



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

المرجع :/2015

القسم: علوم التسيير

الميدان: علوم اقتصادية والتسيير وعلوم تجارية

الشعبة: علوم التسيير

التخصص: مالية وبنوك

مذكرة بعنوان:

صناديق الثروة السيادية ودورها في إدارة الفوائض المالية النفطية

دراسة حالة: صندوق المعاشات الحكومي العالمي النرويجي

مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير تخصص مالية وبنوك

إشراف الأستاذ:

من إعداد الطالب:

- زواري فرحات سليمان

- بوترة سامي

لجنة المناقشة:

الرقم	اسم ولقب الأستاذ	الجامعة	الصفة
1	واضح فواز	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف - ميلة	رئيساً
2	أبو بكر بوسالم	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف - ميلة	مناقشاً
3	زواري فرحات سليمان	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف - ميلة	مشرفاً ومقرراً

السنة الجامعية: 2015/2014



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

المرجع :/2015

القسم: علوم التسيير

الميدان: علوم اقتصادية والتسيير وعلوم تجارية

الشعبة: علوم التسيير

التخصص: مالية وبنوك

مذكرة بعنوان:

صناديق الثروة السيادية ودورها في إدارة الفوائض المالية النفطية

دراسة حالة: صندوق المعاشات الحكومي العالمي النرويجي

مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير تخصص مالية وبنوك

إشراف الأستاذ:

من إعداد الطالب:

- زواري فرحات سليمان

- بوترة سامي

لجنة المناقشة:

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

السنة الجامعية: 2015/2014



شكر و عرفان

تم بعون الله وفضله وحفظه وبعد جهد وصبر جميلين إنجاز هذا العمل المتواضع، وفي هذا الصدد لا يسعني إلا أن أتقدم بالشكر إلى الأستاذ الفاضل " زواري فرحات سليمان" لقبوله الإشراف على هذه المذكرة وعلى توجيهاته ونصائحه القيمة.

كما أخص بالشكر صديقي "عيسى جديات" الذي لم يبخل علي بنصائحه وارشاداته دون ملل أو كلل.

كما أتوجه بالشكر إلى الأساتذة الكرام أعضاء لجنة المناقشة على قبولهم مناقشة وتقييم هذا العمل.

كما لا أنسى التوجه بالشكر إلى كل من ساهم في إنجاز هذا العمل المتواضع من بعيد أو قريب، ولو بابتسامة أو كلمة طيبة.

الطالب: بوترة سامي

إهداء

بسم الله والصلاة والسلام على نبي الله محمد المشرف بالشفاعة، والمخصوص ببقاء

شريعته إلى قيام الساعة وعلى آله وأصحابه الأطهار الأبرار صلاتنا باقية بقاء الليل

والنهار، أما بعد:

أهدي ثمرة جهدي إلى من تعجز الكلمات على وصف حناتهما وعلى جمال صبرهما، إلى

الصدر الرحب الحنون "الوالدة الكريمة"، وإلى من جعل كل هذا ممكنا، رمز العطاء

ومثلي الأعلى في الكد والعمل "الوالد الكريم"، دعائي لهما بطول العمر ودوام الصحة

والعافية إنشاءً لله.

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

إلى كل الأهل والأقارب والأصدقاء، وإلى كل من يعرفني.

إلى زملاء الدراسة، وإلى كل من علمني حرفا.

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

ملخص:

نحاول من خلال هذه الدراسة الوقوف على اشكالية الفوائض المالية النفطية وآليات إدارتها للدول النامية المصدرة للنفط، من حيث مصدرها وحجمها ومختلف الطرق المنتهجة لإدارتها فبالرغم من استثمار تلك الفوائض المالية في الخارج في أشكال استثمارية مختلفة إلا أنها فشلت في تحقيق الأهداف المرجوة منها، فمازالت اقتصادياتها عرضة للصدمات الخارجية الناتجة عن تذبذبات أسعار النفط في السوق النفطية الدولية، في ظل نجاح بعض الدول المصدرة للنفط على غرار مملكة النرويج في إدارة فوائضها المالية النفطية من خلال آلية صناديق الثروة السيادية والتي أصبحت تجربة رائدة في هذا المجال.

وخلصت الدراسة إلى أن صناديق الثروة السيادية تساهم بشكل كبير في إدارة الفوائض المالية النفطية والغير نفطية بشرط بأن تتوفر فيها معايير الحوكمة والشفافية من جهة، ومن جهة أخرى اتباع أهداف واستراتيجيات استثمارية واضحة ومتنوعة، وينبغي على الدول النامية النفطية أن تستفيد من التجربة النرويجية وإن اختلفت الظروف الاقتصادية والسياسية.

الكلمات المفتاحية: النفط، الفوائض المالية النفطية، صناديق الثروة السيادية، صندوق المعاشات الحكومي العالمي.

Abstract :

This study aims to shed light on the problematic of the oil financial surpluses, and its management technics in the oil-exporting developing countries, In terms of its source, size and the different ways to manage it, despite the investment of the financial surpluses abroad in different forms. However, they failed to achieve their desired goals, because their economies are still vulnerable to external shocks resulting from fluctuations in oil prices in the international oil market, In light of the success of some oil-exporting countries like the Kingdom of Norway in the management of the financial oil surplus through a sovereign wealth funds mechanism, which have become a pioneering in this field.

the findings confirm that sovereign wealth funds significantly contribute to the management of oil and non-oil financial surpluses, it must apply on the one hand the standards of governance and transparency, and on the other hand, adopting clear investment strategies. lastly, the oil developing countries should benefit from the Norwegian experience despite the differences in economic and political conditions.

Key words: oil, the oil financial surpluses, sovereign wealth funds, government pension fund global.

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات	
شكر و عرفان	
إهداء	
I	ملخص
V-II.....	فهرس المحتويات
VII-VI	فهرس الجداول والأشكال والمخططات
أ- ه	المقدمة العامة
الفصل الأول: الفوائض المالية النفطية وآليات إدارتها	
2.....	تمهيد
3.....	المبحث الأول: مدخل إلى اقتصاديات النفط
3.....	المطلب الأول: ماهية النفط
3.....	أولاً: مفهوم النفط
4.....	ثانياً: أهمية النفط وأثره الاقتصادي
7.....	المطلب الثاني: السوق النفطية وسعر النفط
7.....	أولاً: السوق النفطية
10.....	ثانياً: سعر النفط
13.....	المطلب الثالث: الاقتصاد النفطي
13.....	أولاً: تعريف الاقتصاد النفطي
13.....	ثانياً: إيجابيات وسلبيات الاقتصاد النفطي
15.....	المبحث الثاني: الفوائض المالية النفطية
15.....	المطلب الأول: مفهوم الفائض المالي النفطي
15.....	أولاً: تعريف الفائض المالي النفطي
16.....	ثانياً: أسباب نشوء ظاهرة الفوائض المالية النفطية
17.....	المطلب الثاني: تطور حجم الفوائض المالية في ظل الطفرات النفطية الثلاثة
17.....	أولاً: الطفرة النفطية الأولى (1973-1974)
19.....	ثانياً: الطفرة النفطية الثانية (1979-1980)
20.....	ثالثاً: الطفرة النفطية الثالثة (2002-2008)

23.....	المطلب الثالث: أثر التضخم وأسعار الصرف على الفوائض المالية النفطية
23.....	أولاً: أثر التضخم على الفوائض المالية النفطية
24.....	ثانياً: أثر أسعار الصرف على الفوائض المالية النفطية
25.....	المبحث الثالث: إدارة الفوائض المالية النفطية
25.....	المطلب الأول: التحديات التي تواجهها الدول النفطية
28.....	المطلب الثاني: استعمالات الدول النفطية لفوائضها المالية
28.....	أولاً: استعمالات الفوائض المالية النفطية في الطفتين الأولى والثانية
32.....	ثانياً: استعمالات الفوائض المالية النفطية في الطفرة النفطية الثالثة
34.....	المطلب الثالث: تجربة الجزائر مع فوائضها المالية في الطفرة النفطية الأخيرة
34.....	أولاً: التسديد المسبق للمديونية
35.....	ثانياً: زيادة الإنفاق الاستثماري وتنفيذ استراتيجيات الإنعاش الاقتصادي
36.....	ثالثاً: إنشاء صندوق ضبط الموارد
37.....	خلاصة الفصل
الفصل الثاني: صناديق الثروة السيادية كآلية لإدارة الفوائض المالية النفطية	
39.....	تمهيد
40.....	المبحث الأول: ماهية صناديق الثروة السيادية
40.....	المطلب الأول: مفهوم صناديق الثروة السيادية
40.....	أولاً: تعريف صناديق الثروة السيادية
42.....	ثانياً: نشأة وتطور صناديق الثروة السيادية
46.....	ثالثاً: مميزات صناديق الثروة السيادية
47.....	المطلب الثاني: تصنيفات صناديق الثروة السيادية ودوافع إنشائها
47.....	أولاً: تصنيفات صناديق الثروة السيادية
50.....	ثانياً: دوافع إنشاء صناديق الثروة السيادية
51.....	المطلب الثالث: أهداف إنشاء صناديق الثروة السيادية
53.....	المبحث الثاني: حوكمة صناديق الثروة السيادية ومؤشرات قياس أدائها
53.....	المطلب الأول: مبادئ سانتياغو
57.....	المطلب الثاني: مؤشر الامتثال لـ " مبادئ سانتياغو "

60	المطلب الثالث: مؤشر " لينبرغ- مادول" للشفافية
62	المبحث الثالث: واقع استثمارات صناديق الثروة السيادية
62	المطلب الأول: المواقف الدولية من استثمارات صناديق الثروة السيادية
65	المطلب الثاني: استثمارات صناديق الثروة السيادية في ظل أزمة الرهون العقارية 2008
65	أولاً: أسباب أزمة الرهون العقارية 2008
66	ثانياً: مساهمة صناديق الثروة السيادية في أزمة الرهون العقارية 2008
69	المطلب الثالث: بعض التجارب الدولية في مجال صناديق الثروة السيادية
69	أولاً: تجربة سنغافورة "TEMASEK"
71	ثانياً: تجربة الإمارات العربية المتحدة "mubadala"
74	خلاصة الفصل
	الفصل الثالث: مساهمة صندوق المعاشات الحكومي العالمي في إدارة الفوائض المالية النفطية
76	تمهيد
77	المبحث الأول: مقومات اقتصاد مملكة النرويج
77	المطلب الأول: نظرة عامة حول مملكة النرويج
77	أولاً: الموقع الجغرافي
77	ثانياً: المناخ
78	ثالثاً: السكان
78	رابعاً: النظام السياسي في مملكة النرويج
80	المطلب الثاني: مكانة القطاع الغير نفطي في اقتصاد مملكة النرويج
80	أولاً: القطاع الصناعي
81	ثانياً: الزراعة وتربية المواشي
83	ثالثاً: الصيد وتعليب الأسماك
84	المطلب الثالث: مكانة قطاع النفط في اقتصاد مملكة النرويج
89	المبحث الثاني: عرض صندوق المعاشات الحكومي العالمي
89	المطلب الأول: نشأة وتطور صندوق المعاشات الحكومي العالمي
92	المطلب الثاني: حوكمة صندوق المعاشات الحكومي العالمي
92	أولاً: الإشراف على صندوق المعاشات الحكومي العالمي

94.....	ثانيا: إدارة صندوق المعاشات الحكومي العالمي.....
97.....	المطلب الثالث: الاستراتيجية الاستثمارية لصندوق المعاشات الحكومي العالمي.....
101.....	المبحث الثالث: تقييم صندوق المعاشات الحكومي العالمي.....
101.....	المطلب الأول: تحليل العائد عن استثمارات الصندوق من 1998-2014.....
101.....	أولا: تحليل تطور العائد الحقيقي لمحفظة الصندوق من 1998-2014.....
105.....	ثانيا: تحليل تطور عوائد مكونات المحفظة من 1998-2014.....
108.....	المطلب الثاني: إدارة مخاطر الاستثمار في صندوق المعاشات الحكومي العالمي.....
112.....	المطلب الثالث: تقييم عام لصندوق المعاشات الحكومي العالمي.....
115.....	خلاصة الفصل.....
117.....	الخاتمة.....
123.....	قائمة المراجع.....
129.....	الملاحق.....

فهرس الجداول والأشكال والمخططات

فهرس الجداول والأشكال والمخططات

الرقم	العنوان	الصفحة
الجداول		
1-1	تطور العائدات النفطية للدول العربية من 1970-1978	18
2-1	أسعار النفط الخام من 1970-1999	19
3-1	أسعار النفط الخام من 2000-2009	21
4-1	قيمة الصادرات النفطية لدول (OAPC) في الفترة من 1995-2009	22
5-1	استعمالات الفوائض المالية لدول الأوبك من سنة 1974-1976	28
6-1	تطور صادرات وواردات الدول العربية ما بين 1973-1976	29
7-1	مشتريات الدول العربية من الذهب ما بين 1975-1977	30
8-1	توظيفات الدول العربية للفوائض المالية النفطية في نهاية 1979	31
9-1	تطور المديونية الخارجية في الجزائر من 1994-2003	34
10-1	تطور المديونية الخارجية في الجزائر من 2004-2013	35
1-2	صناديق الثروة السيادية (ترتيبها، نشأتها، ومصدر أصولها والدول المنشأة لها)	43
2-2	الفرق بين صناديق الثروة السيادية وبعض الهيئات العمومية الأخرى	46
3-2	صناديق الثروة السيادية حسب مؤشر الامتثال لمبادئ سانتياغو (أكتوبر 2014)	58
4-2	المبادئ التي يعتمد عليها مؤشر "Linaburg-Maduell"	60
5-2	تدخلات بعض صناديق الثروة السيادية ما بين (2007- الربع الأول من 2008)	67
6-2	تطور حجم أصول صندوق "TEMASEK" من 2004-2014	69
7-2	توزيع محفظة صندوق "TEMASEK" جغرافيا	70
8-2	توزيع محفظة الصندوق "TEMASEK" حسب القطاعات	70
9-2	تطور أصول شركة مبادلة من 2008-2013	72
10-2	توزيع أصول شركة مبادلة حسب المناطق الجغرافية لسنة 2010	72
11-2	توزيع أصول شركة "مبادلة" حسب القطاعات لسنة 2010	73
1-3	معلومات عامة عن مملكة النرويج	79
2-3	الأنشطة الصناعية في مملكة النرويج سنة 2011	80
3-3	الإنتاج الزراعي والحيواني في مملكة النرويج	82
4-3	صادرات مملكة النرويج من الأسماك ومنتجات الأسماك	83
5-3	الإنتاج والاستهلاك للنفط الخام والغاز الطبيعي للنرويج من 2003-2013	86
6-3	أكبر الدول المنتجة للنفط في العالم سنة 2012	88

فهرس الجداول والأشكال والمخططات

90	أبرز المحطات التي شهدها صندوق المعاشات الحكومي العالمي منذ إنشائه	7-3
91	تطور أصول صندوق المعاشات الحكومي العالمي من 2004-2014	8-3
97	التعديلات التي أجريت على الاستراتيجية الاستثمارية من 1998-2010	9-3
101	تطور العائد الحقيقي والعائد المرجعي من 1998-2014	10-3
104	تطور العائد الحقيقي الصافي من سنة 1998-2014	11-3
105	تطور العائد الحقيقي والمرجعي لمكونات محفظة الصندوق (أسهم وسندات)	12-3
107	تطور العائد الحقيقي لمحفظة العقارات من 2011-2014	13-3
109	محفظة السندات لصندوق المعاشات الحكومي نهاية سنة 2014	14-3
110	محفظة السندات لصندوق المعاشات الحكومي بالعملة الأجنبية سنة 2014	15-3
111	مدى التزام إدارة صندوق المعاشات الحكومي بالحدود الموضوعه من طرف وزارة المالية النرويجية من 2012-2014	16-3
الأشكال البيانية		
49	صناديق الثروة السيادية حسب المورد	1-2
49	توزع صناديق الثروة السيادية حسب المناطق الجغرافية	2-2
61	صناديق الثروة السيادية حسب مؤشر الشفافية في الربع الأخير من سنة 2014	3-2
85	صادرات مملكة النرويج من النفط الخام سنة 2013	1-3
86	صادرات مملكة النرويج من الغاز الطبيعي سنة 2013	2-3
99	استثمارات صندوق المعاشات الحكومي حسب المناطق الجغرافية سنة 2014	3-3
المخططات		
84	حقول النفط لمملكة النرويج في بحر الشمال	1-3
89	العلاقة بين موازنة الدولة وصندوق النفط النرويجي	2-3
93	الإشراف والرقابة على صندوق المعاشات الحكومي العالمي	3-3
95	الهيكل التنظيمي لوحدة إدارة الاستثمارات التابعة للبنك النرويجي (NBIM)	4-3
100	المحفظة الاستثمارية المرجعية "benchmark portfolio"	5-3

المقدمة العامة

لا يزال النفط في عالمنا اليوم مصدر الطاقة الأول بلا منازع رغم تزايد الاهتمام بالطاقات البديلة، لما له من خصائص فريدة لا تتوفر في غيره من المصادر الطاقوية الأخرى، وبما أن أسعار هذه المادة الحيوية تتميز بالتذبذب واللايقين فإن الاقتصاديات التي ترتبط بهذه المادة "الاقتصاديات النفطية" أكثر عرضة للصدمات الخارجية التي تنتج عن انخفاض أسعار هذه المادة هذا من جهة، ومن جهة أخرى ما ينتج عن ارتفاع أسعار هذه المادة من فوائض مالية، إذ توجد العديد من العوامل التي تؤثر على سعر النفط كالعرض والطلب وكذلك الظروف السياسية وغيرها من العوامل الأخرى.

