية، ونتيجة

## الفصل الثاني: مدى مساهمة صندوق ضبط الإيرادات في تحقيق الاستدامة المالية

لذلك انخفضت موارد الصندوق وزادت حدة هذا الانخفاض خصوصا في سنة 2015 حيث بلغت قيمته 242.0 مليار دينار وهذا راجع إلى استمرار تراجع أسعار النفط إلى ما دون 50 دولار في بداية سنة 2015 الأمر الذي أدى إلى تراجع إيرادات الجباية النفطية ونقلص الفائض الذي خلق أثره بانخفاض رصيد الصندوق إلى 2500 مليار دولار، أما سنة 2016 وفي ظل تراجع أسعار النفط إلى مستويات تقل عن الأسعار المرجعية (37 دولار) فلن يتم تحويل أي مبلغ لهذا الصندوق بل سيقوم هذا الأخير بسد العجز الموازي في هذه السنة ولكن أمام الوضع الراهن لاستمرار تراجع أسعار النفط وإلى تقلص الفارق بين السعر الحقيقي والسعر المرجعي وبالتالي تآكل موارد صندوق ضبط الإيرادات.

### المطلب الثاني: تقييم مراحل تطور صندوق ضبط الإيرادات (FRR)

سنتناول في هذا المطلب أداء صندوق ضبط الإيرادات في محاولته لتحقيق إستدامة مالية في الجزائر من خلال تحديد الإيجابيات والسلبيات.

#### الفرع الأول: الإيجابيات

يمكن أن نلخص إيجابيات الصندوق في النقاط التالية:

- لعب صندوق ضبط الإيرادات دور كبير في حل المشكلة المتعلقة بتقلبات أسعار النفط، في الأسواق العالمية والتي من الصعب التنبؤ بها، وما لها من انعكاسات على تحقيق فائض مالي وسد العجز في الموازنة العامة للدولة، إذ أنه من خلال فترة الدراسة (2006 إلى غاية 2015) عمل على امتصاص فائض الجباية البترولية وبشكل كبير، وكذلك عمل على سد العجز في الخزينة العامة من خلال اقتطاع مبالغ كبيرة من هذه الفوائض وبالتالي أدى هذا كله إلى تحقيق استدامة مالية في سنوات مضت في الجزائر.
- عندما يكون هناك عجز في الخزينة العامة للجزائر فإن هذا العجز يمكن تصحيحه إما بإنقاص الإنفاق أو تمويل هذا العجز، إذ أن خفض نفقات التسيير قد لا يكون مرغوبا فيه من قبل المجتمع مثل خفض الأجور، وكذا خفض نفقات التجهيز يعني التخلي عن مشروعات قادرة على تحقيق التنمية في الاقتصاد الوطني، لذا فإن صندوق ضبط الإيرادات ساهم في تمويل هذه النفقات خاصة في سنة 2013 عند ارتفاع حجم النفقات العامة.
- وجود أو تحقيق فائض في الصندوق يعني توفير سيولة فائضة عن الاقتصاد الوطني، ولقد عمل الصندوق على امتصاص هذه الفوائض واستغلالها في سد المديونية العامة وكذا سد العجز في الخزينة العامة.

## الفصل الثاني: مدى مساهمة صندوق ضبط الإيرادات في تحقيق الاستدامة المالية

- يمثل صندوق ضبط الإيرادات أداة أمانة في الاقتصاد الوطني، وهذا من خلال حل مشكلة تقلبات أسعار النفط ، وذلك من خلال المقارنة بين السعر الفعلي والسعر المرجعي من أجل التقليل من مخاوف انخفاض أسعار النفط التي تؤثر على تحقيق استدامة مالية والتي تنعكس سلبا على الاقتصاد الوطني الجزائري.

### الفرع الثاني: السلبيات

رغم أن صندوق ضبط الإيرادات له أثار ايجابية فيما يخص ضبط التوازنات المالية وتدعيم مسار الاستدامة المالية من سد العجز وتحقيق فوائض مالية، الا أنه لا يخلو من السلبيات التي يمكن عرضها في ما يلي :

- مادام صندوق ضبط الإيرادات يمول فقط من فائض قيمة الجباية النفطية، فإن محاولة تحقيق صندوق لاستدامة مالية في الجزائر على المدى الطويل، يبقى عرضة لتقلبات أسعار النفط في الأسواق العالمية وهذا لعدم التنوع في موارد الصندوق.
- اقتطاع موارد كبيرة من الصندوق لتغطية العجز في الخزينة العامة يبقونها تابعة للإيرادات النفطية في الجزائر.
- صندوق ضبط الإيرادات صندوق ادخاري وليس استثماري، مما يؤدي الى التمويل النسبي للموازنة العامة.

### المبحث الثاني: التجربة النرويجية في مجال صناديق الثروة السيادية

تعد تجربة النرويج نموذجاً في مجال صناديق الثروة السيادية إذ تحتل هذه الدولة مراتب متقدمة في هذا المجال بشهادة المنظمات الدولية والعديد من المواقع المهتمة بصناديق الثروة السيادية.

#### المطلب الأول: نشأة وتطور صندوق المعاشات الحكومي العالمي

في سنة 1990 أنشأت مملكة النرويج صندوق النفط (The petroleum Fund) لإدارة الثروة الطبيعية النرويجية على المدى الطويل وبأسلوب مستمر، والفكرة الأصلية وراء إنشاء صندوق النفط النرويجي كانت لدافعين اثنين، الدافع الأول هو استدامة الأصول المتأتمية من الثروات الطبيعية (النفط الخام، والغاز الطبيعي) وبادخارها واستثمارها على المدى الطويل للحفاظ عليها للأجيال القادمة، أما الدافع الثاني فهو حماية الاقتصاد المحلي من لعنة الموارد "The resource Curse" أو ما يعرف بالمرض الهولندي "Dutch Disease"<sup>1</sup>.

تهدف الحكومة النرويجية من خلال إنشاء صندوق النفط إلى تحقيق جملة أهداف تتمثل في ما يلي:

- تعزيز قدرة الحكومة على التسيير طويل الأجل لمداخل الثروة النفطية؛
- تحقيق مبدأ التوزيع العادل للثروات ما بين الأجيال (العدالة ما بين الأجيال)؛
- تحويل الثروة النفطية إلى ثروة مالية من خلال استثمارها في الأسواق المالية الدولية مع الأخذ بعين الاعتبار معياري العائد والمخاطرة؛
- الحفاظ على استقرار الموازنة العامة وحمايتها من أثر تقلبات المدخيل النفطية.

تغير إسم الصندوق إلى صندوق المعاشات الحكومي العالمي والعديد من التعديلات الأخرى كتوسع مهامه لتشمل دعم نظام التقاعد الحكومي والجدول الموالي يوضح لنا أهم المحطات التي مر بها صندوق المعاشات الحكومي العالمي منذ إنشائه حتى سنة 2015.

<sup>1</sup> NBIM,GPFG annual report , 2014, p :06.

## الفصل الثاني: مدى مساهمة صندوق ضبط الإيرادات في تحقيق الاستدامة المالية

الجدول رقم (2-3): أبرز المحطات التي شهدها صندوق المعاشات الحكومي العالمي منذ إنشائه

السنة	الحدث
1990	البرلمان النرويجي "Stortinget" يصادق على قانون تأسيس صندوق النفط الحكومي
1996	بداية النشاط الفعلي للصندوق بعد تلقيه أول تحويل فائض مالي نفطي، والاستثمار اقتصر فقط على الاستثمار في السندات الحكومية
1998	الاستثمار في الأسهم (40% أسهم - 60% سندات)
2000	تم إضافة خمسة أسواق ناشئة للمؤشر المرجعي لأسهم الصندوق "benchmark index"
2002	تم إضافة السندات الغير الحكومية للمؤشر المرجعي "benchmark index"
2004	تم إقرار مبادئ أخلاقية إلزامية لاستثمارات الصندوق
2006	تم تغيير اسم الصندوق من صندوق النفط الحكومي إلى صندوق المعاشات الحكومي العالمي
2007	اتخاذ قرار رفع استراتيجية الاستثمار في الأسهم إلى 60%
2008	مخطط لاستثمار 5% من إجمالي أصول الصندوق في العقارات "real estate" في الأسواق الناشئة التي تدرج أسهمها ضمن المؤشر المرجعي "benchmark index"
2010	تقييم الإدارة النشطة
2011	أول استثمار في العقارات اكتمل في الربع الأول من سنة 2011 بلندن
2012	تنويع الاستثمارات عبر مناطق جغرافية أخرى
2013	الصندوق يحقق أكبر عائد سنوي منذ انشائه والقيمة السوقية للصندوق ترتفع الى أكثر من 1200 مليار كرونة كما أن الصندوق في هذه السنة يحقق أول استثمار له في العقارات "real estate" في الولايات المتحدة الأمريكية
2015	المجلس الأخلاقي يرسل توصياته للصندوق عوضاً عن وزارة المالية النرويجية، والمجلس التنفيذي لبنك النرويج اتخذ قراراته في ما يخص مراقبة واستبعاد الشركات.

Source :NBIM, on site web : <https://www.nbim.no/en/the-fund/the-history/>, on 23/04/2017 at :14.40

## الفصل الثاني: مدى مساهمة صندوق ضبط الإيرادات في تحقيق الاستدامة المالية

ولقد تطورت أصول صندوق المعاشات الحكومي العالمي كما هو مبين في الجدول التالي:

الجدول رقم (04-02): تطور أصول صندوق المعاشات الحكومي العالمي من سنة (2004-2016)

السنة	إجمالي الأصول ( مليار كرونة نرويجية )
2004	1.016
2005	1.399
2006	1.784
2007	2.019
2008	2.275
2009	2.640
2010	3.077
2011	3.312
2012	3.816
2013	5.816
2014	6.431
2015	5.700
2016	6.920

المصدر : من إعداد الطالبتين بالاعتماد على:

- NBIM ,GPFG Annuel Report ,2015 ,2016 ,p :34
- NBIM, GPFG Annuel Report, 2014,p : 8
- NBIM, GPFG Annuel Report, 2010,p : 2
- NBIM, GPFG Annuel Report, 2009,p : 4
- NBIM, GPFG Annuel Report, 2007,p : 2
- NBIM, GPFG Annuel Report, 2006,p : 2
- NBIM, GPFG Annuel Report, 2005,p : 2
- NBIM, GPFG Annuel Report, 2004,p : 2

نلاحظ من الجدول أعلاه أن أصول الصندوق تطورت بشكل ملحوظ إذ تخطت عتبة المليار كرونة نرويجية سنة 2004، وعتبة 2 مليار كرونة سنة 2007، وعتبة 3 مليار كرونة سنة 2010، وقفزت إلى 5 مليار كرونة سنة 2013، وتخطت عتبة 6 مليار كرونة سنة 2014، وكان هذا فقط في عشر سنوات حيث يقدر ارتفاع الحاصل في أصول الصندوق من سنة 2004 حتى سنة 2014 بـ 5.415 مليار كرونة، أما فيما يتعلق بسنة 2015 فقد عرفت إجمالي الأصول تذبذب ملحوظ قدرت بـ 5.7 مليار كرونة لتعود وترتفع مرة أخرى في 2016 قدرت بـ 6.92 مليار كرونة. وبالتالي فصندوق المعاشات الحكومي العالمي أكبر صندوق ثروة سيادي في العالم من حيث حجم الأصول.

## الفصل الثاني: مدى مساهمة صندوق ضبط الإيرادات في تحقيق الاستدامة المالية

### المطلب الثاني: حوكمة صندوق المعاشات الحكومي العالمي واستراتيجيته الاستثمارية

سننظر في هذا المطلب إلى الجهات المكلفة بالإشراف والرقابة على أكبر صندوق سيادي في العالم وأكثرهم حوكمة إلى غاية الآن.

#### الفرع الأول: الإشراف على صندوق المعاشات الحكومي العالمي

البرلمان النرويجي (Stortinget)\* نص في قانون تأسيس صندوق المعاشات الحكومي العالمي على أن وزارة المالية النرويجية هي المسؤولة عن إدارة الصندوق، ويتولى البنك المركزي النرويجي (Norges Bank) إدارة عمليات الصندوق من خلال وحدة إدارة الاستثمارات (NBIM)\* التابعة له، وهناك إتفاقية تنظيم العلاقة بين وزارة المالية والبنك المركزي، وقامت وزارة المالية بإصدار مبادئ توجيهية لاستثمارات الصندوق من خلال قوانين وأحكام تكميلية وكذلك سنه مبادئ أخلاقية لإدارة الصندوق، والبنك المركزي النرويجي (Norges Bank) يدير أصول صندوق المعاشات الحكومي العالمي نيابة عن الشعب النرويجي، والذي يضمن مشاركة الأجيال القادمة لثروة البلد من النفط من خلال إدارة أصول الصندوق على المدى الطويل، وتخضع وحدة إدارة الاستثمارات التابعة للبنك المركزي (NBIM) لرقابة داخلية وخارجية من طرف البنك المركزي النرويجي لقمع الممارسات الغير أخلاقية، ويخضع البنك المركزي النرويجي إلى رقابة شديدة من طرف وزارة المالية النرويجية وذلك من خلال متابعة مدى تطبيقه للخطط والاستراتيجيات التي تعدها وذلك من خلال التقارير الفصلية والسنوية، أما وزارة المالية فتخضع لرقابة شديدة هي الأخرى من طرف البرلمان النرويجي الذي كلفها بمسؤولية إدارة الصندوق، وذلك من خلال التقارير والقوانين المتعلقة بالصندوق على مواقعها الإلكترونية، وهذا ما يبينه المخطط الموالي (GPEG).<sup>1</sup>

\* البرلمان النرويجي يطلق عليه هذه التسمية.

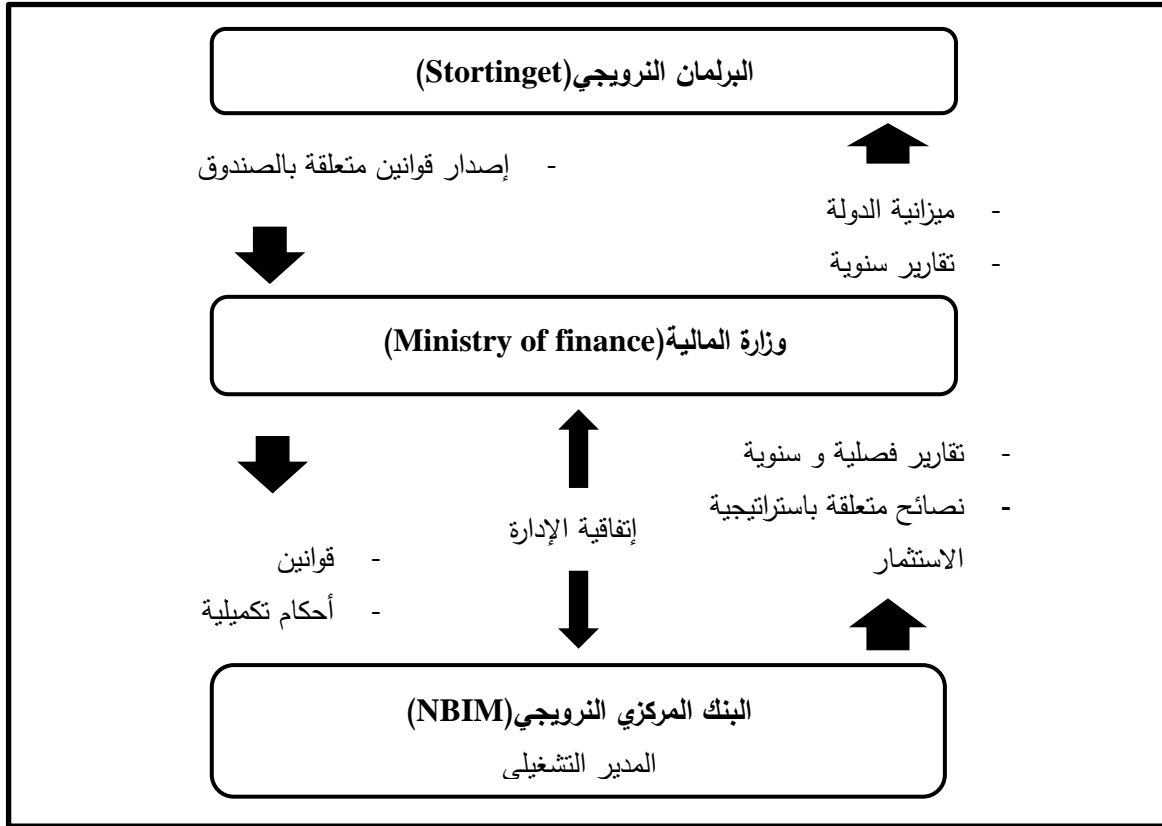
\*NBIM : Norges bank investement Management

<sup>1</sup> NBIM , GPFGE annual report 2016,op – cit, p:6



## الفصل الثاني: مدى مساهمة صندوق ضبط الإيرادات في تحقيق الاستدامة المالية

الشكل رقم (01-02) : الإشراف والرقابة على صندوق المعاشات الحكومي العالمي



Source :NBIM, GPF annual report, 2016, p :07

من المخطط يتضح لنا مهام كل من البرلمان النرويجي ووزارة المالية، والبنك المركزي النرويجي :

### • البرلمان النرويجي:

وتتمثل مهامه في:

- إصدار قوانين وتشريعات محددة الأهداف ومهام وكيفية إدارة صندوق المعاشات الحكومي العالمي؛
- مراقبة ومساءله وزارة المالية باعتبارها الجهة المالكة للصندوق وإجبارها على تقديم تقرير سنوي حول كيفية وأداء الصندوق.

### • وزارة المالية: ( Ministry of Finance ):

- إصدار تعليمات وتوجيهات خاصة بكيفية إدارة الصندوق؛
- إعداد استراتيجية استثمار لأصول الصندوق عن طريق تكوين محفظة استثمار مرجعية تتضمن أنواع؛ الأصول المالية المستثمر فيها، واماكن استثمار هذه الأصول، والزام الهيئة المسيرة بالالتزام بها؛

## الفصل الثاني: مدى مساهمة صندوق ضبط الإيرادات في تحقيق الاستدامة المالية

- إعداد مبادئ أخلاقية لاستثمارات الصندوق والعمل على إقصاء الشركات المخالفة لهذه المبادئ من استثمارات الصندوق؛
- تقديم تقرير سنوي للبرلمان يتضمن تقييم سياسات إدارة وأداء الصندوق.
- **البنك المركزي النرويجي (NBIM):**

وتتمثل مهامه في:

- العمل على تحقيق أكبر عائد ممكن لاستثمارات الصندوق مع الأخذ بعين الاعتبار المخاطر المصاحبة لهذه الاستثمارات.
  - الالتزام باستراتيجية الإستثمار المعتمدة من طرف وزارة المالية والعمل على تقليص هامش الخطأ والانحرافات المعيارية في محفظة الإستثمار الفعلية للصندوق والمحفظة المرجعية المعتمدة من طرف وزارة المالية.
  - إعداد نظام لقياس مختلف أنواع المخاطر المصاحبة لاستثمارات الصندوق.
- الفرع الثاني: الاستراتيجية الاستثمارية لصندوق المعاشات الحكومي العالمي**

تقوم وزارة المالية بإعداد استراتيجية إستثمار أصول الصندوق والتي يلتزم بها البنك المركزي النرويجي من خلال الوحدة التابعة له (NBIM) بصفته مديرا للصندوق، وتتغير هذه الاستراتيجية وفقا للظروف السائدة ولقد عرفت العديد من التعديلات في الفترة ما بين 1996 حتى 2016 ويمكن إبرازها في الجدول الموالي:

**الجدول رقم (02-05): التعديلات التي أجريت على الاستراتيجية الاستثمارية من (1998 - 2016) :**

السنة	التعديل
1996	اقتصار الاستراتيجية الاستثمارية في الإستثمار في السندات الحكومية 100 %
1998	تعديل الاستراتيجية الاستثمارية لتصبح 40% أسهم و60% سندات حكومية
2007	تعديل الاستراتيجية الاستثمارية لتصبح 60% أسهم و40 % سندات حكومية
2008	تعديل الاستراتيجية لتشمل الإستثمار في العقار بحيث أصبحت 60% أسهم و35 أسهم و5 % عقارات
2016	تعديل مكونات المحفظة لتصبح: 62.5% أسهم 34.3 سندات و3.2 عقارات

Source: NBIM, on web Site: <http://www.nbin.no/en/the-fund/the-History/>, in 18.04-2017; at 18:00.

وتهدف الحكومة النرويجية من خلال الإستثمار في الأسواق المالية الدولية لتحقيق جملة من الأهداف وهي:

## الفصل الثاني: مدى مساهمة صندوق ضبط الإيرادات في تحقيق الاستدامة المالية

- الفصل بين صندوق النفط والموازنة العامة لتجنب التداخل الذي يحصل بينهما من حيث الأهداف والوظائف.

- تجنب التأثيرات السلبية للثروة النفطية على الاقتصاد النرويجي المتمثلة في ارتفاع سعر صرف العملة المحلية وانخفاض تنافسية القطاعات الخارجية داخل وخارج الوطن، ضف إلى ذلك توجيه الموارد المالية نحو القطاع النفطي وهي التأثيرات المعروفة بالمرض الهولندي dutch Disease.

- تحقيق أكبر عائد ممكن بالنظر لتنوع المحافظ المالية التي يمكن للصندوق الاستثمار فيها وتجنب انخفاض قيمة أصول الصندوق في حالة الاحتفاظ بها في شكل سيولة نقدية.

- إن الاستثمار في الأصول المالية يمكن الحكومة من الحصول على السيولة النقدية في أقل مدة زمنية ممكنة بالنظر إلى سرعة تحويل هذه الأصول إلى سيولة نقدية.