وفي فترات معينة من القرن العشرين والعقد الأول من القرن الواحد والعشرون عرفت أسعار النفط ارتفاعات أقل ما يقال عنها أنها قياسية وأطلق الخبراء الاقتصاديون مصطلح "الطفرات النفطية" على تلك الفترات وخاصة تلك التي حدثت في الفترة ما بين 2002 و2008، وكنتيجة لتلك الارتفاعات القياسية تكونت لدى الدول النامية النفطية فوائض مالية نتجت عن تراكم عائدات النفط لعدم قدرة اقتصاديات تلك الدول على استيعابها محليا بسبب ضعف هيكلها، فأصبحت الدول النامية المصدرة للنفط من كبار مصدري رؤوس الأموال إلى الدول الصناعية الكبرى فلقد كان لزاما على الدول النامية النفطية أن تستثمر تلك الفوائض خارجيا في أشكال استثمارية مختلفة نظرا لعدم إمكانية تحقيق ذلك على المستوى المحلي خاصة في الفترة ما بين 1973 و1982، ولكن الفوائض المالية النفطية سرعان ما تآكلت واستنزفت بسبب بعض الممارسات التي قامت بها الدول الصناعية كرد فعل على ارتفاع أسعار النفط من جهة، ومن جهة أخرى أثر "التضخم المستورد" وتدهور قيمة الدولار على تلك الفوائض المالية النفطية.

وفي الطفرة النفطية الأخيرة لأسعار النفط برزت إلى الساحة الاقتصادية الدولية ظاهرة ليست بالجديدة أطلق عليها مصطلح "صناديق الثروة السيادية" تنشأها الدول لإدارة الفوائض المالية من خلال ادخارها واستثمارها، وإن تعددت أهداف إنشائها إلا أن معظمها يهدف إلى الحفاظ على جزء من تلك الفوائض المالية لما يأتي من الأجيال، والتجربة النرويجية في هذا المجال تؤكد مدى إمكانية استخدام صناديق الثروة السيادية كآلية لتحويل الثروة الناضبة إلى ثروة مالية دائمة، إذ أنشأت صندوق الثروة السيادية في مطلع التسعينيات من القرن العشرين، وبفضل العديد من الممارسات أصبح اليوم تجربة رائدة إذ يحتل الصدارة من حيث حجم أصوله، وحققت استثمارات الصندوق في الأسواق المالية الدولية نتائج إيجابية في معظم السنوات في الفترة الممتدة ما بين سنة 1998-2014، كما يحتل مراتب متقدمة بشهادة العديد من الدراسات والمؤسسات البحثية وكذلك المنظمات الدولية من حيث الحوكمة والشفافية وكذلك التزامه وتطبيقه للمعايير الدولية خاصة فيما يتعلق بالاستثمار.

1. الإشكالية العامة: إن ما ينتج عن ارتفاع أسعار النفط من فوائض مالية لدى الدول النامية المصدرة له يحتم عليها البحث عن آليات أكثر نجاعة من ذي قبل لإدارة هذه الفوائض، وفي ظل نجاح صناديق الثروة السيادية كآلية لإدارة الفوائض المالية استنادا إلى بعض التجارب الدولية، تتمحور إشكالية الدراسة فيما يلي:

• ما مدى مساهمة صناديق الثروة السيادية في إدارة الفوائض المالية النفطية، في ظل التطورات الاقتصادية الراهنة؟ وما موقع تجربة النرويج من ذلك؟

ولمعالجة الإشكالية المطروحة نطرح الأسئلة الفرعية التالية:

- ما هي الطرق المتبعة من طرف الدول النامية النفطية في إدارة الفوائض المالية النفطية؟
- ما هي المعايير الواجب مراعاتها عند إنشاء صناديق الثروة السيادية حتى تؤدي دورها في إدارة الفوائض المالية النفطية؟
- إلى أي مدى نجح صندوق المعاشات الحكومي العالمي في إدارة الفوائض المالية النفطية؟

2. فرضيات الدراسة: من أجل الإحاطة بجوانب الدراسة نقترح الفرضيات التالية:

- لم تكن هناك طرق واضحة وناجحة لإدارة الفوائض المالية النفطية من طرف الدول النامية النفطية؛
- تعتبر الحوكمة والشفافية بمثابة القاعدة الأساسية لنجاح أي صندوق ثروة سيادي؛
- يصنف صندوق المعاشات الحكومي العالمي على أنه تجربة رائدة في مجال إدارة الفوائض المالية النفطية.

3. أهمية الموضوع: تكتسي هذه الدراسة أهمية كبيرة إذ تتناول ظاهرة كانت ولا تزال محور النقاش على المستويين المحلي والدولي، خاصة بعد أزمة الرهون العقارية سنة 2008 وما نتج عنه من مواقف دولية من طرف كبار الدول الصناعية تجاه تزايد نمو هذه الصناديق من حيث العدد وحجم الأصول وخاصة أن أغلبية الصناديق تمتلكها دول نامية، ومع تزايد الجهود الدولية من طرف المنظمات الدولية التي حاولت من خلال "مبادئ سانتياغو" جعل وزن هذه الظاهرة إيجابيا في النظام المالي الدولي، كما أن صناديق الثروة السيادية أضحت آلية بالغة الأهمية خاصة للدول النامية والتي يجب عليها إعادة التفكير مليا في استراتيجياتها الحالية والاستفادة من التجارب الدولية على غرار تجربة مملكة النرويج.

4. أهداف الدراسة: تهدف الدراسة إلى تبيان الدور الذي تلعبه صناديق الثروة السيادية في إدارة الفوائض المالية النفطية، كما تهدف أيضا إلى إبراز بعض التجارب الدولية كتجربة سنغافورة ومملكة النرويج والتي نهدف من خلال عرضها وتقييمها إلى دعم إمكانية الاستفادة منها، فالدول

النامية النفطية وعلى رأسها الجزائر بحاجة ماسة لمثل هذه التجارب التي تعد رائدة في مجال إدارة الفوائض المالية وصناديق الثروة السيادية.

5. الدراسات السابقة: إن موضوع صناديق الثروة السيادية والفوائض المالية من بين المواضيع

التي لازالت الدراسات فيها محدودة وشحيحة، ويمكن ذكر بعضها في ما يلي:

• بوفليح نبيل، دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية الواقع والأفاق مع الإشارة إلى حالة الجزائر، رسالة دكتوراه، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2010-2011، تناولت الدراسة ماهية صناديق الثروة السيادية وبعض التجارب الدولية، كما تناولت الدراسة أيضا القدرة التي تمتلكها هذه الصناديق في تمويل اقتصاديات الدول النفطية إذا كانت مبنية على الشفافية والحوكمة والمسائلة لتكون بذلك بديلا للتمويل الأجنبي أو الاستثمار الأجنبي، كما حاول الباحث اقتراح نموذج لصندوق ثروة سيادي جزائري يحل محل صندوق ضبط الموارد انطلاقا من التجربة النرويجية الناجحة، وخلصت الدراسة إلى أن صناديق الثروة السيادية تساهم بشكل كبير في تمويل اقتصاديات الدول النفطية.

• خلاف علام، توطين الفوائض المالية للدول العربية ودورها في تفعيل التكامل الاقتصادي العربي- دراسة حالة دول مجلس التعاون-، مذكرة ماجستير، جامعة محمد خيضر-بسكرة-، الجزائر، 2012-2013، تناولت هذه الدراسة ظاهرة الفوائض المالية للدول العربية المستثمرة في الخارج، كما أحاطت بمختلف جوانب هذه الظاهرة من حيث طبيعة الأموال ومصادرها وحجمها وكذلك الأسباب التي كانت وراء انتقالها إلى الخارج، وخلصت الدراسة إلى أن إرجاع الفوائض المالية العربية إلى أوطانها بات من الأهداف المنشودة لاستغلالها واخضاعها لاعتبارات التكامل الاقتصادي العربي بدلا من تشجيع الاستثمارات الأجنبية.

• زواري فرحات سليمان، دور صناديق الثروة السيادية في ظل الأزمة المالية العالمية الراهنة(دراسة مقارنة لحالة الجزائر والنرويج)، مذكرة ماجستير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2011-2012، تناولت الدراسة صناديق الثروة السيادية وأحاطت بمختلف جوانبها، كما تناولت أيضا الدور الذي لعبته في الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 من خلال استثمارها في الأسواق المالية الدولية في تلك الأوقات الحرجة، وخلصت الدراسة إلى أن صناديق الثروة السيادية كان لها دورا بارزا أثناء الأزمة المالية العالمية لسنة 2008.

6. دوفع اختبار الموضوع: تنقسم دوافع اختيار الموضوع إلى دوافع موضوعية وأخرى ذاتية

هي:

أ. **الدوافع الموضوعية:** تم اختيار هذا الموضوع من أجل التأكيد على ضرورة اهتمام الدول النامية

النفطية بصناديق الثروة السيادية والتي تعتبر أنجع الطرق في إدارة الفوائض المالية النفطية على

المدى الطويل وهذا ما تؤكد به بعض التجارب الدولية، وبالتالي فمن خلال هذا الموضوع سنعزز فرص الاستفادة من هذه التجارب هذا من ناحية، أما من ناحية أخرى فموضوع صناديق الثروة السيادية لا يزال موضوعا خصباً نظراً لقلّة الدراسات التي تناولته، وبالتالي نسعى من خلال اختيار هذا الموضوع إلى إزالة الغموض الذي يلفه من خلال الإحاطة بكافة جوانبه.

ب. **الدوافع الذاتية:** من بين الدوافع الذاتية التي أدت بالطالب إلى اختيار هذا الموضوع حب التطلع إلى المواضيع المستجدة على الساحة الاقتصادية الدولية وموضوع صناديق الثروة السيادية أصبح حديث العام والخاص ويتم تداوله على المستويين المحلي والدولي، ضف إلى ذلك أن الموضوع يندرج ضمن مواضيع التخصص المدروس "مالية وبنوك".

7. **المناهج المستخدمة في الدراسة:** تم الاعتماد في هذه الدراسة على المنهج التاريخي من خلال تتبع تطور أسعار النفط وحجم الفوائض المالية النفطية وكذلك تطور صناديق الثروة السيادية، أما المنهج الوصفي فتم اعتماده للإحاطة بالجوانب النظرية للدراسة فيما يخص المفاهيم المتعلقة بالنفط وماهية صناديق الثروة السيادية، أما المنهج التحليلي فتم اعتماده لتحليل المعطيات التي تم جمعها من المصادر المتمثلة في التقارير السنوية والمواقع الإلكترونية الرسمية لبعض المؤسسات البحثية التي تهتم بدراسة ظاهرة صناديق الثروة السيادية.

8. **هيكل الدراسة:** يتكون هيكل الدراسة من ثلاث فصول هي:

• **الفصل الأول:** والموسوم بـ: **الفوائض المالية النفطية وآليات إدارتها**، حيث سنتطرق في المبحث الأول من هذا الفصل إلى مدخل إلى اقتصاديات النفط حيث سنتناول فيه مفهوم النفط وأهميته وأثره الاقتصادي وكذلك التطرق إلى سعر النفط والسوق النفطية والاقتصاد النفطي، أما في المبحث الثاني فسنتطرق إلى ظاهرة الفوائض المالية النفطية من خلال إعطاء تعريف لها وكذلك أسباب ظهورها، ثم التطرق إلى تطور الفوائض المالية النفطية في الفترة ما بين 1973-2008 وكذلك تبيان أثر كل من التضخم وسعر الصرف على هذه الفوائض المالية، أما في المبحث الأخير من هذا الفصل فسنتطرق إلى التحديات التي ستواجهها الدول النفطية وكذلك إلى مختلف استعمالات الدول النفطية لفوائضها المالية في الفترة المذكورة سابقاً.

• **الفصل الثاني:** والموسوم بـ: **صناديق الثروة السيادية كآلية لإدارة الفوائض المالية النفطية**، حيث سنتطرق في المبحث الأول إلى مفهوم صناديق الثروة السيادية ودوافع وأهداف إنشائها ومختلف تصنيفاتها، أما في المبحث الثاني فسنتطرق إلى حوكمة صناديق الثروة السيادية من خلال عرض "مبادئ سانتياغو"، وكذلك مؤشرات قياس أدائها من خلال مؤشر الامتثال لمبادئ سانتياغو الصادر عن مؤسسة "GEOeconomica" بالإضافة إلى مؤشر الشفافية الصادر عن معهد صناديق الثروة السيادية، أما في المبحث الأخير من هذا الفصل فسنتطرق إلى واقع استثمارات صناديق

الثروة السيادية قبل أزمة الرهون العقارية وبعدها من خلال استعراض بعض التجارب الدولية كتجربة سنغافورة والإمارات العربية المتحدة.

• **الفصل الثالث: والموسوم بـ: مساهمة صندوق المعاشات الحكومي العالمي في إدارة الفوائض**

المالية النفطية، حيث سنتناول في المبحث الأول من هذا الفصل مقومات اقتصاد مملكة النرويج من خلال التطرق إلى مختلف قطاعاته وبالأخص قطاع النفط، أما في المبحث الثاني فسنتطرق إلى عرض تجربة صندوق المعاشات الحكومي العالمي من خلال التطرق إلى نشأته وتطوره وكذلك حوكمته واستراتيجيته الاستثمارية، أما في المبحث الأخير من هذا الفصل سنتطرق إلى تقييم تجربة صندوق المعاشات الحكومي العالمي من خلال تحليل العائد على محفظة الصندوق في الفترة ما بين 1998-2014، ثم التطرق إلى كيفية إدارة مخاطر الاستثمار بالتركيز على خطري السوق والائتمان من طرف ادارة صندوق المعاشات الحكومي العالمي، وفي الأخير تقييم الصندوق تقييما عاما.



الفصل الأول:

الفوائض المالية النفطية

وآليات إدارتها

تمهيد:

إن ما يتمتع به النفط من خصائص فريدة، وما له من أهمية بالغة في عالمنا اليوم من الناحية الاقتصادية جعله مصدر الطاقة الأول بلا منازع على غرار العديد من مصادر الطاقة الأخرى، ليس هذا فقط بل وارتبطت به العديد من اقتصاديات الدول فأصبحت تسمى "دولا نفطية واقتصاديات نفطية" تتأثر بأسعار النفط أيما تأثر، كون هذه الأسعار تتميز بالتذبذب وعدم اليقين بسبب العديد من العوامل التي تحدده وتؤثر عليه .

ومع مرور الزمن ظهر على الساحة الاقتصادية الدولية مصطلح "الفوائض المالية أو النفطية" وارتبط هذا المفهوم بالدول النامية المنتجة والمصدرة لسلعة النفط، والتي مصدرها ارتفاع أسعار النفط وعائداته وكذلك عدم قدرة اقتصاديات تلك الدول على استيعاب تلك الأموال محليا، ولعل أهم الارتفاعات في أسعار النفط تلك التي حدثت في الفترة من سنة 2002 حتى صيف سنة 2008 والتي وصلت فيها أسعار النفط إلى أرقام غير مسبوقة على مر الزمن فأصبحت الدول النفطية تحقق فوائض مالية نفطية مصدرها سلعة النفط لتجد نفسها أمام مشكلة تتمثل في كيفية إدارة هذه الفوائض.