وتقوم الاستراتيجية الاستثمارية لصندوق المعاشات الحكومي العالمي على عدة مبادئ والتي تلزم البنك المركزي النرويجي بتطبيقها وهي:<sup>1</sup>

- اقتصار نشاط الصندوق على الاستثمار في الأسواق الخارجية ومنع الاستثمار في أصول الشركات النرويجية.
- تحديد مكونات المحفظة الاستثمارية والأماكن الجغرافية الاستثمار الصندوق.
- إعداد محفظة استثمار مرجعية للصندوق والزام البنك المركزي النرويجي بضرورة التقيد بها من أجل التقليل من المخاطر المصاحبة لاستثمارات الصندوق.
- إضفاء الطابع الأخلاقي على استثمارات الصندوق بالإمتناع عن الاستثمار في الشركات والبلدان التي تنتهك المبادئ الأخلاقية المحددة سلفاً من طرف الحكومة.

كما أن هناك محفظة استثمارية مرجعية من أجل تدنية المخاطر المتعلقة بالاستثمار، وهناك محفظة استثمارية فعلية للصندوق، وسنبين كل استراتيجية على حدى:

### ❖ مكونات المحفظة الفعلية في 2016:

في ديسمبر 2016 كانت الاستراتيجية الاستثمارية كالتالي:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> نيبيل بوفليج، دور الذكاء الاقتصادي في تحسين أداء صناديق الثروة السيادية صندوق الثروة النرويجي نموذجاً، مداخلة في الملتقى الدولي السادس حول: "الذكاء الاقتصادي والتنافسية المستدامة في منظمات الأعمال الحديثة" جامعة حسيبة بن بوعلي - الشلف - الجزائر أيام 07-08 نوفمبر 2012، ص:08.

<sup>2</sup> NBIM, on web site: <https://www.nbim.no/en/investments/>, in 31.12.2016, at 15:00.

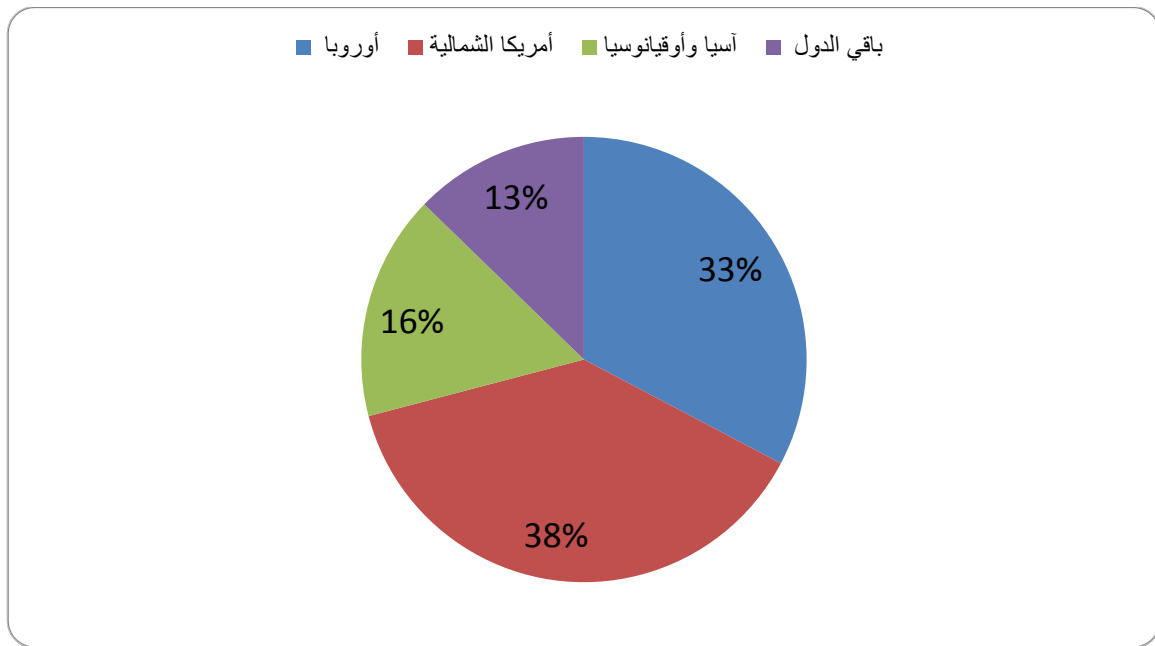
## الفصل الثاني: مدى مساهمة صندوق ضبط الإيرادات في تحقيق الاستدامة المالية

- 62.5% من أصول الصندوق للإستثمار في الأسهم (Equities).
- 34.3% من أصول الصندوق للإستثمار في السندات (Fixed income).
- 3.2% من أصول الصندوق للإستثمار في العقارات (Reale state).

ويستثمر الصندوق عالميا في الأسهم الدولية، والدخل الثابت والعقارات والهدف من ذلك هو وجود استثمارات متنوعة بشكل جيد توزع المخاطر وتولد أعلى عائد ممكن في إطار ولاية وزارة المالية.

في نهاية 2016 كانت استثمارات الصندوق في أوروبا 36% أما في الشمال الأمريكي 42% و18% في آسيا وأوقيانوسيا، أما في الدول الأخرى 4% كما هي مبينة في الشكل الموالي من حيث المناطق الجغرافية.

الشكل رقم (02-02) : توزيع استثمارات صندوق المعاشات الحكومي العالمي جغرافيا لسنة 2016



Source : norges bank investment management, p :34 .

نلاحظ من الشكل في الأعلى أن معظم استثمارات صندوق المعاشات الحكومي الدولي تتمركز في كل من أوروبا والشمال الأمريكي إذ تقدر ب 78% من أصول الصندوق، وتتنوع حوالي 22% بين باقي المناطق الجغرافية.

ولقد قامت وزارة المالية النرويجية بخطوة مسبقة وذلك بإصدار مبادئ أخلاقية والتي يتعين على إدارة الصندوق احترامها، إذ يمنع على الصندوق الاستثمار في الشركات التي لا تحترم حقوق الأطفال،

## الفصل الثاني: مدى مساهمة صندوق ضبط الإيرادات في تحقيق الاستدامة المالية

الشركات التي تلوث البيئة والمتسببة في تغيير المناخ والمسرفة في استخدام المياه، كما أن إدارة الصندوق تعتبر الاستثمار في الشركات والدول التي تنتهك المبادئ الأخلاقية التي يعمل بها الصندوق من المخاطر المتعلقة بالمحيط، وتتوقع إدارة الصندوق من الشركات والدول المتلقية لاستثمارات الصندوق الالتزام بهذه المبادئ، وليس هذا فقط فإدارة الصندوق تتابع نشاط الشركات المستثمر فيها.<sup>1</sup>

### المطلب الثالث: تقييم تجربة صندوق النرويج في تحقيق الاستدامة المالية

صندوق المعاشات الحكومي العالمي هو عبارة عن صندوق ذو ثروة سيادية استثمارية حيث يقوم بالاستثمار خارج مملكة النرويج في شكل أسهم وسندات وعقارات، ومن أجل تقييم هذا الصندوق ومعرفة مدى فعاليته وكفاءته في تحقيق الاستدامة المالية لا بد من التركيز على كل من عاملين لا بد أن يأخذهما المستثمر بعين الاعتبار، هما عامل العائد والمخاطر، سنقوم بتحديد هذين العاملين من خلال التقارير السنوية التي تنشرها إدارة الصندوق (NBIM) على موقعها الإلكتروني.

#### الفرع الأول: تقييم صندوق المعاشات الحكومي العالمي

إن تحديد مدى فعالية وكفاءة مختلف استراتيجيات وسياسات إدارة استثمارات الصندوق سيستلزم معرفة وتحليل النتائج المحققة خلال فترات زمنية محددة، وفي نفس السياق يقوم بنك الاستثمار النرويجي (NBIM) بنشر تقارير فصلية وسنوية تبرز فيها التطورات.

#### أولاً: تحديد تطور عائد المحفظة الاستثمارية للصندوق:

يوضح الجدول التالي تطور العائد الحقيقي للمحفظة الاستثمارية لصندوق المعاشات الحكومي العالمي.

#### الجدول رقم (02-06): تطور العائد الحقيقي للصندوق من (1998-2016)

جوان 2016	2016	2013	2008	1998	
6.92%	5.72%	9.22%	5.25%	5.70%	العائد الإسمي للصندوق
1.60%	1.06%	1.31%	1.77%	1.76%	التضخم السنوي
0.05%	0.06%	0.06%	0.08%	0.09%	رسوم الإدارة السنوية
5.27%	4.56%	7.74%	3.35%	3.79%	العائد الحقيقي

Source: NBIM, GPF Annual report, 2016 ;op-cit,p37

<sup>1</sup> NBIM ,GPF responsible investment,2016, p :09

## الفصل الثاني: مدى مساهمة صندوق ضبط الإيرادات في تحقيق الاستدامة المالية

من الجدول (02-06) يمكن تقسيم أهم المحطات التي مر بها العائد الحقيقي من سنة 1998 إلى سنة 2016، أي ثلاث فترات هي:

- **الفترة الأولى (1998-2008):** نلاحظ أن العائد الاسمي تراجع سنة 2008 مقارنة بسنة 1998 من 5.70% إلى 5.25% وهذا بسبب الازمة المالية العالمية لسنة 2008، كما نلاحظ أيضا أن معدل التضخم في هذه الفترة مرتفع وبالتالي يؤثر بشكل كبير على العائد الحقيقي، في حين نجد أن تكاليف ادارة الاستثمارات تكاد تكون ثابتة.
- **الفترة الثانية (2008-2013):** بعد التدهور الذي عرفه العائد الاسمي سنة 2008 يبدو أن ملامح التعافي من أثر أزمة الرهون العقارية يظهر جليا من خلال العائد الذي تحقق سنة 2013، كما لا يخفي علينا أن إدارة الصندوق قامت بتعديل الاستراتيجية الاستثمارية في هاته الفترة والتي تمنح الأفضلية للاستثمار في الأسهم، وهنا يمكن القول أن التعديل الذي أجرته إدارة الصندوق على الاستراتيجية الاستثمارية كان خيارا جيدا من خلال النتائج المحققة، كما نلاحظ أيضا تراجع معدلات التضخم وتراجع تكاليف إدارة الاستثمارات مقارنة بسنة 2008.
- **الفترة الثالثة (2013-2016):** شهدت هذه الفترة تدهورا كبيرا للعائد الاسمي كما نلاحظ في الجدول أعلاه، فبعد النتيجة الايجابية الجيدة لسنة 2013 إنخفض العائد إلى 5.72% في بداية سنة 2016، وعرف ارتفاعا طفيفا في جوان من نفس السنة، ويمكن إرجاع ذلك لتراجع أسعار النفط في هاته الفترة، كما نلاحظ أيضا أن معدل التضخم مرتفع نوعا في جوان 2016، مقارنة بالسنوات الأخرى، في حين أن تكاليف إدارة الاستثمارات تكاد تكون ثابتة.

**ثانيا: تحديد تطور عوائد مكونات المحفظة من (1998-2016):** وذلك من خلال تحديد العائد الحقيقي للمحفظة الاستثمارية والجدول التالي يبين تطور عوائد مكونات المحفظة.

**الجدول رقم (02-07): تطور العائد السنوي لحقوق الملكية والدخل الثابت والعقارات (1998 - 2016)**

الوحدة: نسب مئوية

السنوات	الأسهم	السندات	العقارات	إجمالي الدخل
1998	-	9.31	-	9.26
1999	34.81	0.99-	-	12.44
2000	5.82-	8.41	-	2.49
2001	14.60-	50.4	-	2.47-
2002	24.39-	9.90	-	4.74-
2003	22.84	5.25	-	12.59
2004	13.00	6.10	-	8.94

## الفصل الثاني: مدى مساهمة صندوق ضبط الإيرادات في تحقيق الاستدامة المالية

11.09	-	3.82	22.49	2005
7.92	-	1.93	17.04	2006
4.26	-	2.96	6.82	2007
23.31-	-	0.54-	40.71-	2008
25.62	-	12.49	34.27	2009
9.62	-	4.11	13.34	2010
2.54-	4.37-	7.03	8.84-	2011
13.42	5.77	6.68	18.06	2012
15.95	1.79	0.10	26.28	2013
7.58	10.42	6.88	7.90	2014
2.74	9.99	0.33	3.83	2015
6.92	0.78	4.32	8.72	2016

Source :NBIM ,GPFGB annual reports, 2016 , op-cit, p:35.

بعد قراءة الجدول يمكن استخلاص ما يلي:

- **محفظة الأسهم:** نلاحظ من خلال الجدول أن العائد الحقيقي حقق نتائج سالبة في السنوات 2000، 2001، 2002، 2008 و2011، وعليه يمكن القول بأن العائد الحقيقي مر بالفترات التالية:

- **الفترة الأولى (1988 - 1999):** حقق العائد الحقيقي نتائج إيجابية وهي السنة التي بدأ فيها عمليات الاستثمار في الأسهم.

- **الفترة الثانية (2000 - 2003):** فبعد النتائج الإيجابية لسنة 1998 وسنة 1999 عرفت الفترة ما بين 2000 و2003 معدلات سالبة للعائد الحقيقي وهذا راجع أكيد لقلّة خبرة إدارة الصندوق بما يتعلق في الإستثمار في الأسهم.

- **الفترة الثالثة (2004-2008):** يبدو أن إدارة الصندوق في هذه الفترة قد تمكنت من إدراك النتائج السلبية للسنوات الثلاثة الماضية، إذ حقق العائد الحقيقي معدلات موجبة بالرغم من أنها متقلبة ، لتتخفف سنة 2007 والسبب هو أزمة الرهون العقارية وإنهار العائد الحقيقي تماما سنة 2008 بسبب تقادم أزمة الرهون العقارية.

- **الفترة الرابعة (2009-2011):** وفي سنة 2009 حقق العائد الحقيقي ثاني رقم قياسي بعد سنة 1998 إذ بلغ 34.27% ثم إنخفض سنة 2010 بمقدار 20.93% مقارنة بسنة 2009 ثم حقق نتيجة سالبة سنة 2011 بسبب تقادم أزمة الديون السيادية خاصة في الولايات المتحدة الأمريكية والإتحاد الأوروبي.

- **الفترة الخامسة (2012-2014):** حقق العائد الحقيقي نتائج موجبة خاصة في سنتي 2012 و2013، أما في سنة 2014 إلى غاية 2016 عاود في الإنخفاض بسبب تقادم الأزمات المالية العالمية.

## الفصل الثاني: مدى مساهمة صندوق ضبط الإيرادات في تحقيق الاستدامة المالية

• **محفظة السندات:** نلاحظ من الجدول أن العائد الحقيقي لمحفظة السندات موجبة في جميع السنوات ما عدا سنة 1999 وسنة 2008 ويمكن القول أن العائد الحقيقي لمحفظة السندات مر بالفترات التالية:

- **الفترة الأولى(1998-1999):** حيث انخفض العائد الحقيقي بشكل كبير وحقق نتيجة سالبة سنة 1999، وهذا راجع إلى استخدام عمليات الإستثمار في الأسهم.

- **الفترة الثانية(2000-2004):** في هذه الفترة الممتدة بين سنة 2000 و2004 عرف العائد الحقيقي معدلات موجبة خاصة في السنوات 2002،2003،2004.

- **الفترة الثالثة(2005-2008):** وانطلاقا من سنة 2005 بدأ العائد الحقيقي ينخفض تدريجيا حتى إنهار تماما سنة 2008 بسبب تفاقم أزمة الرهون العقارية التي شهدها العالم في صيف 2007، وقد حقق العائد الحقيقي معدلا سالبا عام 2008.

- **الفترة الرابعة(2009-2016):** في سنة 2009 بلغ العائد الحقيقي معدلا غير مسبوق حيث بلغ 12.49% لأول مرة منذ 1998 ولكن إنخفض مجددا سنة 2010، وارتفع مجددا سنة 2011، وإنخفض بشكل طفيف في سنة 2013 مقارنة بسنة 2012، وإنهار تماما في سنة 2013 أما سنة 2014 فعاود في الإرتفاع من جديد، ليعود وينخفض تماما ففي سنة 2015 ويعاود الإرتفاع في سنة 2016 ليحقق 4.32%.

• **محفظة العقارات:** اكتمل أول استثمار في العقارات سنة 2011 وبالتالي فإن الاستثمار في العقارات لا يزال حديثا على الصندوق مقارنة بالاستثمار في الأسهم والسندات.

نلاحظ من الجدول أن العائد الحقيقي على الاستثمار سالب سنة 2011 وهي السنة التي تحقق فيها أول استثمار في العقارات، ولكن في سنة 2012 حقق نتيجة إيجابية و بالتالي تضاعفت سنة 2013 وبالرغم من انخفاض العائد الحقيقي بشكل ضعيف في سنة 2014 مقارنة بسنة 2013 إلا أنه في سنة 2016 يرجع العائد الحقيقي في العقارات ويسجل انهيارا تام ويحقق 0.78% إلا أن الاستثمار في العقارات يبدو خيارا واعدا .



## الفصل الثاني: مدى مساهمة صندوق ضبط الإيرادات في تحقيق الاستدامة المالية

### الفرع الثاني: عوامل نجاح صندوق المعاشات الحكومي العالمي

من خلال عرضنا وتحديد النتائج التي حققها صندوق المعاشات الحكومي في أواخر 2016 يمكن القول بأنه تجربة رائدة بكل المقاييس في محاولة تحقيق استدامة مالية لأجيال قادمة على المدى البعيد، وذلك بحكم شهادة العديد من المؤسسات والمنظمات الدولية فصندوق المعاشات الحكومي العالمي يحتل المراتب الأولى عالميا سواء من حيث الشفافية أو من حيث الحوكمة، وهناك العديد من العوامل والسياسات التي جعلت منه صندوق سيادي يحتدى به في مجال المصادر النفطية وعوائدها، ويمكن تقسيم تلك العوامل إلى عوامل داخلية وأخرى خارجية وهي:

**أولاً: العوامل الخارجية:** تتمثل في توفير بيئة اقتصادية وسياسية سليمة، كذلك الموقع الجغرافي الذي تحتله المملكة في القارة الأوروبية كلها عوامل ساعدتها خاصة في مجال التجارة الدولية ضف إلى ذلك ضعف ارتباطها بالريع النفطي (اقتصادها ليس نفطياً) وتنوع و وفرة الظروف الملائمة لعمل الصندوق مقارنة بالدول الأخرى في محاولة تحقيقها لاستدامة مالية خارج قطاع المحروقات، وهذا بالإضافة إلى وجود بيئة سياسية مبنية على الشفافية والمساءلة وتحديد المسؤوليات والمبادئ الأخلاقية وفرت للصندوق الجو الاستثماري الملائم لممارسة نشاطاته الاستثمارية حول العالم.

**ثانياً: العوامل الداخلية:** وهي عوامل مرتبطة بالصندوق تتمثل في:

- وجود هيكل تنظيمي متكامل يوضح بدقة أهداف الصندوق، يحدد فيه مسؤوليات ومهام الموظفين فيه ويسهل عملية المراقبة والإشراف عليه مما يضمن درجة كبيرة من الفعالية لبلوغ الأهداف المسطرة والمرجوة في محاولة تحقيق استدامة مالية وتحقيق عوائد استثمارية.
- يتبع الصندوق استثمارية واضحة المعالم والأهداف تتميز بالمرونة والقدرة على التكيف مع الأوضاع الاقتصادية السائدة، ضف إلى ذلك وجود مبادئ توجيهية تصدرها سلطات عليا متمثلة في وزارة المالية النرويجية لتفادي كل الأخطار المصاحبة للاستثمار.
- اعتماد الصندوق على المبادئ الأخلاقية في استثماراته ويخضع المؤسسات والهيئات وحتى الحكومات التي يستثمر فيها للمساءلة والمراقبة حتى لا تكون هناك انتهاكات لتلك المبادئ التي تعد أساسية بالنسبة للصندوق.
- توفر قدر عالي من الشفافية وإتاحة المجال للرأي العام ووسائل الإعلام والباحثين بالإطلاع على القوانين والتوجيهات المرتبطة بالصندوق.

### المبحث الثالث: مقترح تحويل صندوق ضبط الإيرادات لصندوق ثروة سيادي

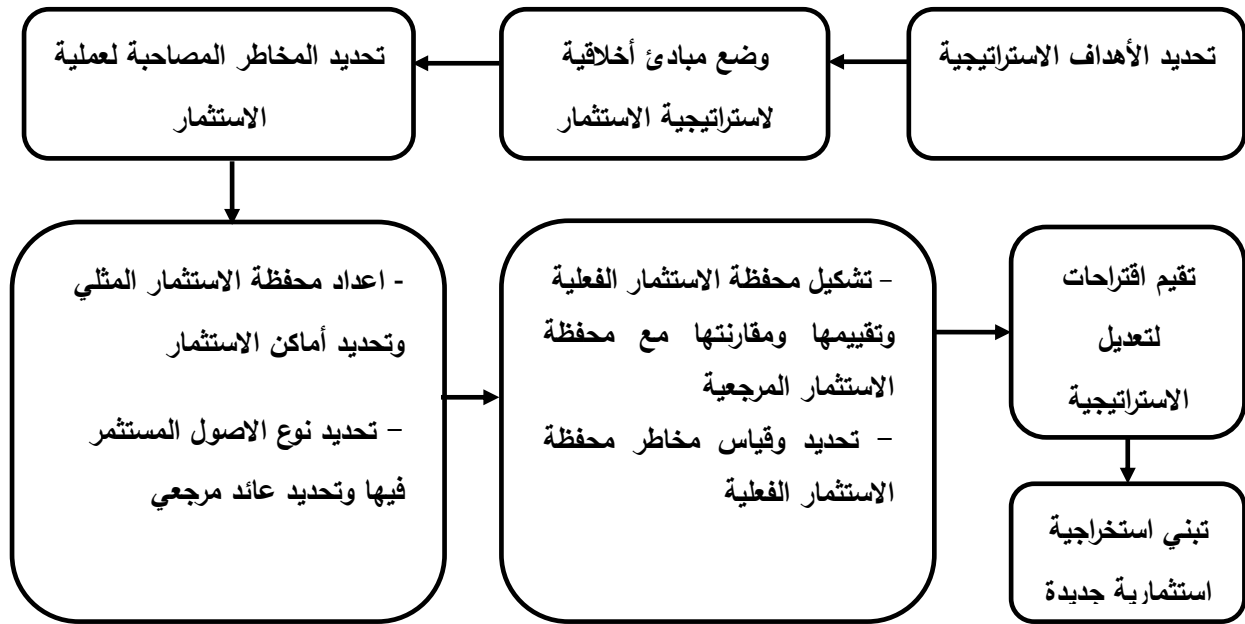
بعد عرضنا لكل من تجربتي الجزائر والنرويج في ما يخص تحقيق الاستدامة المالية عن طريق آلية صناديق الثروة السيادية، وتقييم كل منهما ارتأينا إقتراح نموذج لصندوق ثروة سيادي جزائري انطلاقا من التجربة النرويجية الرائدة في هذا المجال.