وعليه انتهجت العديد من الدول النفطية وخاصة الدول العربية عدة مناهج تهدف إلى ضمان أفضل إدارة لفوائضها المالية إلا أن عنصر الفجائية التي تتمتع بها ارتفاعات أسعار النفط وكذلك عدم قدرة اقتصادياتها على استيعاب تلك الفوائض المالية وضعف هياكلها جعل العديد من الخيارات غير ممكنة على المستوى المحلي فكان الاستثمار الخارجي لهذه الفوائض من أنجع الخيارات في الطفرتين الأولى والثانية، إلا أنه في الطفرة الأخيرة لأسعار النفط برزت طرق وآليات أخرى لم تكن معروفة في السابق قد تكون الخيار الأفضل لإدارة هذه الفوائض المالية لعل أهمها ما يعرف اليوم بصناديق الثروة السيادية.

وعليه سنتطرق في هذا الفصل إلى:

- المبحث الأول: مدخل إلى اقتصاديات النفط؛
- المبحث الثاني: الفوائض المالية النفطية،
- المبحث الثالث: إدارة الفوائض المالية النفطية.

المبحث الأول: مدخل إلى اقتصاديات النفط

يعتبر النفط أهم الموارد الطبيعية الغير متجددة إذ يوجد بكميات محدودة في باطن الأرض، وأن زواله أت لا محالة سواء طال الزمن أو قصر، وبالرغم من المعرفة التنبؤية لمستقبل هذا المورد على المستويين القريب والبعيد إلا أن معظم اقتصاديات الدول أصبحت أشد ارتباطا به وتتأثر به أيما تأثر في ظل حالة عدم اليقين والاستقرار التي تتمتع بها أسعار هذا المورد، وسنتطرق في هذا المبحث إلى كل من ماهية النفط في المطلب الأول، السوق النفطية وأسعار النفط في المطلب الثاني، والاقتصاد النفطي في المطلب الأخير من هذا المبحث.

المطلب الأول: ماهية النفط

نظرا لما يتمتع به النفط من خصائص وأهمية وكذلك لما له من آثار على الاقتصاديات المرتبطة به، سنتطرق في هذا المطلب إلى كل هذه العناصر.

أولاً: مفهوم النفط

سنتطرق إلى كل من تعريف النفط وخصائصه:

1. تعريف النفط "Oil":

لقد تعددت المفاهيم والتعاريف حول النفط إلا أن مجملها تصب في معنى واحد، ونظرا لأهمية النفط الكبيرة في حياتنا اليومية وصل الحال ببعض الأدباء الاقتصاديين إلى إطلاق مصطلح الذهب الأسود "The black Gold" على مادة النفط، أي أن أهمية النفط الاقتصادية أصبحت تضاهي أهمية الذهب في الاقتصاد العالمي.

لفظ النفط يقابله لفظ لاتيني الأصل "Petroleum" يتكون من مقطعين "Petr" ويعني الصخرة و"oleum" ويعني الزيت، أي أن الكلمة معناها الزيت الذي يخرج من الصخر، ويطلق هذا اللفظ اللاتيني بصورة عامة على جميع المواد الهيدروكربونية (وهي مركبات من عنصري الهيدروجين والكربون)، ولكن بالمعنى التجاري الضيق يطلق على المواد السائلة مصطلح الزيت أو النفط الخام "Crude Oil" بينما يطلق على المواد الغازية مصطلح الغاز الطبيعي "Natural GAZ" وعلى المواد الصلبة مصطلح البيوتيمين أو الإسفلت "Bitumen or Asphalt".¹

ويمكن تعريف النفط (oil) على أنه: "مادة بسيطة متكونة كيميائيا من عنصرين فقط هما الهيدروجين والكربون، ومركب من حيث اختلاف خصائص مشتقاته وذلك تبعا للاختلاف الجزئي لكل

¹ أحمد محمد أحمد المنصوري، اقتصاديات النفط في دول مجلس التعاون الخليجي، مذكرة ماجستير، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية، 1991، ص:03.

الفصل الأول: الفوائض المالية النفطية وآليات إدارتها

منهما، والنفط سائل دهني له رائحة خاصة تميزه وتختلف ألوانه بين الأسود، الأخضر، البني والأصفر، كما تختلف لزوجته تبعا لكثافته النوعية¹.

2. خصائص النفط:

يتميز النفط عن غيره من مصادر الطاقة الأخرى بـ:²

- تبلغ المشتقات النفطية ثمانين ألف منتجا؛
- تركيبته الكيميائية الفريدة من نوعها حيث أن دمج الهيدروجين مع الكربون يعطي النفط خواصا لا تتوفر في غيره من المواد، وهذا الدمج تقدمه الطبيعة مجانا ولقد حاول الإنسان تقليد الطبيعة في هذا المجال إلا أن التكاليف كانت باهضة جدا؛
- يعتبر النفط مصدرا ناضبا يتناقص بكثافة استعماله؛
- النفط مادة استراتيجية تتأثر بالعوامل الاقتصادية والسياسية مما يضيف عليه طبيعة دولية وأهمية خاصة؛
- تعتبر صناعة النفط من الصناعات العملاقة التي تتضمن مخاطر عالية وتحتاج لرؤوس أموال ضخمة.

ثانيا: أهمية النفط وأثره الاقتصادي

سنتطرق إلى أهمية النفط الاقتصادية وإلى أثره الاقتصادي على الدول المصدرة والمستهلكة له.

1. أهمية النفط الاقتصادية:

تتمثل أهمية النفط الاقتصادية في ما يلي:³

- يعتبر النفط مصدرا رئيسيا للطاقة في الاقتصاد الحديث لما يتمتع به من مزايا كتعدد مشتقاته ومنتجاته، وكذلك تكلفة إنتاجه منخفضة مقارنة بتكلفة إنتاج البدائل الطاقوية الأخرى؛
- ما يميز النفط كمادة أولية انه لا يمكن استعماله إلا بعد إجراء عدة عمليات عليه وهذا ما يعرف بالصناعة النفطية، والتي تعتبر نشاطا صناعيا واسعا وتحتل مكانة فعالة في القطاع الصناعي ككل، ويتم استعمال منتجات النفط في الأنشطة الصناعية المختلفة؛

¹ فتيحة مزارشي، حسبية مداني، استراتيجيات ترقية الكفاءة الاستخدامية للثروة البترولية في الاقتصاديات العربية في إطار ضوابط التنمية المستدامة، مداخلة مقدمة ضمن الملتقى الدولي "التنمية المستدامة والكفاءة الاستخدامية للموارد المتاحة"، جامعة سطيف، أيام 07-08 أبريل 2008، ص: 04.

² المرجع نفسه، ص: 05.

³ نعيمة حمادي، تقلبات أسعار النفط وانعكاساتها على تمويل التنمية في الدول العربية خلال الفترة 1986-2008، مذكرة ماجستير، جامعة حسبية بن بوعلی- الشلف- الجزائر، 2008/2009، ص: 89.

الفصل الأول: الفوائض المالية النفطية وآليات إدارتها

- النفط مصدر للإيرادات المالية خاصة في اقتصاديات الدول المنتجة والمصدرة له والتي تعتمد في اقتصادها بصفة رئيسية على النفط في الدخل الوطني والتراكمات الرأسمالية وفي تمويل برامج التنمية الاقتصادية، أما الدول المستهلكة له فتظهر أهمية النفط من خلال الإيرادات التي تحصلها عند فرض ضرائب على استهلاك مشتقات النفط؛
- يساهم النفط في تنشيط التجارة الدولية أو التبادل التجاري، باعتباره سلعة تجارية دولية يتم تداولها في كل دول العالم سواء في شكله الخام أو في شكل منتجات نفطية كالبنزين وغيره وتتضح أهمية النفط أكثر لدى الدول المنتجة والمصدرة له والتي تعتبر صادرات النفط المصدر الأساسي في موازين مدفوعاتها؛
- توجد بورصات نفطية يتم فيها تداول العقود النفطية، وبالتالي فإن النفط يساهم في تنشيط الأسواق المالية الدولية.

2. الأثر الاقتصادي للنفط :

للنفط أثر كبير على الاقتصاد الوطني لأي دولة وخاصة الدول المنتجة والمصدرة له إذ يؤثر على الاقتصاد في عدة اتجاهات يمكن ذكرها في ما يلي:¹

أ. **النتائج المحلي الإجمالي:** تؤدي صناعة النفط إلى زيادة الناتج المحلي الخام الإجمالي ويتوقف ذلك على القيمة المضافة للعائد من هذه الصناعة وهذه القيمة تشمل العائد على رأس المال، العمل والموارد المستخدمة وهي تكون في شكل أجور، مصروفات، أرباح وفوائد، ويظهر أثره واضحا في الدول المصدرة للنفط فقد ارتفع الناتج المحلي الإجمالي لدول منظمة الأوبك "OPEC" من 135 مليار دولار أمريكي سنة 1970 إلى 436 مليار دولار أمريكي سنة 1980 وإلى 598 مليار دولار أمريكي سنة 2006.

ب. **إيرادات النقد الأجنبي:** إن العائد من تصدير النفط مرتفع وبالتالي هو مصدر هام للنقد الأجنبي خاصة في الدول النامية حيث أن لها أثر مباشر في تمويل التنمية الاقتصادية لهذه البلدان ويتضح ذلك من خلال إيرادات النفط ومنتجاته في الدول العربية المصدرة للنفط التي قدرت بـ: 225 مليار دولار سنة 2000.

ج. **الموازنات الحكومية:** تمثل إيرادات النفط وبمختلف أنواعه نسبة رئيسية في مصادر تمويل الموازنات الحكومية وهي تمثل في الدول النفطية ودول الشرق الأوسط حوالي 90% من إجمالي إيرادات الموازنات العامة، وفي الدول المتقدمة تمثل الضرائب المفروضة على مشتقات النفط

¹ نبيل بوفليج، دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية الواقع والافاق مع الإشارة إلى الجزائر، رسالة دكتوراه، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2010/2011، ص ص:17،18.

مصدرا هاما من مصادر إيرادات الدولة، فدولة مثل الولايات المتحدة الأمريكية تفرض ضريبة تصل إلى 30% من السعر على البنزين.

د. **تكوين رأس المال:** تتصف صناعة النفط بالضخامة وهي تحتاج إلى تكنولوجيا معقدة ومتقدمة، الأمر الذي يتطلب استثمارات ضخمة سواء في مراحل البحث أو الاستكشاف أو في مراحل الإنتاج أو النقل لذلك لصناعة النفط دور هام في تكوين معدل رأس المال سواء بشكل مباشر أو غير مباشر.

ه. **القوى العاملة "اليد العاملة":** تتميز صناعة النفط بأن نسبة رأس المال به مرتفعة وحجم العمالة منخفض، وترجع أهمية هذه الصناعة بالنسبة للعمالة إلى حجم الأجور التي يتقاضاها العاملون بهذه الصناعة إذ تتميز بالارتفاع كما توفر صناعة النفط مجالا واسعا للتدريب والتخصص في مجالات متعددة تؤدي إلى تزويد القطاعات الأخرى في الدولة بحاجياتها من الأيدي العاملة المدربة.

و. **معدلات التبادل الدولي:** تؤدي صناعة النفط إلى زيادة نسبة التبادل التجاري في العالم على أساس رفع نسبة الصادرات بالنسبة للدول المصدرة ورفع نسبة الواردات للدول المستوردة، وعموما يشكل التبادل الدولي في مجال الطاقة أكبر نسبة للتبادل التجاري في العالم.

ز. **استخدام التكنولوجيا والتقدم الفني:** صناعة النفط من الصناعات التي ترتبط بالتقدم والتطور الفني فمنذ نشأة هذه الصناعة في الولايات المتحدة الأمريكية في القرن التاسع عشر ثم انتشارها في أوروبا أثناء الحرب العالمية الثانية اعتمدت على التقدم التكنولوجي الذي أدى إلى انخفاض تكلفة استخدامها وسهولة استكشافها وإنتاجها.

المطلب الثاني: السوق النفطية وسعر النفط

النفط كغيره من السلع يباع ويشترى وفقا لأسعار محددة تخضع لقانون العرض والطلب وفي سوق منظمة خاصة بالمواد الطاقوية أهمها النفط، وعليه سوف نتطرق في هذا المطلب إلى السوق النفطية ومعرفة أهم المتعاملين فيها، بالإضافة إلى التطرق إلى سعر النفط وأنواعه والعوامل المؤثرة عليه والمحددة له.

أولاً: السوق النفطية

سننتظر إلى تعريف السوق النفطية وكذلك إلى أهم المتعاملين فيها.

1. تعريف السوق النفطية

يمكن تعريف السوق النفطية على أنها: "السوق التي يتم فيها التعامل بأهم مصدر من مصادر الطاقة وهو النفط، ويحرك هذه السوق قانون العرض والطلب في الغالب، إضافة إلى العوامل الاقتصادية التي تحكم هذه السوق هناك عوامل أخرى كالعوامل السياسية والعسكرية والمناخية وتضارب المصالح بين المستهلكين والمنتجين والشركات النفطية الكبرى"¹.

2. المتعاملون في السوق النفطية

يمكن تقسيم المتعاملين في السوق النفطية إلى قسمين أساسيين القسم الأول ويمثلون جانب العرض وتتمثل في الأطراف المنتجة والمصدرة للنفط، أما القسم الثاني فيمثلون جانب الطلب وتتمثل في الأطراف المستهلكة للنفط، وهم:

أ. من جانب العرض: ويختلف الأطراف الممثلين لجانب العرض في السوق النفطية من منظمات دولية وشركات نفطية متعددة الجنسيات، ويؤثرون بشكل كبير على أسعار النفط، وعلى العموم فإن أهم المتحكمين في جانب العرض هم:

- منظمة الدول المصدرة للنفط "OPEC"²: أنشأت في بغداد بالعراق مع توقيع اتفاقية في سبتمبر عام 1960، بين خمسة دول هم الجمهورية الإسلامية الإيرانية، العراق، الكويت، المملكة العربية السعودية، وفنزويلا. وهم الدول المؤسسون لمنظمة الأوبك "OPEC"، وانضمت بعد ذلك كل من قطر عام 1961، وإندونيسيا عام 1962 والتي انسحبت منها في جانفي عام 2009، ليبيا عام 1962، والإمارات العربية المتحدة عام 1967، الجزائر عام 1969، نيجيريا عام 1971 والإكوادور عام 1973 والتي جمدت عضويتها من ديسمبر عام 1992 حتى أكتوبر عام 2007

¹ نعيمة حمادي، مرجع سابق، ص: 52.

* OPEC : Organization Of Petroleum Exporting Countries

² OPEC, on web site: « http://www.opec.org/opec_web/en/about_us/25.htm », in 26.01.2015, at :16.30.

والغابون انضمت عام 1975 وانسحبت عام 1995، وأنغولا انضمت عام 2007. وحاليا تتكون منظمة الأوبك من 12 دولة عضوا. وتتمثل أهداف منظمة الأوبك في ما يلي:¹

- تنسيق وتوحيد السياسات البترولية للدول الأعضاء، وتحديد أفضل السبل لحماية مصالحها فرادى ومجتمعة؛
- إيجاد السبل والوسائل لتحقيق الاستقرار في الأسعار في أسواق النفط العالمية لغرض إنهاء التقلبات الضارة والغير الضرورية؛
- الاهتمام دوما بمصالح الدول المنتجة، وضرورة تأمين دخل مستقر لها، إضافة إلى تأمين إمدادات اقتصادية وذات كفاءة ومستقرة من النفط للدول المستهلكة، وعائد عادل لمن يستثمر في صناعته.