#### المطلب الأول: استراتيجية الاستثمار في صندوق الثروة السيادي الجديد

إن تحقيق الأهداف البعيدة المدى لصندوق الاستثمار الجزائري الجديد يتطلب القيام بنشاط استثماري خارجي، وفي نفس السياق يتعين على مجلس إدارة الصندوق إعداد استراتيجية استثمار واضحة المعالم والأهداف، تتميز بالمرونة والقدرة على التكيف مع مختلف الظروف الاقتصادية، علما أن تحقيق هذه المميزات يتم عن طريق القيام بتقييم دوري ومستمر للاستراتيجية.<sup>1</sup>

إن إعداد وتنفيذ استراتيجية الاستثمار للصندوق لا بد أن تقوم على نقاط معينة، يمكن توضيحها في ما يلي :

#### الشكل رقم (02-03): مراحل إعداد وتنفيذ استراتيجية الإستثمار في الصندوق



المصدر: من إعداد الطالبتان بالاعتماد على:

1 - محمد مطر، إدارة الاستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات العملية، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر، 2009، ص: 129-130.

1 محمد مطر، إدارة الاستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات العملية، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر، 2009، ص: 129-130.

## الفصل الثاني: مدى مساهمة صندوق ضبط الإيرادات في تحقيق الاستدامة المالية

من الشكل رقم (2-3) أعلاه تتوضح معالم الاستراتيجية الاستثمارية التي يجب أن يتبناها صانعو القرارات والسياسات في الصندوق لضمان تسيير أمثل لأصوله، وتحقيق نتائج إيجابية من الاستثمار، وفي ما يلي شرح لكل مرحلة على حدى، كالآتي:

✓ **الأهداف الاستراتيجية:** إن الهدف الرئيسي للاستراتيجية الإستثمار يتمثل في تحقيق أعظم عائد ممكن مع أقل خطر ممكن، ومن أجل تحقيق هذا الهدف يمكن للصندوق استخدام أساليب استثمارية طويلة المدى وقصيرة المدى مثل شراء أسهم خاصة بشركات عالمية بغرض الاحتفاظ بها و دون بيعها في السوق المالي .

✓ **وضع مبادئ أخلاقية للاستثمارات الصندوق:** إن تقييد النشاط الإستثماري للصندوق بضوابط أخلاقية يساهم في تعزيز المكانة الاقتصادية والسياسية للجزائر على الساحة الدولية. يمكن اقتراح مجموعة من المبادئ يتعين على إدارة الصندوق الإلتزام بها:

- منع الاستثمار في الشركات التي تنشط في مجالات تتعارض مع مبادئ الشريعة الإسلامية مثل شركات إنتاج الكحول والتبغ.

- منع الاستثمار في البلدان الغير صديقة للجزائر والشركات المتعاملة معها.

✓ **تحديد المخاطر المصاحبة لعملية الاستثمار:** وهي مهمة يكلف بها قسم مراقبة و قياس المخاطر المحتملة على استثمارات الصندوق وهناك ثلاثة أنواع للمخاطر:

• **المخاطر المنتظمة "مخاطر سوقية" Systematic Risks:** وهي المخاطر الناتجة عن عوامل تؤثر في استثمارات الصندوق بوجه عام أي تؤثر أساسا، بعدم استقرار المحيط الاقتصادي مما ينتج عنه تقلبات تشمل أسعار الفائدة، وأسعار الصرف مما يؤدي إلى انخفاض في القيمة السوقية لاستثمارات وانخفاض عوائده.

• **المخاطر الغير المنتظمة "مخاطر الغير السوقية" Non Systematic Risks:** هي مخاطر ناتجة عن عوامل تتعلق بشركة معينة، وتكون مستقلة عن عوامل مؤثرة في النشاط الاقتصادي ككل، ومن أهم هذه العوامل حدوث إضراب عمالي، أو الأخطاء الإدارية أو ظهور اختراعات جديدة أو تغيير أذواق المستهلكين .

• **المخاطر التشغيلية:** هي مخاطر مرتبطة بإدارة وتسيير الصندوق تنتج بسبب أخطاء متعمدة أو غير متعمدة من الإدارة، على غرار أخطاء في اتخاذ قرارات الاستثمار أو خلل في نظام المعلومات الخاص بالصندوق.

✓ **إعداد محفظة الاستثمار المثلى:** بعد تحديد الأهداف والمبادئ والمخاطر المحيطة باستراتيجية الاستثمار في الصندوق، يمكن للإدارة بإعداد محفظة مثلى للصندوق تعتمد على مبدأ التنوع ولنجاح سياسة التنوع يقتضي مراعاة ثلاثة اعتبارات :

## الفصل الثاني: مدى مساهمة صندوق ضبط الإيرادات في تحقيق الاستدامة المالية

- **تنوع المخاطر الاستثمارية:** من المعروف أن أكبر المخاطر التي تواجه المحافظ الاستثمارية تتمثل في المخاطر السوقية، وهي مخاطر يمكن توقعها حسب الدورات سوقية، بالإضافة إلى مخاطر غير منتظمة تحدث لأسباب خارجية عن ظروف السوق المالي و يصعب التنبؤ بيها، وفي نفس السياق يجب التنبيه سياسة التنويع لا تتجح في تخفيض المخاطر الغير السوقية، لكنها تساهم في تخفيض المخاطر السوقية .
- **عدد أصول المحفظة:** كلما زاد عدد أدوات الاستثمار التي تتشكل منها المحفظة، كلما زادت فعالية سياسة التنويع في تخفيض مخاطرها والعكس صحيح، لكن يجب مراعاة وجود معقول لتعدد تشكيلة أصول المحفظة للحفاظ على جدوى سياسة التنويع ولتقليل نفقات إدارتها.
- **معامل الارتباط بين أصول المحفظة:** يعتبر من أكثر العوامل حسما في نجاح أو فشل سياسة تنويع أصول المحفظة، إذ على نوع الارتباط القائم بين عوائد ومخاطر أصول المحفظة، من جهة وقوة وضعف معامل الارتباط بينما من جهة أخرى تتوقف فعالية سياسة التنويع، إذ يجب على إدارة الصندوق تشكيل محفظة استثمارية مكونة من أصول غير مترابطة ومترابطة باعتبار أن انخفاض عائد أصل من أصول المحفظة سيؤدي إلى ارتفاع في عوائد أصول أخرى في المحفظة.
- ✓ **تشكيل محفظة الإستثمار الفعلية:** بعد إعداد مجلس إدارة الصندوق لمحفظة الاستثمار المتلى، وحساب العائد المرجعي تقوم الإدارة بتكوين محفظة استثمارية فعلية متطابقة مع محفظة الاستثمار المرجعية المحددة سلفا مع السماح بهامش خطأ، علما أنه يمكن لإدارة الصندوق الاستعانة بخبراء ومكاتب استثمارية أجنبية من أجل تعظيم العوائد، حيث تخضع المحفظة لرقابة الفعلية وتقييم مستمر من طرف قسم المتابعة والتقييم، وقسم مراقبة وقياس المخاطر.
- ✓ **تقديم اقتراحات لتعديل استراتيجية الاستثمار:** في حالة اكتشاف قسمي المتابعة والتقييم ومراقبة وقياس المخاطر لنقائص ومخاطر تهدد استثمارات الصندوق يقترح القسمين حلول لمعالجة هذه النقائص والمخاطر ويكلف للمدير التنفيذي بتقديم هذه الحلول لمجلس إدارة من أجل دراستها.
- ✓ **تبنى استراتيجية استثمارية جديدة:** بعد دراسة مجلس الإدارة لاقتراحات المقدمة يتم تعديل الاستراتيجية السابقة، أو إعداد استراتيجية جديدة يتم بموجبها استثمار أصول الصندوق.

### المطلب الثاني: مقترح إمتلاك صندوق للثروة السيادية مستقبلي

المقصود هنا الإبقاء على صندوق ضبط الإيرادات وإنشاء صندوق سيادي جديد، والغرض من ذلك الحفاظ على الاستقرار المالي على المدى القصير والمتوسط وذلك بالإبقاء على صندوق ضبط الإيرادات وتنفيذه للأهداف الموكلة له، ومن ناحية أخرى الإسراع في إيجاد حل مكمل تكون أهدافه على المدى الطويل، وذلك من خلال استحداث صندوق ثروة سيادية توكل له مهمة استثمار أصوله في مشاريع استثمارية تساعد على دفع عجلة التنمية الاقتصادية وتحقيق تنويع في مصادر الدخل الوطني، يمكن عرض مشروع الصندوقين فيما يلي:

#### الفرع الأول: صندوق ضبط الإيرادات

إن هذا الصندوق يعمل منذ عام 2002 وكان له دور إيجابي في ضبط التوازنات المالية خلال الفترة السابقة، حيث اقتصرته مهمته على ما يلي:<sup>1</sup>

- فوائض القيمة الجبائية الناتجة عن مستوى أعلى لإسعار المحروقات على تلك المتوقعة ضمن قانون المالية.
- يمكن تمويل الصندوق بتسييقات بنك الجزائر الموجهة لتسيير النشاط المديونية الخارجية.
- كل الإيرادات الأخرى المتعلقة بسير الصندوق.
- ضبط نفقات وتوازن الميزانية المحددة عن طريق قانون المالية السنوي.
- تخفيض الدين العمومي.
- تغطية العجز في الخزينة العمومية.

يلاحظ أن هذا الصندوق تم تحديد مهمته من خلال مصادر تمويله (الإيرادات) ومجالات إنفاقه (النفقات) المختلفة، ولكن ما يعاب عليه أنها أخذت مفهوم موسع ولم تحدد بشكل دقيق، إضافة إلى أن هذا الصندوق لم يحدد له أعلى رصيد، حيث نجد أن رصيد الصندوق تضاعف عشرة مرات خلال عام 2010 مقارنة بسنة 2004، وهو ما يجعله لا يتوفر على الصرامة الكافية في تنفيذ مهامه من جهة وكذا استغلال الفائض المالي الزائد أفضل استغلال (الأداء الأمثل).

ومن أجل نجاح هذا الصندوق والإبقاء عليه حسب هذا الخيار فإن أهدافه يجب أن تحدد بدقة وتكون على المدى القصير والمتوسط وتراعي فيها قواعد الضبط والمراقبة، وهذه بعض الاقتراحات فيما يتعلق بذلك:

- إلزامية سن قانون أو قوانين حسب الحاجة تحدد فيها قواعد السحب لصندوق ضبط الإيرادات، والمقصود هنا لا يتم تسديد أي عجز في الخزينة العمومية أو أي خلل آخر قد يطرأ على المالية

<sup>1</sup> الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 37، الصادرة بتاريخ 28 جوان 2000، ص: 04.

## الفصل الثاني: مدى مساهمة صندوق ضبط الإيرادات في تحقيق الاستدامة المالية

العامّة، بل يجب تحديد ذلك العجز لا تركه بهذا المفهوم الموسع، أي يجب تحديد نسبة محددة خلال كل سنة أو تحديد مجالات معينة يتم تمويلها وتراعى فيها الإطار الزمني وعلى سبيل المثال بعض المجالات التي تأخذ الطابع الاجتماعي.

- سن قانون أو قوانين تحدد فيها قواعد تمويل صندوق ضبط الإيرادات، أي تحديد سقف أعلى لرصيد الصندوق، بما يتلائم مع احتياجات المالية العامة على المدى القصير والمتوسط، كما يجب إعادة النظر في فكرة تحويل له كل القيمة الفائضة لأسعار المحروقات عن تلك المحددة في قانون المالية.
- الإفصاح على العمليات المفضلة للصندوق بغرض تسهيل عملية المحاسبة والمراقبة.
- محاولة تحديد بدقة مجالات الإنفاق خصوصا بعد ما تم تسديد جل الدين الخارجي، وهو ما يسمح بتوفير سيولة لبعض أبواب الإنفاق الأخرى.

### الفرع الثاني: إنشاء صندوق الثروة السيادية الجديد

- لإنشاء هذا الصندوق لابد من إصدار مرسوم لذلك، وهذا لا يكون إلا من خلال تبيان الغرض منه، والغرض لا يحدد إلا بتحديد الأهداف التي يمكن حصرها فيما يلي:<sup>1</sup>
- استثمار الإيراد النفطي في استثمارات متنوعة بهدف تنويع مصادر دخل الصندوق أولاً، ومن ثم إقتصاد الدولة.
  - امتصاص الموارد المالية خارج احتياجات الاقتصاد الجزائري على المدى القصير والمتوسط.
  - المحافظة على مدخرات الأجيال القادمة.
  - التركيز على إقامة شركات خارجية وجذب استثمارات مباشرة خارج قطاع المحروقات خاصة، تكون لها إضافة للاقتصاد الوطني.
  - العمل على إقامة مشاريع استثمارية محليا مع دعم مزاحمة القطاع الخاص.

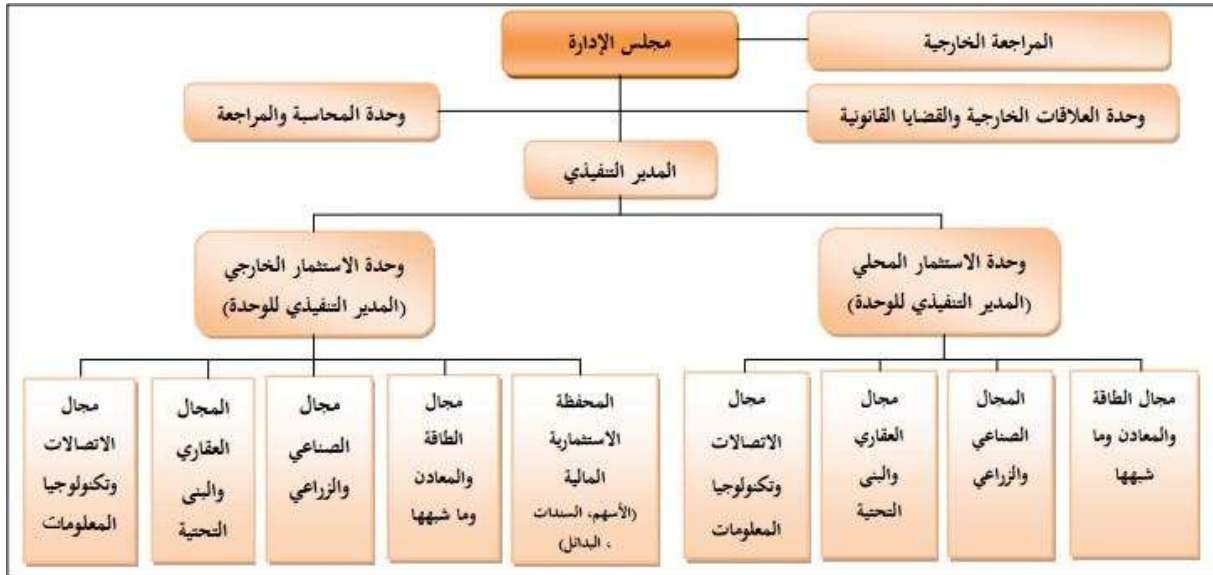
عموما هذه بعض الأهداف التي من الممكن أن تكون لغرض إنشاء صندوق ثروة سيادية مستقبلي، حيث يعمل هذا الصندوق على استثمار كل الفوائض المالية الخارجة عن احتياجاته على المدى القصير والمتوسط، أي يعمل جنب إلى جنب مع صندوق ضبط الإيرادات، مع مراعاة الاستقلالية الإدارية والاستثمارية والمالية.

إن تحقيق الأهداف وسير عمل الصندوق لا يكون إلا من خلال ضبط هيكل تنظيمي خاص به، وفي ما يلي نعرض هيكل تنظيمي مقترح لصندوق الثروة السيادية الجديد.

<sup>1</sup> احمد نصير وسليمان زواري فرحات، صندوق الثروة السيادية كمشروع مستقبلي للجزائر في ظل التحديات الاقتصادية الراهنة، مداخلة بجامعة حمه لخضر الوادي، 2016 ، ص:11.

## الفصل الثاني: مدى مساهمة صندوق ضبط الإيرادات في تحقيق الاستدامة المالية

### الشكل رقم (04-02): الهيكل التنظيمي لصندوق الثروة السيادية الجزائري المستقبلي



**المصدر:** احمد نصير وسليمان زواري فرحات، صندوق الثروة السيادية كمشروع مستقبلي للجزائر في ظل التحديات الاقتصادية الراهنة، مداخلة بجامعة حمه لخضر الوادي سنة 2016 ، ص12.

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن هناك تدرج في تقلد المسؤوليات والمهام وهو ما يجب أن يكون من أجل التنفيذ الجيد لأهداف الصندوق بالإضافة إلى تحمل المسؤوليات لكل مكلف بمهمة، وهو ما يسهل كذلك عملية المحاسبة ومراجعة وضبط أي خلل كان، سواء من الجانب المالي المحاسبي أو من جانب النشاط الاستثماري لأصول الصندوق، بحيث نجد أن مجلس الإدارة يأتي في أعلى الهيكل التنظيمي وله سلطة الاشراف والرقابة، وترفع له كل التقارير وبصفة دورية حول مسار عمل الصندوق من طرف المدير التنفيذي، وهذا الأخير يجب أن يكون عضوا في مجلس الإدارة لتوضيح النقاط التي يراها ملائمة لعمل الصندوق على إعتباره الأقرب للميدان الإستثماري، وكذلك يشارك في إقتراح الاستراتيجية الاستثمارية التي تعتبر كذلك من مهام مجلس الإدارة، ولكن الاستراتيجية الاستثمارية التي يخرج بها المجلس لا تكون نهائية بل هي تعتبر مبدئية إلى غاية الموافقة عليها من قبل أعلى سلطة في الدولة والمتمثلة في البرلمان، وهذا الأخير ترفع إليه كذلك تقارير دورية حول عمل الصندوق، وذلك بعد أن يطبق على الصندوق مراجعة خارجية، التي تتكلف بها مؤسسة أو مكتب خارجي متخصص في مجال المراجعة وتدقيق الحسابات ويكون ذو سمعة جيد، ومن الأفضل أن يكون هذا المكلف من خارج البلاد لضمان استقلالية وشفافية التقارير التي يصدرها، وبهذا تتوفر لدى الصندوق مراجعتين داخلية وخارجية مما يضيف على الصندوق مصداقية وواقعية حسابية أمام الرأي العام.



## الفصل الثاني: مدى مساهمة صندوق ضبط الإيرادات في تحقيق الاستدامة المالية

إن المدير التنفيذي يعتبر المسؤول الأول حول نشاط الصندوق، وعليه يستوجب مراعاة حسن اختيار الشخص المكلف بهذا المنصب، والذي يجب أن يتوفر فيه إضافة إلى المؤهلات العلمية، الخبرة الكافية في إدارة الأصول ومستوى الأسواق الخارجية، إضافة إلى السمعة الجيدة، الاستعانة بمدير خارجي في حالة عدم توفر كوادر محلية مناسبة، كما يجب أن تتوفر لدى المدير التنفيذي سلطة ورقابة بصفة مباشرة على كل من المدير التنفيذي لوحدة الاستثمار الداخلية والمدير التنفيذي لوحدة الاستثمار الخارجية، وهذان المديرين الأخيرين تم فصلهما عن بعض بهدف تسهيل عملية تسيير واختيار المشاريع المحلية وفصلها عن الخارجية، كما أن ظروف الاستثمار المحلي مغايرة عن تلك الموجودة في الخارج سواء من حيث تسريعها وطرق تمويلها وحتى كيفية إدارة الأصول في السوق المالي، ما يلاحظ كذلك في الهيكل التنظيمي لصندوق الثروة السيادية الجديد تنوع مجالات الاستثمار والتي تعالج الاختلال الهيكلي للقاعدة الإنتاجية، مما يسمح بخلق تنوع اقتصادي على المدى الطويل.

إن الاستثمار في هذه المجالات وإقامة مشاريع تحقق إضافة حقيقية للاقتصاد الوطني خصوصا في ظل ضعف أغلب المؤسسات الاقتصادية مما يستوجب تبني طرق تساعد في امتلاك وجذب هذه المشاريع كإقامة شركات وامتلاك حصص في شركات عالمية رائدة.