● **الدول المنتجة للنفط خارج منظمة الـ"OPEC":** وهي الدول المنتجة للنفط غير المنضمة إلى منظمة الأوبك ورغم أنها أنتجت حوالي 60% من الإنتاج النفطي العالمي سنة 2004، وبلغ إنتاجها سنة 2007 حوالي 42.5 مليون برميل يوميا إلا أن السمة الغالبة عليها أنها دول مستهلكة للنفط ومستوردة له، لأن عددا منها هي دول صناعية متقدمة يزيد طلبها على النفط، وتكاليف الإنتاج في معظمها يزيد عن تكاليف إنتاجه في دول "الأوبك"، وتضم أكبر الدول المنتجة في هذه المجموعة كالولايات المتحدة الأمريكية، روسيا، كندا، النرويج، بريطانيا، ودول بحر الشمال، ومن الدول النامية نجد الصين، المكسيك، كازاخستان، سلطنة عمان. وإنتاجها يتناقص سنويا نتيجة الاستخراج المكثف لنفطها للتأثير على سياسة "أوبك" بتخفيض الإنتاج، وهذه الدول تنسق أحيانا بين سياساتها النفطية مثل دول "الأوبك" لكن دون إطار تنظيمي لهذا التنسيق، ودون تنفيذه في أحيان كثيرة ويمكن لها أن تؤثر على أسعار النفط بزيادة عرضه.²

● **الشركات النفطية العالمية:** الشركات النفطية العالمية هي أحد أنواع الشركات المتعددة الجنسيات والتي تنشط في قطاع معين ألا وهو قطاع الطاقة وبالأخص في مجال النفط، حيث تسيطر هذه الشركات العملاقة على مجال الصناعة النفطية (منذ نشأتها في النصف الثاني من القرن التاسع عشر) من بداية مرحلة نشاط الصناعة النفطية (مرحلة البحث والاستكشاف، الحفر والتنقيب والاستخراج والإنتاج، والتكرير والنقل والتوزيع...إلى آخر المرحلة وهي مرحلة الصناعة البتروكيماوية). وتعد شركة "ستاندارد أويل أوف" المملوكة من طرف ركفلير والشركة النفطية البريطانية "British Petroleum"، والشركة الهولندية "shell" أولى الشركات النفطية العالمية. وقد تعددت الشركات النفطية العالمية في طابعها، حيث ظهرت إلى جانب الشركات النفطية العالمية

¹ ماجد عبد الله المنيف، منظمة الدول المصدرة للبترول (أوبك): نشأتها وتطورها والتحديات التي تواجهها، بحوث اقتصادية وعربية، العدد 41، 2008، ص: 73.

² نعيمة حمادي، مرجع سابق، ص: 61.

للدول الصناعية شركات نفطية وطنية وشركات نفطية مستقلة التي أخذت مع مرور الزمن صفة العالمية.¹

ب. من جانب الطلب: في حين تتحكم دول "الأوبك" وخارج "الأوبك" والشركات النفطية العالمية في

جانب العرض هناك منظمات أخرى ودول تتحكم في جانب الطلب، ومن أهم هذه الأطراف نجد:

• الوكالة الدولية للطاقة "IEA"²: تأسست الوكالة الدولية للطاقة "IEA" في نوفمبر عام 1974 كهيئة مستقلة ضمن الإطار التنظيمي للتطوير والتعاون الاقتصادي الـ"OECD" لتطبيق برنامج طاقة دولي، وهي تعمل على تنفيذ برنامج شامل للتعاون الطاقوي ضمن 26 دولة من أصل 30 دولة عضوا. وتهدف الوكالة الدولية للطاقة إلى:

- إبقاء وتطوير الأنظمة لكي تتماشى مع استنزاف النفط؛
- تعزيز سياسات الطاقة الحكيمة عالميا عن طريق علاقات التعاون مع الدول الغير الأعضاء والصناعات والمنظمات الدولية؛
- تشغيل نظام معلومات ثابت في سوق النفط الدولي؛
- تحسين عملية تزويد الطاقة العالمية والبناء المطلوب عن طريق تطوير موارد طاقة بديلة وزيادة كفاءة الطاقة المستخدمة؛
- المساهمة في تكامل السياسات البيئية والطاقوية.

والدول الأعضاء في وكالة الطاقة الدولية "IEA" هم: أستراليا، النمسا، بلجيكا، كندا، جمهورية التشيك، الدانمارك، فنلندا، فرنسا، ألمانيا، اليونان، هنغاريا، إيرلندا، إيطاليا، اليابان وكوريا واللكسمبورج، هولندا، نيوزيلندا، النرويج، البرتغال، إسبانيا، السويد، سويسرا، تركيا، المملكة المتحدة، الولايات المتحدة الأمريكية. ويؤدي الإتحاد الأوروبي دورا هاما في عمل الوكالة الدولية للطاقة.

وهناك الدول الغير منضمة للوكالة الدولية للطاقة وهي من كبار مستهلكي النفط كالصين والهند وغيرها من الدول الأخرى، والتي تؤثر على جانب الطلب بفعل استهلاكها الكبير لهذه المادة.

¹ أمينة مخلفي، أثر أنظمة استغلال النفط على الصادرات (دراسة حالة الجزائر بالرجوع إلى بعض التجارب العالمية)، رسالة دكتوراه، جامعة قاصدي مرباح-ورقلة، الجزائر، 2011/2012، ص: 58.

* IEA : International Energy Agency

² الوكالة الدولية للطاقة، ادخار الموارد: تقانات النفط والغاز من أجل أسواق الطاقة المستقبلية، ترجمة: مظهر بايرلي، سلسلة كتب التقنيات الاستراتيجية والمتقدمة، الرياض، 2010، ص: 5.

ثانياً: سعر النفط

سنتطرق إلى تعريف سعر النفط وكذلك إلى أنواعه والعوامل المحددة له والمؤثرة عليه.

1. تعريف سعر النفط وأنواعه

يعرف السعر على أنه: "عبارة عن قيمة الشيء أو قد لا يتعادل معها أو لا يتساوى، أي قد يكون السعر أقل أو أكبر من القيمة لذلك الشيء المنتج، فسعر النفط يعني قيمة المادة أو السلعة النفطية يعبر عنها بالنقد، لتأثير العوامل الاقتصادية والاجتماعية والسياسية"¹.

وهناك عدة أنواع لسعر النفط نذكر بعضها في ما يلي:²

أ. **السعر المتحقق "Realized Price"**: هو السعر المعبر عن قيمة السلعة النفطية والمجسد لها بوحدات نقدية معلومة وفي زمن معلوم والمنفق عليه بين الأطراف المتبادلة في السوق الدولية وظهر هذا النوع في أواخر الخمسينات من القرن العشرين، وقد عبر هذا السعر فعليا عن قيمة السلعة النفطية في السوق الدولية منذ ذلك التاريخ.

ب. **سعر الإشارة أو المعول عليه "Referance Price"**: سعر الإشارة هو سعر متوسط بين السعر المعلن والسعر المتحقق، واعتمد سعر الإشارة في احتساب قيمة النفط بين بعض الدول البترولية المنتجة والشركات البترولية الأجنبية من أجل توزيع أو قسمة العوائد النفطية بين الطرفين، ظهر هذا السعر في السوق النفطية الدولية في الستينيات من القرن العشرين، وسعر الإشارة هو سعر النفط الخام الذي يقل عن السعر المعلن ويزيد عن السعر المتحقق أخذت به وطبقته العديد من الدول النفطية، مثل ما تم بين الجزائر وفرنسا سنة 1965.

ج. **سعر الكلفة الضريبية "Tax Cost Price"**: إن هذا السعر يعني تجسيدا لقيمة الوحدة النفطية بمقدار نقدي محدد وفي زمن معلوم مستندا على كلفة إنتاج الوحدة النفطية مضافا إليها ضرائب ورسوم مختلفة، وفي الواقع فإن هذا السعر متداول داخل البلد وغير متداول على النطاق الخارجي أو العالمي.

د. **السعر الفوري أو الأني "Spot Price"**: إن هذا السعر يعني تجسيدا لقيمة الوحدة النفطية بوحدات نقدية معلومة خلال زمن محدد كما أن السعر الفوري ليس مستقرا بسبب ارتباطه بمقدار الاختلال وعدم التوازن بين العرض والطلب النفطي.

هـ. **السعر المعلن أو الأسعار المعلنة "Posted Price"**: ويقصد بها أسعار النفط المعلنة من طرف الشركات النفطية في السوق النفطية، وظهرت الأسعار المعلنة في البداية في الولايات المتحدة

¹ محمد أحمد الدوري، محاضرات في الاقتصاد البترولي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1983، ص:194.

² نبيل بوفليح، دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية الواقع والأفاق مع الإشارة إلى حالة الجزائر، مرجع سابق،

ص:ص: 34-37.

الأمريكية في بداية القرن العشرين حيث كانت شركة "روكفلر ستاندارد أويل" تعلن الأسعار التي تعرض دفعها لشراء النفط الخام عند البئر، لتتولى هي عمليات النقل والتكرير، بحيث كان السعر المعين عندئذ يمثل دلالة تجارية تعبر عن تفاعل العرض والطلب.¹

ويبدو تأثر أسعار النفط واضحا في السنوات الأخيرة إذ ترتفع بعد احتلال العراق سنة 2003 لتبلغ أرقاما غير مسبوقة وتتخفض بشكل كبير بسبب أزمة الرهون العقارية سنة 2008.²

2. العوامل المؤثرة والمحددة لسعر النفط

هناك العديد من العوامل المؤثرة على أسعار النفط سواء بالارتفاع أو بالانخفاض، بالإضافة إلى وجود العديد من الشروحات والتفسيرات لهذه العوامل لعل أهمها:³

أ. **المنهج الحدي ومبدأ الندرة:** يعتبر مفهوم الندرة من أكثر المفاهيم شيوعا في تحليلات أسعار النفط على المدى البعيد، ويقوم تفسير الندرة على حقيقة أن النفط شأنه شأن أي مورد طبيعي غير متجدد، متوفر ولكن بكميات ناضبة في الأرض، وبالتالي فإن أي زيادة في الطلب العالمي على إمدادات محدودة (أي محكومة بالنضوب) لا بد وأن تؤدي إلى ارتفاع الأسعار، وكلما ارتفع معدل الاستهلاك إلى ما هو متاح من مورد طبيعي يؤدي إلى المسارعة في الوصول إلى نقطة النضوب.

ب. **تحليل أثر المنافسة:** يعطي بعض الاقتصاديين أهمية كبيرة لدرجة التنافس في السوق العالمية للنفط، حيث يرى هؤلاء الاقتصاديين أن قوى المنافسة تسيطر على كل من الشركات والدول المنتجة. ويعتقد بقوة الاتجاه الانكماش في السوق النفطية العالمية إلى درجة قد تحول دون أي محاولة للحد من المنافسة، ويدعم هذا القول بتحليل يعترف بدرجة التنافس في السوق العالمية للنفط، وهكذا فإن درجة التنافس في السوق تؤثر بشكل واضح على مستوى الأسعار في السوق النفطية.

ج. **احتكار القلّة:** إن هذا المنهج قائم على أن سوق النفط العالمية تتميز بزيادة العائد إلى السلعة وبسبب ارتفاع معدل التكاليف الثابتة إلى التكاليف المتغيرة فإن ذلك يحقق للشركات الكبيرة الحجم ميزة تفضيلية (تنافسية) هامة من ناحية الكلفة على الشركات الأصغر حجما. إن أي شركة ستنتمتع بمجرد انتهائها من القيام باستثماراتها والبدء بالإنتاج والتصفية والنقل والتسويق بتكلفة أقل لكل وحدة إضافية من الإنتاج، وسيؤدي أي سعر للنفط يزيد عن متوسط التكاليف المتغيرة إلى زيادة حجم الإنتاج حتى الوصول إلى استغلال كامل للطاقة الإنتاجية، وتؤدي النخمة المتوقعة بعد ذلك

¹ حسين القاضي، محاسبة النفط في ظل العقود السائدة، الطبعة الأولى، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، 2013، ص:160.

² عبد الخالق مطلق الراوي، محاسبة النفط والغاز، الطبعة الأولى، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان-الأردن -، 2011، ص:228.

³ حسان خضر، أسواق النفط العالمية، مجلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، العدد 57، الكويت، نوفمبر 2006، ص ص: 14-12.

إلى تراجع في الأسعار. وما أن تصل الأسعار إلى معدل يقل عن التكاليف المتغيرة حتى تتراجع معدلات الإنتاج، ثم تشهد السوق النفطية انخفاضا في الطلب يقل عن حجم الإنتاج، لتعاود الأسعار ارتفاعها مجددا لتبدأ دورة حياة جديدة.

د. **عوامل أخرى:** يرى العديد من الاقتصاديين أن بعض النظريات كالندرة الطبيعية أو الكلفة الحدية واحتكار القلة للنفط لا تعتبر بحد ذاتها أساسا مقنعا لتفسير أسعار النفط، وأن هناك عناصر أخرى مثل سياسات الدول المنتجة، والدول المستهلكة وشركات النفط هي من العناصر التي تساهم في تحديد أسعار النفط أقلها على المدى الطويل. ولكن هناك العديد من العوامل المفسرة لأسعار النفط على المدى القصير، يمكن تلخيصها في ما يلي:

- **عوامل الطلب:** إن أي زيادة أو نقصان في الطلب على النفط الخام من بعض الدول الصناعية أو النامية يعتبر عاملا مساعدا في تغيير الأسعار.
- **عوامل الإمدادات (العرض):** إن ارتفاع مستوى إمداد الأسواق العالمية بالنفط يعتبر عاملا مؤثرا في تراجع سعر النفط والعكس صحيح.
- **عوامل سياسية:** قد تكون ناجمة عن حروب أهلية أو إضرابات العمال في مصافي النفط، مما يؤدي بالتالي إلى تراجع الإمدادات إلى السوق العالمي أو ربما توقفها، مما يزيد من احتمالات ارتفاع أسعار النفط.
- **العوامل المناخية:** تلعب العوامل المناخية دورا هاما في تحديد أسعار النفط، حيث أنه كلما كان فصل الشتاء قارسا ولاسيما في النصف الشمالي من الكرة الأرضية، كلما زاد الطلب على منتجات النفط، حيث يؤدي ذلك إلى ارتفاع الأسعار والعكس صحيح، كما تلعب المواسم السياحية وسياحة العطلات دورا هاما في تحديد سعر النفط.
- **عوامل فنية:** قد تكون هذه العوامل ناجمة عن توقف العمل في مواقع الإنتاج أو مصافي التكرير بسبب أعطال فنية معينة تسبب في تراجع إمدادات السوق بالنفط الخام أو منتجاته، كما أن أي نقص في مخزون الدول المستهلكة هي من العوامل المؤثرة في سعر النفط.
- **المضاربات والتوقعات:** تلعب المضاربات أحيانا في بورصة النفط العالمية دورا مؤثرا في تحديد أسعار النفط، لاسيما أن تلك المضاربات قد تكون مبنية على توقعات المضاربين حيال سياسات الدول المنتجة أو المستهلكة للنفط والعديد من العوامل الأخرى.

المطلب الثالث: الاقتصاد النفطي

نظرا إلى ارتباط العديد من اقتصاديات الدول بالنفط وتأثرها الكبير به بسبب العوامل السابق ذكرها، سنتطرق في هذا المطلب إلى الاقتصاد النفطي وإيجابيات وسلبياته.

أولا: تعريف الاقتصاد النفطي

يمكن تعريفه على أنه: "يتضمن مجموعة النشاطات الاقتصادية المتعلقة في إيجاد وإنتاج وتوزيع واستهلاك للسلعة النفطية سواء كانت بصورة سلعية واحدة أو بصورة متنوعة ومتعددة"¹.

ويمكن القول عن دولة ما أنها دولة نفطية إذا توفرت فيها الشروط التالية:²

- يكون منتجا ومصدرا صريحا لكميات هامة من النفط الخام كمادة أولية مهيمنة على الصادرات؛
- يعتمد الهيكل الاقتصادي والاجتماعي القائم بصفة أساسية على الربيع النفطي؛
- يعتمد من أجل استغلال النفط في جميع مراحلها-استكشاف، استخراج ونقل- بصفة كبيرة على تقنيات الشركات العالمية، أي دولة تفتقر إلى التطور التكنولوجي.

فعنصر إنتاج النفط وتصديره لا يعطي صفة "الدولة النفطية"، لأن هناك دولا منتجة ومصدرة للنفط أو الغاز ولا تعتبر دولا نفطية، مثل النرويج وهولندا وروسيا، لأن اقتصادياتها قائمة على تنوع النشاطات الاقتصادية وتتحكم في تكنولوجيات الاستغلال. ولذلك فالجزائر بهذه الصفات تعتبر إحدى الدول النفطية.