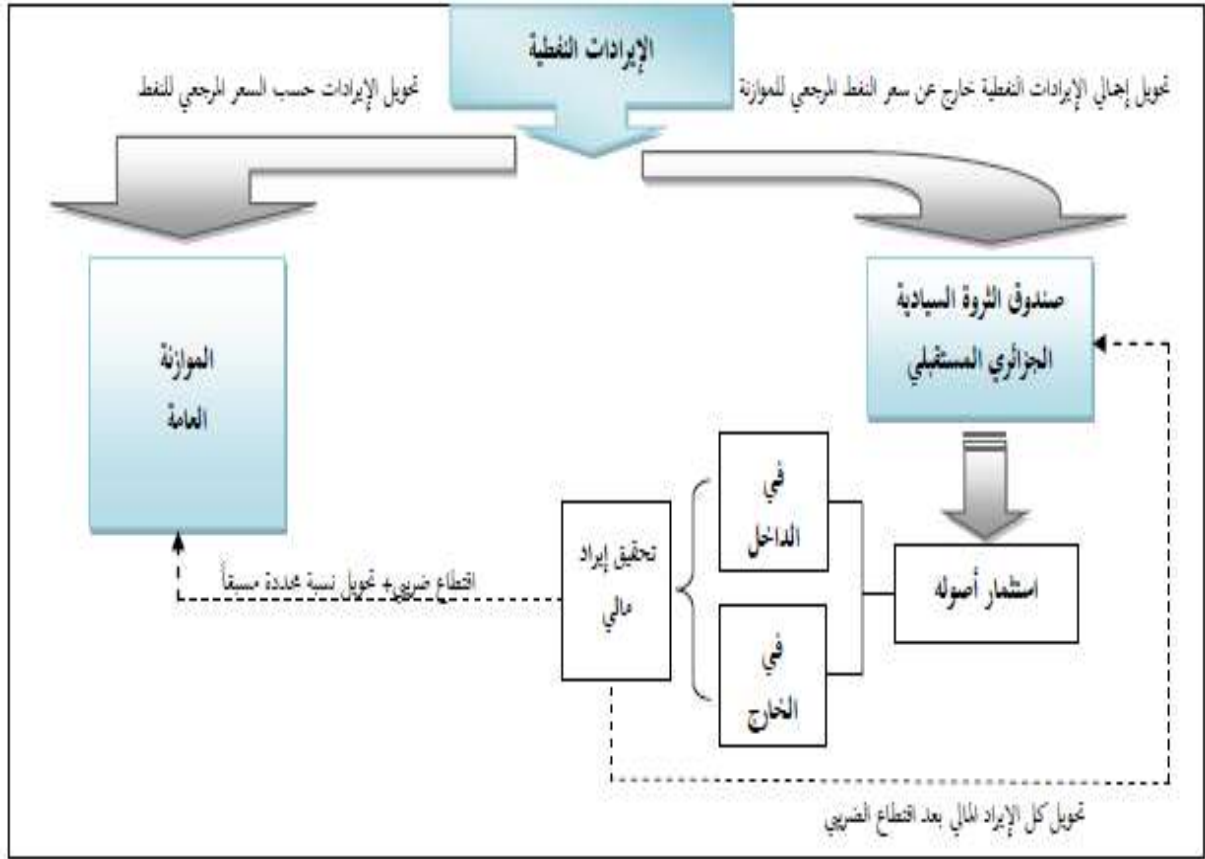
إن وضع الاستراتيجية الاستثمارية لصندوق الثروة السيادية المستقبلي والعمل على تنفيذها لا يكون إلا بتوفير استقلالية الصندوق من جانبه الإداري والمالي، فمن الناحية الإدارية يجب عدم تدخل بعض القرارات التي لها طابع سياسي في تسيير شؤونه، لأن في أغلب هذه القرارات تكون خارج استراتيجيته الاستثمارية، وهنا تكفي الحكومة بإمكانية وضع وزارة المالية حلقة وصل بين الصندوق والبرلمان. أما من ناحية الجانب المالي للصندوق، فلنجاحه يحتاج أن يكون الصندوق ضبط الإيرادات له فعالية في معالجة الاختلالات المالية على المدى القصير والمتوسط مما يجعل للصندوق السيادية الجديد بعيد عن أي ضغط لتمويل مشاريع خارج اختصاصه، كما أن هذا يساعد الصندوق على إقامة مشاريع عوائدها تكون على المدى المتوسط والطويل، وعليه فعمل الصندوق ومساهمته في تحقيق أهدافه المعلنة في تنويع الاقتصاد الجزائري لا يكون إلا من خلال حمايته من عمليات السحب الخارجة عن استراتيجيته الاستثمارية، وهذا لا يتم إلا من خلال سن قوانين تضبط قواعد السحب، وهو شرط أساسي وأولي لنجاح عمل الصندوق.

فيما يخص وحدة الاستثمار الخارجية من الممكن تكليف مسؤول متخصص في إدارة المحافظ المالية لإدارة فرع المحفظة الاستثمارية المعنية، بغرض تحقيق أعلى عائد ممكن خصوصا أن المحافظ المالية تتنوع فيها فئات الأصول من أسهم وسندات وبدائل (العقارات). يمكن توضيح الخيار الأول من خلال الشكل الموالي:



## الفصل الثاني: مدى مساهمة صندوق ضبط الإيرادات في تحقيق الاستدامة المالية

الشكل رقم (02-05): شكل يبين صندوق الثروة السيادي المستقبلي



المصدر: احمد نصير وسليمان زواري فرحات، مرجع سبق ذكره، ص:13.

نلاحظ من الشكل أعلاه أنه يتم تحويل الإيرادات النفطية الفائضة عن الحاجة بعد تمويل العجز في الميزانية العامة حسب السعر المرجعي لصندوق الثروة السيادي الجديد، وهنا يبرز دوره الذي يهدف إلى استثمار الفوائض المالية النفطية التي تفوق السعر المرجعي داخليا وخارجيا بغرض تحقيق عوائد وبالتالي تحقيق ما يعرف بالاستدامة المالية.

### خلاصة الفصل:

يعتبر صندوق ضبط الإيرادات من أهم القرارات التي اتخذتها الحكومة الجزائرية في مجال القطاع النفطي، حيث عمل هذا الصندوق على امتصاص فوائض إيرادات الجباية النفطية، وضخها في تمويل العجز في الميزانية العامة للدولة و بالتالي فان صندوق ضبط الإيرادات عمل على تحقيق سد العجز في الموازنة العامة، وتخفيض المديونية الخارجية ومنه يمكن لصندوق ضبط الإيرادات الاستفادة من تجارب دول العالم الناجحة، والرائدة في هذا المجال مثل ذلك مملكة النرويج التي تعتمد إدارتها على تحقيق مستوى عالي من الشفافية والحوكمة، ضف الى ذلك أن صندوق المعاشات الحكومي يتبع استراتيجيات واضحة المعالم في استثماراته، ويسعى من خلال ذلك الى تحقيق أعلى عائد ممكن وبأقل التكاليف ومخاطر ممكنة.

وتجربة النرويج في مجال تحقيق استدامة مالية من خلال آلية صناديق الثروة السيادية تعد أنجح التجارب في عالمنا، وعلى الدول النفطية العربية منها أن تعمل على استراتيجيات وطرق التي انتهجتها النرويج في مجال قطاع النفط لخدمة مصلحة الاقتصاد الوطني.

الخاتمة

## الخاتمة

هدفت الدراسة لإبراز الاهتمام بظاهرة صناديق الثروة السيادية، ومساهمتها في تحقيق الاستدامة المالية في ظل التطورات المالية الاقتصادية العالمية في وقتنا الحالي، وكذا الدور الذي تقوم به كأداة للاستقرار الاقتصادي للدول، ما جعل صندوق النقد الدولي يولي اهتمامه لهذه الصناديق خاصة في أعقاب الأزمة المالية العالمية، والجزائر من بين هذه الدول التي شهدت إصلاحات في بداية القرن الواحد والعشرين، بإنشائها لصندوق ثروة سيادي سنة 2000، في هذه السنة سجلت الجزائر فوائض مالية ما أدى بالجزائر لإنشاء صندوق سيادي يعمل على امتصاص هذه الفوائض، في حين أصبحت العديد من الدول تجارب رائدة على غرار تجربة النرويج في مجال صناديق الثروة السيادية، مقارنة بتجارب الدول العربية في مجال صناديق الثروة السيادية متواضعة جدا إذ تفتقر لأدنى معايير الحوكمة والشفافية، فعلى الحكومة الجزائرية تبني مثل هذه المعايير، من خلال الاستغلال الإيرادات النفطية بما يكسب الإقتصاد الوطني قيمة مضافة، في حين أن إنشاء صندوق سيادي جزائري ضرورة ومطلب وطني، الذي يمكن أن يحقق إضافة للاقتصاد الوطني، من خلال استثمار الفائض المالي بما يتلاءم والظروف الإقتصادية للبلاد والذي يكون هدفة الأساسي دفع وتيرة التنويع الإقتصادي .

**أولاً: نتائج اختبار الفرضيات:** من خلال الفرضيات التي اقترحت لهذه الدراسة، توصلنا إلى ما يلي :

- **الفرضية الأولى:** لقد ساهمت صناديق الثروة السيادية بشكل كبير في الحفاظ على الفوائض المالية للدول النفطية والغير النفطية، وذلك من خلال ادخار تلك الفوائض المالية من ناحية، واستثمار هذه الفوائض في مشاريع استثمارية وتحقيقه لعوائد مالية اضافية كما تم تبيان ذلك في التجربة النرويجية وصندوقها السيادي "GPFPG"، وهذا من ناحية أخرى، وعليه تم إثبات صحة الفرضية الأولى.
- **الفرضية الثانية:** إن مساهمة صندوق ضبط الإيرادات في تحقيق الاستدامة المالية متواضعة جدا، لأنه لتحقيق الاستدامة المالية لابد من استثمار الفائض المالي النفطي والذي تم تحقيقه نتيجة ارتفاع سعر برميل النفط عن السعر المرجعي المحدد لضبط الموازنة العامة، وهو ما تم اثباته بعد تراجع أسعار النفط إلى ما دون السعر المرجعي خلال سنتي 2015 و2016، وبداية تراجع رصيد الصندوق نظرا لسحوبات المتكررة لتغطية وضبط التوازنات المالية للاقتصاد الجزائري، أي أن الدور الذي لعبه "صندوق ضبط الإيرادات" كان على المدى القصير والمتوسط، كما أن هذا التواضع أثبتته التجارب المقارنة على رأسها مملكة النرويج التي حقق صندوقها السيادي عوائد مالية متراكمة لمحفظته الاستثمارية أي نحن هنا بصدد توفير مورد مالي مستدام على المدى الطويل، وعليه تم إثبات صحة الفرضية الثانية.