ثانيا: إيجابيات وسلبيات الاقتصاد النفطي

تتمثل إيجابيات وسلبيات الاقتصاد النفطي فيما يلي:³

1. إيجابيات الاقتصاد النفطي:

- يعتبر النفط أكبر مصدر للطاقة، حيث يتفوق الآن مع الغاز الطبيعي على مصادر الطاقة الأخرى؛
- إن هذه المادة توفر للاقتصاد النفطي الفوائض المالي أو رؤوس الأموال اللازمة لعملية التراكم الرأسمالي أو ما يطلق عليه تسمية الدولارات النفطية، لإنجاز مشاريع التنمية؛

¹ محمد أحمد الدوري، مرج سابق، ص:03.

² عيسى مقلد، قطاع النفط في الجزائر في ظل التحولات الاقتصادية، مذكرة ماجستير، جامعة الحاج لخضر- باتنة- الجزائر، 2007/2008، ص: 26.

³ عبد الحميد لخديمي، أثار تغيرات سعر النفط على الاستقرار النقدي في الاقتصاديات النفطية (دراسة تحليلية وقياسية لحالة الجزائر)، مذكرة ماجستير، جامعة تلمسان، الجزائر، 2010/2011، ص ص: 09، 10.

الفصل الأول: الفوائض المالية النفطية وآليات إدارتها

- إن هذه المادة توفر للاقتصاد النفطي مصادر الطاقة الضرورية اللازمة للبنية الأساسية والمشروعات الإنتاجية الخدمية؛
- إن هذه المادة يمكن أن تساهم في نمو القطاع الزراعي والإنتاجي بما تقدمه من رؤوس أموال ومنتجات كالأسمدة والمبيدات...إلخ؛
- بسبب ارتباط الاقتصاد النفطي بالعالم الخارجي في مجال الصناعة النفطية اكتسب خبرة في مجال التصدير والاستيراد؛
- إن الموارد المالية النفطية المتوفرة مكنت أو عززت الاقتصاد النفطي من الاحتفاظ باستقلال نسبي في مقاومة الضغوطات السياسية والتبعية الاقتصادية.

2. سبلات الاقتصاد النفطي:

- إن الاقتصاد النفطي مثله مثل بقية الاقتصاديات الأخرى، يخضع ويتأثر بالعوامل التي تؤثر على بقية الاقتصاديات الصناعية المتقدمة (العرض، الطلب، المرونة، الأزمات والصدمات السعرية)؛
- التبعية للاقتصاد العالمي وتأثر الاقتصاد المحلي (النظم النقدية والمالية المحلية، التنمية الاقتصادية والاجتماعية...إلخ)؛
- إن الفوائض المالية المتأتية بصفة مفاجئة نتيجة ارتفاع الأسعار ينجم عنها توظيف استثماري غير مجدي وعدم استغلالها في مشاريع التنمية المحلية ويتم استثمارها في شكل استثمارات أجنبية عن طريق الصناديق السيادية في شكل سندات وأذون الخزينة؛
- إن استقرار الدخول النفطية يبقى على أساس العملات الأساسية التي يتم من خلالها تسوية المدفوعات الدولية، أي تعرض هذه العملات إلى اهتزازات وتقلبات عنيفة تخفض من قيمتها وتعرض المداخل النفطية إلى انخفاض في قيمتها الحقيقية، مثل ما حدث في السبعينات، عندما انخفضت قيمة الدولار؛
- تعرض الاقتصاديات النفطية إلى ما يعرف بالتضخم المتبادل "exchange inflation" والذي ساد معظم الدول بعد الحرب العالمية الثانية حتى عقد السبعينات، حيث ارتفعت أسعار السلع المستوردة من الدول الصناعية، وثبتت أسعار المواد الأولية المصدرة من الدول النامية.

المبحث الثاني: الفوائض المالية النفطية

أدى تطور وارتفاع أسعار النفط في فترات معينة في الفترة الممتدة من سنة 1973 إلى سنة 2008 إلى دخول تدفقات مالية ضخمة للدول المصدرة للنفط كدول "الأوبك" وخاصة الدول العربية، وتمثلت تلك التدفقات في عائدات النفط في تلك الفترات حيث تراكمت نتيجة لعدم وجود آليات لاستثمارها وكذلك لأنها حدثت فجأة، ومن هنا ظهر مصطلح "الفوائض المالية أو الفوائض النفطية"، وسنتطرق في هذا المبحث إلى الفوائض المالية للدول العربية النفطية وتطورها وأثر التضخم وأسعار الصرف عليها فبعد أن كانت الدول العربية النفطية تعاني من مشاكل العجز وكيفية تغطيته أصبحت أمام مشكلة أكبر وهي فوائض كبيرة وعدم وجود آليات لاستثمارها.

المطلب الأول: مفهوم الفائض المالي النفطي

سنتطرق في هذا المطلب إلى مفهوم الفائض المالي النفطي من خلال تعريفه وأسباب ظهور هذه الظاهرة التي تحولت من خلالها العديد من الدول النامية المنتجة والمصدرة للنفط إلى كبار مصدري رؤوس الأموال إلى الدول المتطورة صناعيا على إثر ارتفاع أسعار النفط بشكل مفاجئ وغير مسبوق في فترات معينة من القرن الماضي والعقد الأول من القرن الحالي.

أولاً: تعريف الفائض المالي النفطي

الفائض المالي النفطي (oil financial surplus) يمثل الفرق بين العائدات من الصادرات النفطية أساساً، وبين مجمل الواردات كأرصدة متراكمة تتحصل عليها الدولة، أي يعبر عن الفرق الموجب لميزان المدفوعات، والذي تعجز إمكانيات الاقتصاد الوطني عن استيعابه في أنشطة استثمارية حقيقية ومنتجة، مما يجعله يتراكم سنة بعد أخرى. إن الفائض من عوائد النفط هو رأسمال ظاهري جاء لقاء تصدير ثروة طبيعية غير متجددة، أي لقاء اندثار أصل إنتاجي وغير قابل للتعويض، وبذلك يعتبر رأس المال النقدي المتحصل معادلاً موضوعياً لمورد إنتاجي ناضب، لكنه أعتبر "فائضاً" لأن الكميات المتوفرة تتجاوز الاحتياجات المحلية، وهو فائض ظاهري لأنه لم يتولد عن الإنتاج الجاري لسلعة متكررة وإنما عن اهتلاك لمورد طبيعي غير متجدد.¹

وتتظر الدول الغربية الصناعية إلى الفوائض المالية المتراكمة لدى الدول المصدرة للنفط وخاصة العربية منها على أنها أموال ناتجة عن أسعار احتكارية، وليست ناتجة عن النشاط الاقتصادي الذي تتحكم فيه عناصر التكاليف والأرباح عبر آلية السوق وغير مستحقة، وهي ثروة غير حقيقية

¹ عيسى مقلد، مرجع سابق، ص 55، 56.

الفصل الأول: الفوائض المالية النفطية وآليات إدارتها

تعكس الأرباح التي فرضها الاحتكار والتملك لسلعة النفط وهو ثمن تعسفي وغير ضروري لقيمة السلعة. ويمكن تحديد الفائض المالي النفطي أو ما يطلق عليه بـ "فوائض البترودولار" أو "الدولارات النفطية" وفقا للعلاقة التالية:¹

عائدات الصادرات النفطية - واردات السلع والخدمات - التحويلات الرأسمالية = الفائض في الميزان التجاري

وبالرغم من أن مصطلح "الفوائض" استخدمته في البداية الدوائر المالية الدولية، فقد أصبح متعارفا عليه فيما بين الدول المنتجة للنفط نفسها، والتعبير يشير إلى فائض الميزان التجاري للدول الرئيسية المنتجة والمصدرة للنفط، وعلى هذا فحجم الفوائض يتحدد أساسا بحجم الإيرادات النفطية ومقدرة الدول المنتجة على الاستيراد سواء ما يتمثل أساسا في صورة واردات تستلزمها عملية التنمية أو واردات استهلاكية.²

وعليه فإن ظاهرة "الفوائض المالية" ما هي إلا تراكمات لعوائد النفط في فترات ازدهار أسعار النفط للدول المنتجة والمصدرة له، وبما أن اقتصاديات الدول النفطية وخاصة العربية منها لم تتمكن من استيعاب هذه الفوائض وبالتالي أصبحت مشكلة لأن تلك الفوائض مألها الزوال مع مرور الوقت إن لم تستثمر بشكل جيد لأن فترات ازدهار أسعار النفط لا تحدث بصفة مستمرة ففي الفترة الممتدة من سنة 1973 إلى يومنا هذا لم يعرف العالم سوى ثلاث طفرات نفطية سنتطرق إليها لاحقا.

ثانيا: أسباب نشوء ظاهرة الفوائض المالية النفطية

إن ظاهرة الفوائض المالية لدى الدول النفطية ترجع إلى الأسباب التالية:

- ضعف الطاقة الاستيعابية لدول الفائض المالي، ويقصد بالطاقة الاستيعابية "مقدرة الاقتصاد على امتصاص التدفقات النقدية في فترة زمنية محددة"³، وقد وضح اقتصاديو التنمية فيما يتعلق بالطاقة الاستيعابية لتقدير رأس المال اللازم لاقتصاد بلد ما لأجل تحقيق نسبة معينة من النمو الاقتصادي أنه بعد حساب المدخرات الداخلية لذلك الاقتصاد ونسبة رأس المال إلى الإنتاج (معامل رأس المال)، فإن الفرق بين ما يستطيع الاقتصاد توليده داخليا وبين ما يحتاج إليه ذلك الاقتصاد لتحقيق النمو المرغوب فيه يشكل طاقة استيعاب للموارد القادمة من مصادر خارجية. وهذا هو حال الدول النفطية، فبسبب الوفرة المالية التي تعتبر أكبر بكثير من المخصصات اللازمة لحاجة الاقتصاد من أجل تحقيق النمو المطلوب، فتزيد تلك الأموال عن الطاقة الاستيعابية في ضوء البنى الهيكلية

¹ علام خلاف، توطين الفوائض المالية للدول العربية النفطية ودورها في تفعيل التكامل الاقتصادي العربي - دراسة حالة دول مجلس التعاون الخليجي، - مذكرة ماجستير، جامعة محمد خيضر - بسكرة، - الجزائر، 2012/2013، ص: 4.

² درويش صديق جستن، التنمية الصناعية في ظل الفوائض المالية (التجربة السعودية 1970-1980)، رسالة دكتوراه، جامعة القاهرة، مصر، 1983، ص: 74.

³ المرجع نفسه، ص: 74.

- والمؤسسات والقوى العاملة المتوفرة، مع أن مفهوم القدرة الاستيعابية مفهوم حركي وأن القدرة الاستيعابية تتسع مع تزايد الاستثمارات وما يرافقها من تطور.¹
- نمط التنمية المتبع في هذه الدول والذي يقوم على إقامة مشروعات صغيرة لا تتطلب استثمارات كبيرة، فالمشاريع الصناعية الموجهة للتصدير تشرف عليها شركات أجنبية من خلال قنواتها الإدارية، التقنية والفنية، كما أن معظم الإنفاق في هذه الدول متجه إلى قطاع الخدمات.²
 - شكلت أسواق الدول الصناعية عناصر جذب لهذه الفوائض لتوفرها على مؤسسات ذات درجة عالية من الكفاءة والخبرة، توفر عنصر الحرية والعائد إضافة إلى تنوع أدوات الاستثمار.³

المطلب الثاني: تطور حجم الفوائض المالية في ظل الطفرات النفطية الثلاثة

كانت الشركات النفطية العالمية مهيمنة مسيطرة ومحتكرة للسوق النفطية قبل ظهور منظمة "الأوبك" حيث كانت الأسعار السائدة آنذاك لا تخضع للعرض والطلب وأقل ما يمكن أن نصف به هذه الفترة (فترة سيطرة الشركات النفطية العالمية) بعهد النفط الرخيص، ولكن بعد ظهور منظمة "الأوبك" تغيرت الأوضاع للأفضل ولكن ليس بصورة مستمرة فكما توجد عناصر تتحكم في العرض النفطي هناك عناصر تتحكم في الطلب النفطي، وبفضل بعض العوامل السياسية والاقتصادية استفادت دول "الأوبك" ككل والدول العربية بصفة خاصة من فوائض مالية رجعت إلى ارتفاع أسعار النفط في فترات معينة ما بين سنة 1973 حتى سنة 2008، وأطلق الاقتصاديون مصطلح "الطفرات النفطية" على تلك الفترات.

أولاً: الطفرة النفطية الأولى (1973-1974)

لعبت العوامل السياسية والاقتصادية دوراً كبيراً في ارتفاع أسعار النفط في هذه الفترة، حيث ارتفع سعر البرميل الواحد من النفط من 2.9 دولار للبرميل إلى 11.6 دولار للبرميل، وذلك بعد إقدام دول الأوبك والدول العربية خاصة على رفع أسعار نفوطها. وجاء نتيجة لحرب أكتوبر 1973 بعد اجتماع ممثلي ستة دول من أعضاء الأوبك في الكويت وقرروا زيادة أسعار النفط بجانب واحد بنسبة 70% للضغط على الدول الصناعية الكبرى المساندة لإسرائيل.⁴

¹ عيسى مقلد، مرجع سابق، ص: 56.

² وهيبية مشدن، أثر تغيرات أسعار البترول على الاقتصاد العربي خلال الفترة 1973-2003، مذكرة ماجستير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2004/2005، ص: 54.

³ سمية موري، آثار تقلبات أسعار الصرف على العائدات النفطية دراسة حالة الجزائر، مذكرة ماجستير، جامعة أبي بكر بلقايد- تلمسان، الجزائر، 2009/2010، ص: 161.

⁴ المرجع نفسه، ص: 74.

الفصل الأول: الفوائض المالية النفطية وآليات إدارتها

وصاحبت ارتفاع أسعار النفط ارتفاع العوائد النفطية سنة 1973 من 42% من الناتج المحلي الخام إلى 70% سنة 1974.¹

ولقد ارتفعت العائدات من النفط للدول العربية في ظل الطفرة الأولى حيث كانت 4.6 مليار دولار سنة 1970 وأصبحت 57.7 مليار دولار سنة 1975 ثم 79.8 مليار دولار سنة 1976 ثم قفزت إلى 85.9 مليار دولار سنة 1977، أما في سنة 1978 فقد شهدت ارتفاعا طفيفا قدر بـ86.9 مليار دولار بالمقارنة مع سنة 1977.² والجدول التالي يوضح تطور العائدات النفطية للطفرة الأولى.

جدول رقم (1-1): تطور العائدات النفطية للدول العربية من 1970-1978

الوحدة : مليار دولار

السنوات	العائدات النفطية
1970	4.6
1975	57.7
1976	79.8
1977	85.9
1978	86.9

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على المعطيات السابقة

واتصفت اقتصاديات الدول العربية المنتجة والمصدرة للنفط في هذه الطفرة بضعف هيكلها وقدرتها الاستيعابية³، فالارتفاع المفاجئ لأسعار النفط نتج عنه ارتفاع في العوائد أدى إلى ظهور فوائض مالية للعديد من دول "الأوبك" إن لم نقل كلها وسنتطرق لاحقا لاستعمالات الدول لهذه الفوائض في تلك الفترة.

ولم تبقى الدول الغربية في تلك الفترة مكتوفة الأيدي أمام ما يحصل من ارتفاعات لأسعار النفط إذ قامت بإنشاء الوكالة الدولية للطاقة (IEA) عام 1974 والتي تضم كما رأينا سابقا الدول المستهلكة للنفط وعلى رأسهم الولايات المتحدة الأمريكية، ولقد قامت الدول الغربية بمثل هذا الإجراء للتأثير على جانب الطلب واتخاذها العديد من الإجراءات كترشيد استهلاك الطاقة وكذلك البحث عن مصادر طاقة بديلة للنفط قصد تخفيض الأسعار في تلك الفترة.⁴

¹ حسين عبد الله وآخرون، الفوائض المالية العربية بين الهجرة والتوطين، دار الفارس للنشر والتوزيع، عمان-الأردن-، 2007، ص:76.

² وهيبة مشدن، مرجع سابق، ص:53.

³ ماجد عبد الله المنيف، صناديق الثروة السيادية ودورها في إدارة الفوائض المالية، مداخلة في ملتقى الطاقة العربي، بيروت، سبتمبر 2009، ص:4.

⁴ قصي عبد الكريم ابراهيم، أهمية النفط في الاقتصاد والتجارة (النفط السوري أنموذجا)، الهيئة العامة السورية للكتاب، دمشق، 2010، ص: 75.

ثانياً: الطفرة النفطية الثانية (1979-1980)

إن أهم ما أكدته الطفرة النفطية الأولى سنة 1973 أن عصر النفط الرخيص قد انتهى وأن عصر الأسعار المعلنة وسيطرة الشركات النفطية العالمية قد انتهى هو الآخر، فدول "الأوبك" و"الوكالة الدولية للطاقة" دخلتا كلتاها في حرب أسعار نفط إن صح القول، فبعد الطفرة الأولى سنة 1973 عاودت الأسعار لترتفع من جديد وبشكل مفاجئ إثر الحرب الإيرانية-العراقية أو ما يعرف بحرب الخليج الأولى.

ولقد كانت لحرب الخليج الأولى أثر كبير على الإمدادات النفطية الإيرانية حيث تراجعت بصفة كبيرة من 6 مليون برميل يومياً إلى 1.5 مليون برميل يومياً، مما أدى إلى ارتفاع الأسعار من 12.7 دولار للبرميل الواحد في مارس من سنة 1979 إلى 24.5 دولار للبرميل الواحد في ديسمبر من نفس السنة، وواصلت الارتفاع لتبلغ 36 دولار للبرميل في ديسمبر عام 1980.¹

أما في ما يخص العائدات النفطية فقد سجلت رقماً قياسياً بلغ 211.7 مليار دولار نتيجة للارتفاع الكبير في الأسعار، ولكن هذا لم يدم طويلاً فسرعان ما انخفضت العائدات النفطية إلى 184.1 مليار دولار سنة 1981. أما فيما يخص جملة الفوائض المالية المتراكمة لدى الدول العربية في الطفرتين الأولى والثانية فقدرت بـ 374 مليار دولار وكان النصيب الأكبر من هذه الفوائض لأربع دول عربية هي المملكة العربية السعودية، الكويت، الإمارات العربية المتحدة، وقطر، حيث تمثل نسبة 75% من إجمالي الفوائض المالية المتراكمة، أي ما يزيد عن 279 مليار دولار حتى سنة 1981.²

واتصفت في هذه الطفرة أيضاً اقتصاديات الدول النفطية بضعف هياكلها وطاقاتها الاستيعابية، أما فيما يخص استعمالات واستثمارات الفوائض المالية لهذه الطفرة فسننتظر إليها لاحقاً. والجدول أسفله يبين لنا أسعار النفط من سنة 1970 إلى سنة 1999، والتي نلاحظ بأنها ارتفعت إلى حوالي أربعة أضعاف من 3 دولار للبرميل سنة 1973 إلى حوالي 11 دولار للبرميل سنة 1974 وهي الطفرة النفطية الأولى، كما نلاحظ أنه ارتفع مجدداً من حوالي 13 دولار للبرميل سنة 1978 إلى حوالي 30 دولار للبرميل سنة 1979 وهي الطفرة النفطية الثانية، ثم بعدها بدأت أسعار النفط تنخفض تدريجياً حتى وصلت إلى 13 دولار للبرميل سنة 1986، وبعد الأزمة النفطية لسنة 1986 عاودت أسعار النفط الارتفاع مجدداً، وفي سنة 1998 انخفضت أسعار النفط من جديد إلى حوالي 12 دولار للبرميل والتي تزامنت مع الأزمة المالية لدول جنوب شرق آسيا، وسرعان ما عاودت الأسعار الارتفاع مجدداً سنة 1999 لتبلغ حوالي 18 دولار للبرميل.

¹ صديق محمد عفيفي، تسويق البترول، مكتبة عين شمس، القاهرة- مصر-، 2003، ص: 275.

² وهيبه مشدن، مرجع سابق، ص: 53.

جدول رقم (1-2): أسعار النفط الخام من 1970-1999

الوحدة: دولار/برميل

السنة	سعر النفط	السنة	سعر النفط
1970	2.1	1985	27.5
1971	2.6	1986	13.0
1972	2.8	1987	17.7
1973	3.1	1988	14.2
1974	10.4	1989	17.3
1975	10.4	1990	22.3
1976	11.6	1991	18.6
1977	12.6	1992	18.4
1978	12.9	1993	16.3
1979	29.2	1994	15.5
1980	36.0	1995	16.9
1981	34.2	1996	20.3
1982	31.7	1997	18.7
1983	30.1	1998	12.3
1984	28.1	1999	17.5

المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، الفصل الخامس، 2011.

ثالثاً: الطفرة النفطية الثالثة (2002-2008)

لقد كان رد الدول الغربية على ارتفاعات أسعار النفط في الطفرتين الأولى والثانية مؤثراً جداً وتأكد ذلك انهيار أسعار النفط سنة 1986 لتبلغ 13 دولار للبرميل وذلك راجع للعديد من الممارسات التي قامت دول أعضاء في الوكالة الدولية للطاقة لتخفيض الأسعار، ثم تأتي بعد ذلك الأزمة الاقتصادية لدول جنوب شرق آسيا والتي أثرت هي الأخرى بشكل كبير على جانب الطلب، حيث أصبح هناك فائض على مستوى العرض أو الإمدادات النفطية من طرف دول "الأوبك" مما أدى إلى انخفاض الأسعار حتى بلغت حدود 12.3 دولار للبرميل، وفي كلتا الأزميتين 1986 و1998 تأثرت دول الأوبك وبما فيها الدول العربية بهذه الانخفاضات الحادة في أسعار النفط.

وعرفت السوق النفطية تحسناً في الأسعار سنة 2002 وذلك راجع للعديد من العوامل إثر تعليق الصادرات النفطية العراقية لمدة شهر وكذلك عدم استقرار الأوضاع في فنزويلا حتى نهاية سنة

الفصل الأول: الفوائض المالية النفطية وآليات إدارتها

2002، ولقد بلغ سعر نفط دول الأوبك في هذه السنة 24.3 دولار للبرميل، ثم ارتفع إلى 28.2 دولار للبرميل سنة 2003.¹

أما سنة 2004 فقد شهدت ثورة أسعار النفط، إذ ارتفع سعر النفط من 28 دولار للبرميل سنة 2003 إلى 36 دولار للبرميل سنة 2004 وتخطى حدود الـ50 دولار في الربع الأخير من سنة 2004.²

واستمرت أسعار النفط في الارتفاع حيث تخطت عتبة الـ50 دولار للبرميل سنة 2005 وارتفع الطلب العالمي على النفط مما دفع بدول الأوبك إلى رفع الإمدادات من النفط حتى وصلت 84.3 مليون برميل يوميا، وبلغت أسعار النفط أرقاما غير مسبوقه سنة 2006 إذ تخطت عتبة الـ60 دولار للبرميل وفي سنة 2007 وصل سعر النفط إلى 70 دولار للبرميل لنفط "أوبك"، مع تزايد إمدادات النفط من طرف دول "الأوبك" حتى وصلت إلى 85 مليون برميل يوميا، وفي سنة 2008 وصل سعر النفط إلى 92.2 دولار للبرميل في الفصل الأول، وفي الفصل الثاني وصل إلى 113.5 دولار للبرميل. وبعدها بدأت أسعار النفط تتهاوى وذلك بسبب أزمة الرهن العقاري ليستقر عند 61 دولار للبرميل سنة 2009 أي انخفض بمعدل 35.4% مقارنة بسنة 2008.³ والجدول الموالي يبين لنا تطور أسعار النفط الخام من سنة 2000-2009.

جدول رقم(1-3): أسعار النفط الخام من 2000-2009

الوحدة: دولار/برميل

السنة	سعر النفط	السنة	سعر النفط
2000	27.6	2005	50.6
2001	23.1	2006	61.0
2002	24.3	2007	69.7
2003	28.2	2008	94.4
2004	36.0	2009	61.0

المصدر: منظمة الأقطار العربية المصدرة للنفط(OAPEC)، تقرير الأمين العام السنوي الـ39، 2012، ص:101.

نلاحظ من الجدول رقم(1-3) أن سعر النفط انخفض في سنة 2001 مقارنة بسنة 2000 ثم عاد إلى الارتفاع مجددا في سنة 2002 وبالتالي بداية الطفرة النفطية الثالثة، واستمر في الارتفاع حتى صيف 2008، وبالتالي انتهاء الطفرة النفطية بسبب أزمة الرهن العقاري التي تفاقمت سنة 2009.

¹ سمية موري، مرجع سابق، ص:82.

² ضياء مجيد الموسوي، ثورة أسعار النفط، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005، ص ص:17-18.

³ سمية موري، مرجع سابق، ص ص:84، 85.

الفصل الأول: الفوائض المالية النفطية وآليات إدارتها

أما فيما يخص العائدات النفطية للدول العربية فهي مبينة في الجدول الموالي:

جدول رقم(1-4): قيمة الصادرات النفطية لدول (OAPEC)* في الفترة من 1995-2009

الوحدة : مليار دولار

السنة	قيمة الصادرات بالأسعار الجارية	قيمة الصادرات بالأسعار الحقيقية لعام 1995*
1995	93.7	93.7
1996	108.7	106.9
1997	110.0	106.2
1998	76.8	73.1
1999	109.7	103.6
2000	177.2	164.8
2001	148.6	135.7
2002	142.0	127.6
2003	159.5	140.8
2004	219.0	189.4
2005	305.8	259.1
2006	375.1	311.0
2007	410.2	332.4
2008	585.3	465.0
2009	352.8	278.3

المصدر: منظمة الأقطار العربية المصدرة للنفط(OAPEC)، تقرير الأمين العام السنوي الـ39، مرجع سابق، ص: 107.

نلاحظ من الجدول رقم(1-4) أن العائدات النفطية للدول العربية المصدرة للنفط قد عرفت ارتفاعا طفيفا في سنتي 1996 و1997 مقارنة بسنة 1995 ثم انخفضت سنة 1998 بسبب أزمة جنوب شرق آسيا، ثم عاودت الارتفاع سنة 1999، ثم انخفضت من جديد سنتي 2001 و2002 مقارنة بسنة 2000، ومن سنة 2003 حتى 2008 بلغت العائدات النفطية للدول العربية المصدرة للنفط أرقاما غير مسبوقه، ثم عادت بعدها العائدات النفطية للانخفاض من جديد بسبب انخفاض أسعار النفط أثناء أزمة الرهون العقارية في صيف 2008، وبالتالي تكونت فوائض مالية للدول العربية المصدرة للنفط في هذه الطفرة النفطية التي ربما لن تتكرر في قادم الأيام.

* OAPEC : Organization of Arab Petroleum Exporting Countries

* القيمة الحقيقية للصادرات بعد طرح أثر التضخم وأثر أسعار الصرف.

المطلب الثالث: أثر التضخم وأسعار الصرف على الفوائض المالية النفطية

هناك عاملين اقتصاديين مهمين لم يسيرا لصالح الدول النفطية وذات الفوائض المالية وخاصة الدول العربية، هما التضخم وأسعار الصرف وخاصة ما تسبب به التضخم في الطفرة الأولى سنة 1973 من آثار كبيرة على هذه الفوائض المالية، وسنتطرق في هذا المطلب إلى أثر هذين العاملين على الفوائض المالية النفطية خاصة للدول العربية.

أولاً: أثر التضخم على الفوائض المالية النفطية

عندما قفزت عوائد النفط وارتفعت بعد حرب أكتوبر (الطفرة النفطية الأولى) سنة 1973 قفز أيضاً الاستيراد من الخارج بشكل هائل، حيث كانت واردات البلدان العربية الأعضاء في منظمة الأقطار العربية المصدرة للنفط (أوابك) 7.6 مليار دولار عام 1972 وأصبحت 32 مليار دولار سنة 1975، وأطلق على هذه الفترة بالذات والمصاحبة للطفرة الأولى بطفرة الاستيراد من الخارج، وتعود تلك القفزة الكبرى في قيم الواردات من الخارج إلى زيادة حجم الإنفاق على السلع الاستهلاكية المستوردة وارتفاع معدلات الإنفاق الاستثماري في مجال الإسكان الفاخر وغيرها. ويمكن إرجاع جانب كبير من التضخم في قيمة الواردات ليس فقط إلى زيادة حجم الواردات ولكن أيضاً إلى ارتفاع أسعار مكونات الواردات في حد ذاتها نتيجة عملية "إعادة تصدير التضخم" التي قامت بها البلدان الصناعية المتقدمة، وذلك عن طريق رفع أسعار المنتجات المصنعة المصدرة للبلدان المنتجة والمصدرة للنفط تعويضا عن ارتفاع أسعار النفط الخام لعوامل داخلية في تلك البلدان.¹

ولكن عندما نرجع قليلا إلى الوراء نلاحظ أن معدلات التضخم المرتفعة في فترة السبعينات من القرن الماضي تزامنت أو واكبت الارتفاع الذي حصل في أسعار النفط، وأن انخفاض معدلات التضخم في فترتي الثمانينات والتسعينات من القرن الماضي تزامن أيضا مع انخفاض أسعار النفط، ومن هنا يتضح لنا ارتباط أسعار النفط بالتضخم فعند ارتفاع أسعار النفط تعتمد الدول الصناعية إلى رفع أسعار السلع التي تستوردها الدول المنتجة والمصدرة للنفط حتى تقوم بامتصاص الأموال التي خرجت جراء ارتفاع أسعار النفط والعكس صحيح تماما في حالة انخفاض أسعار النفط، وهذا ما يثبت العلاقة الطردية² بين كل من أسعار النفط والتضخم، هذا من جهة، ومن جهة أخرى نحن نعلم أن الدول الصناعية تعتمد بشكل كبير على النفط في التصنيع وبالتالي عند ارتفاع أسعار النفط ترتفع تكاليف إنتاج السلع وبالتالي ارتفاع أسعار المنتجات النهائية وعندما تستوردها الدول المنتجة والمصدرة للنفط تستورد معها ما أطلق عليه الأدباء الاقتصاديون بـ"التضخم المستورد".

¹ محمود عبد الفضيل، النفط والمشكلات المعاصرة للتنمية العربية، المجلس الوطني للثقافة والفنون والآداب، الكويت، 1979، ص: 112.

² نعيمة حمادي، مرجع سابق، ص: 63.

ثانياً: أثر أسعار الصرف على الفوائض المالية النفطية

يدرك الكثير منا أن سلعة النفط مقيمة بالدولار الأمريكي، وأن أي انخفاض أو تدهور في عملة الدولار له أثره سواء على الدول النفطية أو الغير نفطية، فبالرغم من ميلاد عملة الأورو في مطلع القرن الحالي وقوتها إلا أن الدولار الأمريكي لا يزال يحافظ على مكانته المرموقة كون أن أهم سلعة في العالم مقيمة به.

فأثر انخفاض قيمة الدولار على الدول النفطية قد تسبب في خفض القدرة الشرائية لعوائد النفط مقارنة مع العملات الأخرى خاصة الأورو، كما تسبب أيضاً في انخفاض قيمة العملات المثبتة بالدولار وتلك التي لها روابط به، مما أدى إلى تفاقم مشاكل التضخم في هذه الدول، فضلاً عن انخفاض القوة الشرائية لعوائد الاستثمار المقومة بالدولار وقد أدى كل هذا إلى ارتفاع فاتورة الواردات، ولعل أبرز مثال عن هذه الدول نجد دول الخليج العربي التي أثر ارتباطها بالدولار على عملاتها في مقابل العملات الرئيسية الأخرى خاصة ما بين سنتي 2003 و2006، ناهيك عن ارتفاع معدلات التضخم وانخفاض القيمة الحقيقية لعوائدها النفطية إضافة إلى تآكل احتياطاتها الرسمية بالدولار.¹ وعليه كلما ارتفعت أسعار النفط أو ارتفعت العوائد النفطية الإسمية تدهورت القدرة الشرائية للدولار الأمريكي وهي علاقة عكسية ليست في صالح الدول ذات الفوائض المالية النفطية، وبالتالي تتخفض القيمة الحقيقية للعوائد النفطية خاصة للدول ذات العلاقة أو الارتباط التجاري بالولايات المتحدة الأمريكية من ناحية الواردات.² وبما أن كل من كل من التضخم والدولار يؤثران بشدة على العوائد النفطية وقيمها الحقيقية بشكل مباشر فإن هذا يؤدي بطبيعة الحال إلى التأثير على حجم الفوائض المالية المتراكمة وهذا ما حصل مع الدول العربية خاصة في الطفرة الأولى من القرن الماضي بسبب التضخم.