## الخاتمة

ثانياً: نتائج الدراسة: من خلال دراستنا للموضوع يمكننا سرد النتائج التالية:

- 1) صناديق الثروة السيادية عبارة عن أدوات مالية مستحدثة ومدارة بطريقة مباشرة أو غير مباشرة من قبل الحكومة لأغراض استثمارية أو ادخارية.
- 2) يمكن تصنيف صناديق الثروة السيادية باستخدام عدة معايير على غرار موارد الصندوق مجال عمل الصندوق أو درجة استقلاليتها.
- 3) تتوفر صناديق الثروة السيادية النفطية على قدرات تمويل عالية تمكنها من تمويل اقتصاديات الدول النفطية عن طريق رفع مستوى ملاءتها المالية.
- 4) تساهم صناديق الثروة السيادية في الحفاظ على الاستقرار الاقتصادي وتعزيز قدرة الاقتصاد على التصدي لمختلف الأزمات الاقتصادية العالمية عن طريق تعويض الانخفاض المتوقع في المداخيل على مستوي الصادرات أو الإيرادات العامة للدولة.
- 5) يعتبر قطاع المحروقات القطاع الرائد والموجه للاقتصاد الجزائري حيث يظهر تأثيره من خلال هيمنته على الناتج المحلي الإجمالي والصادرات السلعية بالإضافة إلى الإيرادات العامة للدولة مما يؤدي الى عدم استقرار الاقتصاد الجزائري وتعرضه لازمات وصدمة خارجية دورية.
- 6) التقييم الخاص لصندوق ضبط الإيرادات بين نجاح الصندوق في تحقيق الأهداف المحددة له حيث ساهم بصورة فعالة ومباشرة في تخفيض حجم المديونية.
- 7) صندوق ضبط الإيرادات لم ينجح في تحقيق استدامة المالية على اعتبار دوره اقتصر على تحقيق أهدافه على المدى القصيرة والمتوسط، مما يجعله غير قادر على تحقيق الاستدامة المالية والتي هي أهداف مبنية على المدى الطويل.
- 8) يبين التقييم العام لصندوق ضبط الإيرادات انه يعاني من عدة نقائص تشمل حوكمته ومجال عمله بالإضافة إلى مصادر التمويل ومستويات الشفافية والإفصاح في الصندوق وهي نقائص تفرض على الحكومة إخضاع الصندوق لإصلاحات وتعديلات جذرية وشاملة بغرض إزالة النقائص التي تميز الجزائر في هذا المجال.
- 9) يعتبر صندوق الثروة السيادية للنرويج "GPF" تجربة رائدة، وذلك كونه صندوق يمتلك هيكل تنظيمي عالمي يتماشى وأهدافه واستراتيجيته الاستثمارية، وكذا احتلاله مراتب الأولى سواء فيما يخص بحجم أصوله أو من حيث شفافيته وحوكمته.

## الخاتمة

### رابعاً: اقتراحات الدراسة :

- من خلال النتائج التي تم توصل إليها يمكن تقديم جملة من الاقتراحات تتمثل فيما يلي:
- (1) ضرورة الاهتمام أكثر بإدارة الفوائض المالية الجزائرية المحققة نتيجة ارتفاع أسعار النفط، وهذا في سبيل تحقيق الأداء لهذه الفوائض.
  - (2) العمل على ادخال بعض التحسينات والإجراءات على صندوق ضبط الإيرادات، خصوصاً فيما يتعلق بتحديد الدقيق لعمليات السحب والعمليات التمويل وهذا في حدود دوره المقتصر على المدى القصير والمتوسط.
  - (3) اخضاع صندوق ضبط الإيرادات إلى معايير الحوكمة والشفافية، خصوصاً وأن هناك مؤشرات دولية متعارف عليها في مجال صناديق الثروة السيادية وكذا مجال إدارة الأصول العامة للدولة.
  - (4) إن التجارب الرائدة لا يمكن اسقاطها حرفياً على واقع الاقتصاد الجزائري، بل يجب الاستفادة منها في بعض الجوانب، ومثال ذلك الاستفادة من الجانب الإداري للصندوق النرويجي والجانب الاستثماري وكيفيات تحديد الاستراتيجية الاستثمارية استناداً إلى الأهداف المسطرة مسبقاً، وهذا دون الاغفال على جانب مهم والمتمثل في شفافية وحوكمة الصندوق.
  - (5) يجب التفكير الجدي بضرورة استخدام آلية فعالة لتحقيق الاستدامة المالية للاقتصاد الجزائري، وذلك من دون الاعتماد المفرط على صندوق ضبط الإيرادات الذي انحصر دوره وفعاليتيه في ظل ارتفاع أسعار النفط.
  - (6) ضرورة استغلال الفائض المالي الجزائري في مشاريع استثمارية، ولا يهمل مسميات تلك الصناديق أو الآليات، المهم هنا هو استغلال الفائض المالي في شكل استثمارات مختلفة وفي مختلف القطاعات والأسواق، وخاصة الاستثمار في قطاعات خارج قطاع المحروقات والتي تخلق تنوع في مصادر الدخل.

### خامساً: أفاق الدراسة:

- يمكن اقتراح بعض العناوين المستقبلية فيما يخص موضوع صناديق الثروة السيادية، وهي كما يلي:
- رؤية استشرافية لصناديق الثروة السيادية النفطية في ظل التطورات الاقتصادية الراهنة- دراسة حالة مجموعة من الصناديق-؛
  - دور صندوق ضبط الإيرادات في حماية الاقتصاد الوطني في ظل تراجع أسعار النفط؛
  - واقع صندوق ضبط الإيرادات كألية لتحقيق التنمية الاقتصادية؛
  - بناء نموذج لصندوق ثروة سيادي يحل محل صندوق ضبط الإيرادات الجزائري على ضوء بعض التجارب؛

# قائمة المراجع

أولاً: باللغة العربية

✓ الكتب:

1. محمد مطر، إدارة الاستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات العملية، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر، 2009.

✓ الرسائل والمذكرات:

2. سليمان فرحات زواري، دور صناديق الثروة السيادية في ظل الأزمة المالية العالمية الراهنة (دراسة مقارنة لحالة الجزائر والنرويج)، مذكرة ماجستير، جامعة الجزائر-3، الجزائر، 2012/2011.

3. نبيل بوفليح، دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية الواقع والافاق مع الإشارة إلى الجزائر، رسالة دكتوراه، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2011/2010.

4. ممدوح بن سالم بن سعيد المرهون، التحديات المستقبلية للاعتماد على الإيرادات النفطية في تمويل الموازنة العامة للدولة وبدائلها المستقبلية، مذكرة ماجستير، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، 2014.

✓ بحوث ومدخلات ومجلات:

5. أحمد نصير وزواري فرحات سليمان، صندوق الثروة السيادية كمشروع مستقبلي للجزائر في ظل التحديات الاقتصادية الراهنة، مداخلة مقدمة ضمن الملتقى الدولي السادس، "بدائل النمو والتنوع الاقتصادي، حمة لخضر، الوادي، يومي 2 و4 نوفمبر 2016.

6. رمضان بطوري، قراءة في دور صناديق الثروة السيادية ومساهمتها في تحقيق التنمية المستدامة- مبادلة للتنمية أنموذجاً-، مداخلة في الملتقى الدولي الأول حول "البدائل التنموية في الاقتصاديات العربية وترشيد استغلال الموارد في ظل التغيرات الإقليمية والدولية"، جامعة الجلفة- الجزائر - يومي 21/22 نوفمبر 2012.

7. زغيب شهرزاد وحليمي حليلة، الإقتصاد الجزائري بين واقع الارتباط وحتمية الزوال، مجلة دراسات اقتصادية، العدد 11 أون 2008، الجزائر.

8. سليمان فرحات زواري، الصناديق السيادية الخليجية بين متطلبات الدول المتلقية لاستثماراتها والبدائل الأخرى، مداخلة في المؤتمر السنوي الثالث "دول مجلس التعاون الخليجي: السياسة



## قائمة المراجع

- والاقتصاد في ظل المتغيرات الإقليمية والدولية"، المركز العربي للأبحاث ودراسة السياسات بالدوحة - قطر، - أيام من 6 إلى 8 ديسمبر 2014.
9. عبد المجيد قدي، الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة، مداخلة في مؤتمر "الأزمة المالية العالمية و كيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي"، جامعة الجنان - طرابلس - لبنان، أيام 13-14 مارس 2009.
10. ماجد عبد الله المنيف، صناديق الثروة السيادية ودورها في إدارة الفوائض المالية، مداخلة في ملتقى الطاقة العربي، بيروت، سبتمبر 2009.
11. نبيل بوفليح، دور الذكاء الاقتصادي في تحسين أداء صناديق الثروة السيادية "صندوق الثروة السيادي النرويجي نموذجا"، مداخلة في الملتقى الدولي السادس حول "الذكاء الاقتصادي والتنافسية المستدامة في منظمات الأعمال الحديثة"، جامعة حسيبة بن بوعلي - الشلف، - الجزائر، أيام 06-07 نوفمبر 2012 .
12. نبيل بوفليح، دور صناديق الثروة السيادية في معالجة الأزمة المالية والاقتصادية العالمية، العددان 48-49، خريف 2009 - شتاء 2010.
13. وحيد عبد الرحمن بانافع، عبد العزيز عبد المجيد علي، تقييم الاستدامة المالية في المملكة العربية السعودية، بحوث إقتصادية وعربية، العددان: 74-75، ربيع - صيف 2016.

### ✓ تشرينات، تقارير، دوريات:

14. حمد السويدي، هايم كاروانا، المبادئ والممارسات المتعارف عليها، مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية، صندوق النقد الدولي، أكتوبر 2008.

### ✓ القوانين والمراسيم:

15. أمر رقم 04-06 المؤرخ في 19 جمادى الثانية عام 1427 الموافق لـ 15 جويلية 2006 والمتضمن لقانون المالية التكميلي 2006.
16. أمر رقم 04-06 المؤرخ في 19 جمادى الثانية عام 1427 الموافق لـ 15 جويلية 2006 والمتضمن لقانون المالية التكميلي 2000.
17. قانون المالية لسنوات: 2010، 2011، 2012، 2013، 2014، الجرائد الرسمية رقم: 78، 80، 68، 72.

## قائمة المراجع

18. قانون رقم 23-22 المؤرخ في 04 ذو القعدة عام 1424 الموافق لـ 28 ديسمبر 2003 والمتضمن لقانون المالية 2004.
19. المادة 66 من قانون 23-22 المؤرخ في 04 ذي القعدة عام 1424 الموافق لـ 28 ديسمبر 2003 والمتضمن للقانون المالية 2004.
20. وفقا للمادة 10 من قانون الميزانية التكميلي لسنة 2000 بقانون رقم 2000-02 المؤرخ في 24 ربيع الأول عام 1421 الموافق لـ 27 جوان 2000 والمتعلق بقانون المالية تكميلي.
21. الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 37، الصادرة بتاريخ 28 جوان 2000.

## ثانيا: باللغة الأجنبية

### تقارير: ✓

22. **Banque d'Algérie, rapports annuels, 2014.**
23. **NBIM, GPFG responsible investement , 2014.**
24. **NBIM, GPFG annual report, 2004.**
25. **NBIM, GPFG annual report, 2005.**
26. **NBIM, GPFG annual report, 2006.**
27. **NBIM, GPFG annual report, 2007.**
28. **NBIM, GPFG annual report, 2008.**
29. **NBIM, GPFG annual report, 2009.**
30. **NBIM, GPFG annual report, 2010.**
31. **NBIM, GPFG annuel report, 2011.**
32. **NBIM, GPFG annuel report, 2012.**
33. **NBIM, GPFG annuel report, 2013.**
34. **NBIM, GPFG annual report, 2014.**

## ثالثا: المواقع الإلكترونية

35. **www.bank-of-algeria.dz**
36. **www.nbim.no**
37. **www.swfinstitute.org**
38. **www.elkhabar.com**
39. **www.dgpp-mf.gov.dz**