¹ سمية موري، مرجع سابق، ص: 138 .

² نعيمة حمادي، مرجع سابق، ص: 64.

المبحث الثالث: إدارة الفوائض المالية النفطية

إن إدارة الفوائض المالية النفطية بشكل جيد قد يحفظ ويصون اقتصاديات الدول النفطية من العديد من التذبذبات التي قد تحصل مستقبلاً، وعليه سنتطرق في هذا المبحث إلى التحديات التي قد تواجهها الدول النفطية فيما يأتي من الزمن، كما سنسلط الضوء على أهم استعمالات الدول النفطية لفوائضها المالية وبالتركيز على الدول العربية في مختلف الطفرات النفطية، أما المطلب الأخير فقد خصصناه لتجربة الجزائر في إدارة فوائضها المالية في الطفرة النفطية الأخيرة.

المطلب الأول: التحديات التي تواجهها الدول النفطية

هناك العديد من التحديات التي ستواجهها الدول النفطية عموماً وخاصة الدول النامية وبالتحديد الدول العربية، والتي أثبتت شدة ارتباطها بالنفط مع مرور الزمن، وهذه التحديات بعضها سيكون في المستقبل القريب وبعضها في المستقبل البعيد ولكن من يدري فالعالم اليوم ملئ بالمفاجآت، ولعل التقدم التكنولوجي الهائل الحاصل في يومنا هذا يجعل من هذه التحديات حقيقة لا مفر منها، وفي ما يلي نبرز أهم هذه التحديات:

1. خاصية النضوب التي يتمتع بها النفط ومستقبله كأول مصدر للطاقة في العالم: من الأمور المعروفة حول النفط من حيث خصائصه أن تركيبته (الهيدروجين والكربون) الفريدة من نوعها جعلت منه مصدر الطاقة الأول في العالم متغلباً بذلك على الفحم وغيره من مصادر الطاقة الأخرى، ورغم محاولة الإنسان تقليد الطبيعة إلا أن النتائج كانت مكلفة جداً، أما خاصية النفط الأهم والتي يجب التركيز عليها أنه غير متجدد وأن كثافة استخدامه تؤدي إلى نفاذه على المدى المتوسط والبعيد.¹ صف إلى ذلك أن الدول النفطية في حد ذاتها ستحتاج إلى النفط أكثر من غيرها من الدول المستوردة له في وقتنا الراهن، أي أن ما ستنتجه الدولة النفطية في المستقبل سيذهب الجزء الكبير منه للاستهلاك والمتبقي للتصدير هذا إن وجدت دول في ما يأتي من الزمن تعتمد في صناعاتها أو حتى في مجتمعها على مادة النفط ومشتقاته لما له من آثار سلبية على البيئة خاصة التلوث بمختلف أنواعه.

وتشير أحد الدراسات الاستشرافية لمستقبل النفط كأول مصدر للطاقة في العالم إلى أن الطلب العالمي على النفط سينخفض من 36.4% سنة 2007 إلى 31% سنة 2030 من إجمالي الطلب العالمي على الطاقة أي سينخفض بنسبة 5.4% ويمكن تفسير هذا التراجع في زيادة الطلب على

¹ مزارشي فتيحة، مداني حسبية، مرجع سابق، ص: 05.

الطاقات البديلة للنفط.¹ وأما التحدي الرئيسي الذي ينتظر الدول النفطية هو الاستعداد لعصر ما بعد نضوب النفط (سواء كان نضوباً طبيعياً أو انحسار دوره بسبب التطور التقني للمصادر البديلة).²

2. **الطاقات المتجددة:** يطلق هذا المصطلح على مصادر الطاقة التي لها صفة التجدد والديمومة أي أن مخزونها غير قابل للنفاذ بحكم الاستهلاك الدائم، ونميز بين نوعين من هذه المصادر حيث يضم النوع الأول كل مصادر الطاقة الدائمة قيد الاستخدام وهذه المصادر تحتاج إلى مستوى تكنولوجي في متناول غالبية دول العالم وأهم هذه الطاقات نجد الطاقة الشمسية، الطاقة المائية والهوائية والحرارة الجوفية والطاقة العضوية. بينما يضم النوع الثاني مصادر الطاقة الدائمة والتي هي في مرحلة التجارب والأبحاث وهذا النوع من الطاقات يتطلب مستوى تكنولوجي رفيع لا يملكه العالم في وقتنا الراهن. وتشارك الطاقات المتجددة من حيث خصائصها وخاصة المستخدمة حالياً أنها تتميز بالوفرة، وسهولة تحويلها إلى مختلف أشكال الطاقة، وكذلك أنها صديقة للبيئة، وتتصدر الدول المتقدمة المراتب الأولى من حيث استخدام هذه الطاقات وعلى رأسهم الولايات المتحدة الأمريكية.³

وعلى الدول النفطية وخاصة النامية منها أن تسعى جاهدة إلى تبني وتطوير استخدام هذه الطاقات في ظل الوفرة المالية التي يوفرها النفط حالياً، لأن الطاقات المتجددة تتطلب رؤوس أموال معتبرة لا سيما وأن غالبية بقاع العالم ومن بينها الدول العربية تمتلك الخصائص الطبيعية الملائمة لنجاح مثل هذه المصادر والتي ستكون بديلاً للنفط في المستقبل.

3. **المرض الهولندي ولعنة الموارد:**⁴ فالمرض الهولندي (Dutch disease) يوضح العلاقة بين الزيادة في اكتشافات الموارد الطبيعية وانخفاض الإنتاج بالقطاع الصناعي، وقد أطلق هذا المفهوم على الهولنديين سنة 1977 بعد انخفاض مستمر في الإنتاج الصناعي منذ اكتشاف حقل غاز كبير سنة 1959. أما لعنة الموارد (Resource curse) وهو مفهوم يوضح التناقض بين زيادة الموارد الطبيعية (بترو-ل-فحم) الذي يؤدي إلى قلة النمو الاقتصادي وظهور نتائج سيئة للتنمية والعكس صحيح، ويوضح المفهوم أن زيادة الموارد الطبيعية تؤدي إلى:
- تقليل الإنتاجية والتنافسية في القطاعات غير النفطية؛
- تذبذبات في إيرادات الدولة بسبب التذبذبات في أسعار النفط؛

¹ نبييل بوفليج، دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية الواقع والاتفاق مع الإشارة إلى الجزائر، مرجع سابق، ص:59.

² ماجد عبد الله المنيف، صناديق الثروة السيادية ودورها في إدارة الفوائض المالية، مرجع سابق، 2009، ص: 9.

³ أمينة مخلفي، النفط والطاقات البديلة المتجددة والغير متجددة، مجلة الباحث، العدد رقم 09، 2011، ص: 225-228.

⁴ محمد رمضان، تقلبات أسعار النفط ولعنة الموارد والحاجة إلى الميزانية الصفرية، سنار كابينال، جويلية 2012، ص: 8.

- سوء إدارة حكومية للموارد؛

- عدم الاستقرار والفساد في المؤسسات بسبب وفرة الموارد السهلة.

ومعظم الدول النفطية تعاني اقتصادياتها من أعراض المرض الهولندي ولعنة الموارد، بحيث أصبح يشكل تحدياً أمام هذه الدول عن طريق تنمية الصناعات الغير نفطية بدلاً من البحث والتنقيب عن النفط والغاز وما شابههما من موارد طبيعية أخرى.

4. **اندماج الشركات النفطية العالمية:** أصبحت عمليات الاندماج بين الشركات المتعددة الجنسيات مسألة لا فتة لأنها تسير بخطى متسارعة لا مثيل لها من قبل، وأصبحت تمثل إحدى الاستراتيجيات بغرض الحصول على حصة سوقية أكبر وتحقيق اقتصاديات الحجم (إنتاج كبير وتكاليف منخفضة)، أما فيما يتعلق بالصناعة النفطية فإن أكبر عملية دمج فيها تمت باندماج شركة "Exxon" مع شركة "Mobile" لتصبح أكبر شركة نفطية في العالم برأس مال قدره 247 مليار دولار¹ وقدرات تكريرية هائلة تصل إلى 5657500 ألف برميل يوميا وتحتل الشركة النفطية "Exxon Mobile" المرتبة الأولى عالمياً كأكبر شركة نفطية في العالم لعامي 2012 و2013.²

وبالتالي فإن الشركات النفطية الوطنية أو المحلية لا تستطيع منافسة هذه الشركات العالمية وإن انتشار وتزايد عمليات الاندماج بات هو الآخر يورق الدول النفطية باعتباره تحدياً لا يستهان به.

5. **ضريبة الكربون:** تعتزم دول الإتحاد الأوروبي فرضها على استهلاك الوقود العضوي كالنفط والفحم بغرض الحد من الاستهلاك من هذا الوقود، وكذلك استخدام حصيلة هذه الضرائب في معالجة آثار تلوث البيئة الناجمة عن استخدام هذا الوقود، ومن أثارها أن فرض ضريبة على سلعة ما يؤدي إلى ارتفاع ثمنها وهذا الارتفاع في الثمن يؤدي إلى انكماش الكمية المطلوبة من السلعة وكذلك من السلع المكملة البديلة لهذه السلعة، كما أنها تدفع بالمستهلكين إلى البحث عن بدائل أخرى تجنباً للضريبة، وبالتالي انخفاض الطلب على النفط ومشتقاته.³

¹ مصطفى بودرامة، التحديات التي تواجه مستقبل النفط في الجزائر، مداخلة مقدمة ضمن الملتقى الدولي "التنمية المستدامة والكفاءة الاستخدامية للموارد المتاحة"، جامعة سطيف، أيام 07-08 أبريل 2008، ص: 16.

² منظمة الأقطار العربية المصدرة للنفط (OAEPC)، تقرير الأمين العام السنوي الـ39، 2012، ص: 273.

³ مصطفى بودرامة، مرجع سابق، ص: 15.

المطلب الثاني: استعمالات الدول النفطية لفوائضها المالية

مرت الدول المصدرة للنفط بتجارب سابقة في إدارة فوائضها المالية المتأتية من ارتفاع عوائد النفط ونقصد بذلك الطفرتين السابقتين الأولى والثانية، ومع اختلاف توظيفات الفوائض المالية المتراكمة في الطفرة النفطية الأخيرة نوعا ما عن ما كانت عليه في الطفرتين السابقتين إلا أن الدول النفطية لم تحقق الأهداف المرجوة من هذه الفوائض المالية، وبالتالي سنتطرق بشكل عام إلى استعمالات الدول النفطية (بالتركيز على الدول العربية) لفوائضها المالية في الطفرتين الأولى والثانية ثم الطفرة الثالثة.

أولا: استعمالات الفوائض المالية النفطية في الطفرتين الأولى والثانية

إن ضعف القدرة الاستيعابية وضعف الهياكل التي تمتعت بها اقتصاديات الدول النفطية ومنها العربية في الطفرتين الأولى والثانية جعل إمكانية استثمار تلك الفوائض داخليا أو محليا خيارا غير ممكنا، مما أدى إلى وضع نصف الفوائض المالية تقريبا في حسابات مصرفية في أوروبا الغربية وفي فترة تعديل سوق النفط الأولى (1975-1978) انخفض إجمالي الفوائض لدول منظمة الأوبك وذلك لانخفاض العوائد وتسارع الإنفاق على الاستهلاك والاستيراد من الخارج وكذلك الاستثمار المحلي وعلى العموم تركزت استثمارات كبيرة في شكل ودائع مصرفية وسندات حكومية .

والجدول الموالي يوضح لنا نمط استعمالات الفوائض المالية في الفترة ما بين 1974-1976:

جدول رقم (1-5): استعمالات الفوائض المالية لدول الأوبك من سنة 1974-1976

سنة 1976		سنة 1975		سنة 1974		البيان
%	مليار دولار	%	مليار دولار	%	مليار دولار	
3.3	3.1	3.5	3.1	6.4	3.6	السندات الحكومية البريطانية
1.6	1.5	2.1	1.9	3.0	1.7	ودائع بالجنه الإسترليني في بريطانيا
1.2	1.1	1.1	1.0	1.2	0.7	استثمارات أخرى في بريطانيا
6.0	5.7	6.8	6.0	10.6	6.0	إجمالي الأموال المقومة بالجنه الإسترليني
10.2	9.7	10.6	9.4	10.6	6.0	السندات الحكومية الأمريكية
4.7	4.5	4.1	3.6	1.8	1.0	استثمارات أخرى بالولايات المتحدة الأمريكية
40.6	38.7	42.7	37.8	49.6	28.0	ودائع مصرفية بالعملات الأجنبية في بريطانيا والولايات المتحدة الأمريكية ودول أخرى
55.5	52.9	57.3	50.8	62.1	35.0	إجمالي الأموال المقيمة بالدولار والعملات الرئيسية

الفصل الأول: الفوائض المالية النفطية وآليات إدارتها

الأخرى						
29.0	27.6	27.4	24.3	21.1	11.9	تسهيلات واتفاقات ثنائية واستثمارات أخرى خارج بريطانيا والولايات المتحدة الأمريكية
9.5	9.1	8.5	7.5	6.2	3.5	قروض لمنظمات دولية
100	95.3	100	88.6	100	56.4	المجموع

المصدر: محمود عبد الفضيل، النفط والمشكلات المعاصرة للتنمية العربية، المجلس الوطني للثقافة والفنون والآداب، الكويت، 1979، ص:83.

هذا من جانب، كما اتجهت دول الأوبك إلى الاستفادة من الفوائض المالية النفطية من خلال مجموعة من التدابير فمثلا اتجهت دول الخليج إلى زيادة رفاحية الأفراد من خلال الاستيراد من الخارج وخاصة الولايات المتحدة الأمريكية والدليل على ذلك ارتفاع الواردات من 7.6 مليار دولار سنة 1972 إلى 32 مليار دولار سنة 1975، الشيء الذي أدى إلى استنزاف الفوائض المالية بسبب التضخم المستورد وانهيار العملات الأجنبية.

والجدول الموالي يوضح لنا تطور صادرات وواردات الدول العربية النفطية والغير نفطية في الفترة ما بين 1973-1976:

جدول رقم(1-6): تطور صادرات وواردات الدول العربية ما بين 1973-1976

الوحدة: مليار دولار

الواردات السلعية				الصادرات السلعية				السنوات
1976	1975	1974	1973	1976	1975	1974	1973	
33.8	27.8	18.5	9.6	81.8	66.6	70.3	21.9	الدول النفطية
12.9	12	8.6	5.9	5.5	5.8	5.9	4.2	الدول الغير نفطية
46.5	39.8	27.1	15.5	87.3	76.2	76.2	26.1	جملة الدول العربية

المصدر: محمود عبد الفضيل، مرجع سابق، ص: 189.

نلاحظ من الجدول(1-6) أن صادرات الدول النفطية مرتفعة إذا قارناها بالدول الغير نفطية وذلك لارتفاع صادرات هذه الدول من النفط عقب الطفرة الأولى لأسعار النفط، كما نلاحظ أيضا أن الواردات من السلع مرتفعة هي الأخرى مقارنة بالدول الغير نفطية، والتفسير الوحيد لذلك زيادة الإنفاق على الاستيراد من الخارج إذ بلغ 33.8 مليار دولار في ظرف 3 سنوات فقط.

الفصل الأول: الفوائض المالية النفطية وآليات إدارتها

كما تميزت تلك الفترة أيضا بـ:¹

- شراء الأسلحة بلا مبرر؛
- استثمار الفوائض المالية في شراء الأوراق المالية نتيجة ضعف الاستثمار العيني؛
- السقوط في "مصيدة الذهب" أي شراء الذهب من الأسواق العالمية بأسعار مختلفة ثم تقوم الدول الرأسمالية بالضغط على أسعاره لتتنهار فيما بعد.

وبالحديث عن الذهب فإن منطقة الشرق الأوسط أصبحت واحدة من أهم أسواق الذهب في العالم بعد أن تدفق إليها في عام 1977 حوالي 300 طن من الذهب، ويمكن تتبع مشتريات الدول العربية النفطية من الذهب بالأطنان في السبعينات كما هو موضح في الجدول الموالي:

جدول رقم(1-7): مشتريات الدول العربية من الذهب ما بين 1975-1977

الوحدة: طن

السنوات	البلد	1975	1976	1977
السعودية		12	41	45.5
دول الخليج		14	39	35.7
إجمالي المشتريات		26	80	81.2

المصدر: محمود عبد الفضيل، مرجع سابق، ص: 87.

أما فيما يتعلق بالطفرة الثانية (1979-1980) فلم يكن الأمر مغايرا عن الطفرة الأولى ولاسيما أن أسعار النفط عاودت الانخفاض في مطلع سنة 1981، والجدول الموالي يوضح توظيفات الدول العربية لفوائضها المالية في كل من المملكة المتحدة والولايات المتحدة الأمريكية.

¹ خميس محمد، تأثير الطفرة النفطية الثالثة في السياسات النفطية لدول مجموعة الأوبك، دفاثر السياسة والتعاون، العدد السادس، جانفي 2012، ص: 303.

الفصل الأول: الفوائض المالية النفطية وآليات إدارتها

جدول رقم (1-8): توظيفات الدول العربية للفوائض المالية النفطية في نهاية 1979

الوحدة: مليار دولار

القيمة	البلد
56.9	إجمالي الأموال المستثمرة في المملكة المتحدة (1)
1.9	- سندات الدولة
0.4	- أوراق على الخزانة
49.8	- ودائع مصرفية
2.4	- استثمارات مباشرة
0.2	- استثمارات مالية
01	- أخرى
55.4	إجمالي الأموال المستثمرة في الولايات المتحدة الأمريكية (2)
8.3	- سندات على الخزانة
6.6	- أوراق مالية
14.3	- ودائع مصرفية
0.3	- استثمارات مباشرة
13.5	- استثمارات مالية
12.4	- أخرى
123.7	دول و هيئات أخرى (3)
236	إجمالي الأموال الموظفة (3+2+1)

المصدر: علام خلاف، توطین الفوائض المالية للدول العربية النفطية ودورها في تفعيل التكامل الاقتصادي العربي- دراسة حالة دول مجلس التعاون الخليجي-، مذكرة ماجستير، جامعة محمد خيضر-بسكرة-، الجزائر، 2013/2012، ص:11.

نلاحظ من الجدول أعلاه أن معظم الفوائض المالية المستثمرة في الخارج في شكل ودائع مصرفية وخاصة في المملكة المتحدة، في حين نجد أن الفوائض المالية المستثمرة في الولايات المتحدة الأمريكية تنوعت بين الودائع المصرفية والاستثمارات المالية وأشكال أخرى للاستثمار، بالإضافة إلى الدول و الهيئات المالية الأخرى التي كان لها نصيب الأسد من إجمالي الفوائض المالية، ولقد قدرت الفوائض المالية المستثمرة في الخارج في الطفرة النفطية الثانية بـ 236 مليار دولار.

ثانياً: استعمالات الفوائض المالية النفطية في الطفرة النفطية الثالثة

تنوعت وتعددت استعمالات الفوائض المالية النفطية للدول النفطية وخاصة العربية منها بين الإنفاق الداخلي أو على المستوى المحلي والإنفاق الخارجي أو على المستوى الدولي أو ما يعرف بتدوير الفوائض المالية النفطية وفي ما يلي أهم التوظيفات على كلا المستويين:¹

1. **الإنفاق الداخلي:** قامت غالبية الدول النفطية بتوظيف فوائضها المالية داخلياً في مجالات مختلفة على عكس الطفرات النفطية السابقة، أهمها ما يلي:

أ. **الإنفاق الاستهلاكي وتمويل الواردات:** كان الحال بالنسبة للإنفاق والاستيراد من الخارج مختلفاً عن ما مضى عند ارتفاع أسعار النفط وعوائده في الطفرة الأولى حيث بلغ إجمالي إنفاق دول الأوبك على الاستيراد 875 مليار دولار عام 2006.

ب. **بناء احتياطات الصرف الأجنبي:** تزداد احتياطات الصرف الأجنبي كلما ارتفعت أسعار النفط حيث فاقت في سنة 2005 الـ 211.4 مليار دولار للدول العربية مجتمعة.

ج. **تسديد الديون الخارجية:** بعد لجوء العديد من الدول النفطية إلى الاستدانة من الخارج عند انخفاض أسعار النفط في عام 1986، عمدت هذه الدول بعد تحسن أسعار النفط في الطفرة الأخيرة إلى الوفاء التزاماتها وتسديد ديونها أو تقليصها.

د. **الإنفاق العسكري:** فبعد الإقبال الكبير على شراء الأسلحة في سنوات التسعينات، اتصفت الطفرة النفطية الثالثة أيضاً بكثرة الإنفاق العسكري وخاصة في دول الخليج على غرار الدول باقي العربية الأخرى.

هـ. **شراء الذهب:** نظراً لما يتمتع به الذهب من مزايا باعتباره مخزناً للقيمة فإن الدول النفطية لجأت إلى شراء الذهب وليست سابقة من نوعها فلقد كان إقبال الدول العربية وخاصة دول الخليج كبيراً على شراء الذهب في الطفرة النفطية الأولى.

و. **الإنفاق الاستثماري:** وأنحصر مجال الاستثمار عربياً في قطاع العقار والنفط والخدمات والبورصات بالإضافة إلى توسيع البنى التحتية.

ز. **الإنفاق على التعليم والصحة والتحويلات الاجتماعية:** حيث سعت الدول النفطية وعلى رأسها العربية إلى زيادة تمويل برامج التعليم والصحة والأمن الاجتماعي من أجل الارتقاء لمستوى التنمية البشرية واحتلت العديد من الدول العربية المراتب الأولى في هذا المجال حسب تقرير التنمية البشرية لسنة 2007.

¹ نعيمة حمادي، مرجع سابق، ص ص: 117-224.

ح. تنويع هيكل الاقتصاد الوطني: وذلك بسعي الدول النفطية إلى التقليل من الاعتماد على قطاع النفط إلا أن الواقع المعاش حاليا لا يبرهن المساعي المصرح بها فمزال قطاع النفط يهيمن على الاقتصاديات النفطية لحد الساعة.

ط. إنشاء صناديق الثروة السيادية: لجأت الدول النفطية وعلى رأسها الدول العربية خلال الطفرة الأخيرة إلى استراتيجيات أكثر جدارة لإدارة الفوائض المالية النفطية في يسمى بصناديق الثروة السيادية والتي تساهم في تحقيق الاستقرار الاقتصادي في حالة انخفاض أسعار النفط وحماية الموارد النفطية على المدى الطويل. وسنتطرق إلى هذه الصناديق بالتفصيل في الفصل الثاني من هذه الدراسة.

2. الإنفاق الخارجي أو التدوير الخارجي لعوائد النفط والفوائض المالية: وهناك شكلين أساسيين

للتدوير الخارجي للفوائض المالية النفطية هما:

أ. في الدول الصناعية الكبرى: إن معظم الفوائض المالية مستثمرة في شكل أذونات وسندات الخزينة الأمريكية التي سعر فائدتها متدني، أو مودعة في البنوك الأمريكية والأوروبية خاصة في كل من سويسرا، فرنسا، بريطانيا، وكذلك المنظمات الدولية كصندوق النقد الدولي.

ب. في الدول النامية: وأخذ عدة أشكال كتقديم المساعدات والمنح للدول النامية ومنها الدول العربية غير النفطية، أو تقديم القروض بطريقة غير مباشرة عبر المؤسسات الدولية، أو تمويل استثمارات مباشرة في تلك الدول.

المطلب الثالث: تجربة الجزائر مع فوائضها المالية في الطفرة النفطية الأخيرة

خصصنا هذا المطلب للحديث عن تجربة الجزائر في استخداماتها وتوظيفاتها لفوائضها المالية في الطفرة النفطية الأخيرة باعتبارها دولة نفطية تسعى جاهدة كغيرها من الدول النفطية الأخرى إلى الاستفادة من الفوائض المالية التي ربما لن تتكرر في ما يأتي من الزمن، ولعل انخفاض أسعار النفط في الربع الأخير من سنة 2014 وبداية 2015 الذي أدى بالحكومة الجزائرية إلى اتخاذ العديد من القرارات التي من شأنها ترشيد استخدام الفوائض المالية النفطية أو عائدات النفط خير دليل على ذلك، وفي ما يلي أوجه استخدامات الدولة الجزائرية لفوائضها المالية.

أولاً: التسديد المسبق للمديونية الخارجية

قررت الحكومة الجزائرية انطلاقاً من سنة 2004 أن تسدد مسبقاً الديون الخارجية التي عليها وذلك من خلال الفوائض المالية التي توفرها أسعار النفط في الطفرة النفطية الأخيرة، والجدول الموالي يوضح لنا تطور المديونية الخارجية في الجزائر قبل الشروع في التسديد المسبق لها.

جدول رقم (1-9): تطور المديونية الخارجية في الجزائر من 1994-2003

الوحدة: مليار دولار

السنوات	إجمالي المديونية الخارجية	السنوات	إجمالي المديونية الخارجية
1994	29.486	1999	28.315
1995	31.573	2000	25.261
1996	33.651	2001	22.571
1997	31.222	2002	22.642
1998	28.315	2003	23.353

Source : Banque d'Algérie, disponible sur : « http://www.bank-of-algeria.dz/pdf/situation_de_la_dettes_exterrieure.pdf », le 26.04.2015, a 15 :30.

نلاحظ من الجدول رقم (1-9) أن المديونية الخارجية في الجزائر بلغت مستويات عالية خاصة في سنوات ما بين 1994 و1999، وبالرغم من تراجعها نوعاً ما في السنوات ما بين 2000 و2002 إلا أن الوضعية ليست مريحة، إذ كان لزاماً على الحكومة الجزائرية أن تستغل الفوائض المالية المحققة من جراء تحسن أسعار النفط في تخفيض المديونية الخارجية، وهذا ما فعلته ابتداءً من سنة 2004 والجدول الموالي يوضح لنا تطور المديونية الخارجية في الجزائر بعد الشروع في التسديد المسبق لها.

الفصل الأول: الفوائض المالية النفطية وآليات إدارتها

جدول رقم(1-10): تطور المديونية الخارجية في الجزائر من 2004-2013

الوحدة: مليار دولار

السنوات	إجمالي المديونية الخارجية	السنوات	إجمالي المديونية الخارجية
2004	21.821	2009	5.687
2005	17.192	2010	5.536
2006	5.612	2011	4.410
2007	5.606	2012	3.694
2008	5.586	2013	3.396

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على:

- Banque d'Algérie, rapports annuels, 2013, p : 52.
- Banque d'Algérie, rapports annuels, 2008, p : 72.

ونلاحظ من الجدول رقم(1-10) أن المديونية الخارجية في الجزائر قد تراجعت إلى 3.396 مليار دولار سنة 2013 بعد أن كانت 21.821 مليار دولار سنة 2004، كما نلاحظ أيضا التراجع الكبير في المديونية من سنة 2005 إلى سنة 2006 إذ انخفضت من 17.192 مليار دولار إلى 5.612 مليار دولار وهذا راجع إلى بلوغ أسعار النفط أرقاما غير مسبوقه في سنتي 2005 و 2006.

ثانيا: زيادة الإنفاق الاستثماري وتنفيذ استراتيجيات الإنعاش الاقتصادي

قررت الحكومة الجزائرية أن تستخدم فوائضها المالية في إعادة بعث النمو الاقتصادي من خلال ضخ الأموال لتنفيذ سياسة اقتصادية سميت بسياسة الإنعاش الاقتصادي أو ما يعرف باستراتيجية الإنعاش، وتمثلت هذه البرامج في كل من:¹

1. برنامج الإنعاش الاقتصادي(2001-2004): والذي خصص له غلاف مالي قدر بـ: 550.78 مليار دينار جزائري وزعت كالاتي:

- قطاع الأشغال الكبرى والهيكل القاعدية: خصص له حصة قدرت بـ: 210.5 مليار دج؛
- قطاع الفلاحة والصيد البحري: خصص له حصة قدرت بـ: 65.4 مليار دج؛
- برنامج دعم الإصلاحات: خصص له مبلغ قدر بـ: 45 مليار دج؛
- قطاع التنمية المحلية والبشرية: خصص له مبلغ قدر بـ: 213.7 مليار دج.

2. البرنامج التكميلي لدعم النمو الاقتصادي(2005-2009): والذي خصص له غلاف مالي قدر بـ: 4202.7 مليار دج، وزعت كالاتي:

- قطاع التنمية المحلية والبشرية: استفاد من برنامج خاص بمبلغ قدره 1908.5 مليار دج؛

¹ نبيل بوفليج، دراسة تقييمية لسياسة الإنعاش الاقتصادي المطبقة في الجزائر في الفترة 2000-2010، أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد الثاني عشر، ديسمبر 2012، ص ص: 251-256.

الفصل الأول: الفوائض المالية النفطية وآليات إدارتها

- قطاع الأشغال العمومية والهياكل القاعدية: خصص له مبلغ 1703.1 مليار دج؛
 - قطاع الصناعة والفلاحة والصيد البحري: مبلغ مالي قدر بـ: 337.2 مليار دج؛
 - القطاع الإداري الحكومي: استفاد هو الآخر من مبلغ مالي قدره 203.9 مليار دج؛
 - قطاع التكنولوجيا الحديثة للإعلام والاتصال: خصص له مبلغ 50 مليار دج.
3. البرنامج الخماسي (2010-2014): خصص له مبلغ قدره 21214 مليار دج، وزعت كالاتي:
- قطاع التنمية المحلية والبشرية: استفاد من برنامج يصل إلى 9903 مليار دج؛
 - قطاع الأشغال العمومية والهياكل القاعدية: خصص له مبلغ قدر بـ: 8400 مليار دج؛
 - قطاعات الصناعة، الفلاحة، الصيد البحري والتشغيل: خصص له مبلغ 3500 مليار دج.
- وتهدف الحكومة الجزائرية من خلال هذه البرامج إلى:

- تنشيط الطلب الكلي؛
 - دعم النشاطات المنتجة للقيمة المضافة ومناصب الشغل عن طريق رفع مستوى الاستغلال في القطاع الفلاحي وفي المؤسسات المنتجة المحلية الصغيرة والمتوسطة؛
 - تهيئة وإنجاز هياكل قاعدية تسمح بإعادة بعث النشاطات الاقتصادية وتغطية الاحتياجات الضرورية للسكان فيما يخص تنمية الموارد البشرية.
- والهدف الأسمى من كل هذه البرامج هو رفع معدلات النمو الاقتصادي وتخفيض معدلات البطالة.

ثالثا: إنشاء صندوق ضبط الموارد

تم إنشاء سنة 2000 على إثر تحقيق فوائض مالية معتبرة ناتجة عن ارتفاع أسعار النفط من أجل الاستفادة من هذه الفوائض المالية واستعمالها في الحفاظ على استقرار الموازنة العامة للدولة من التذبذبات التي تعرفها أسعار النفط، وصندوق ضبط الموارد ليس صندوق ثروة سيادي كما يعتقد البعض وإنما هو صندوق ينتمي إلى الحسابات الخاصة للخزينة وبالضبط حسابات التخصيص الخاص، وأهم 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 المتمثلة في البرلمان، ووزارة المالية هي الهيئة المكلفة بتسيير الصندوق حسب نص قانون المالية ووزير المالية هو الأمر بالصرف الرئيسي لهذا الصندوق. ويهدف صندوق ضبط الموارد إلى:

- تمويل عجز الميزانية العامة للدولة؛
- تخفيض المديونية الخارجية.¹

¹ نبيل بوفليح، فعالية صناديق الثروة السيادية كأداة لتسيير مداخيل النفط في الدول العربية، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد الرابع، 2010، ص: 85.

خلاصة الفصل:

لا يزال النفط المصدر الأول للطاقة في العالم حتى يومنا هذا، أما مستقبلا فسيحافظ على مرتبته حسب بعض الدراسات الاستشرافية حتى سنة 2030 على الأقل، لما له من أهمية وأثر كبيرين من الناحية الاقتصادية خاصة على مستوى الدول المنتجة والمستهلكة لهذه المادة، وإن ارتباط اقتصاديات العديد من الدول بالنفط يجعلها عرضة للتقلبات التي تمتع بها أسعار هذه المادة كونها تتأثر بالعديد من العوامل أهمها عوامل الطلب والعرض على هذه المادة وكذلك العوامل السياسية كالحروب وغيرها من العوامل الأخرى.

وكما رأينا سابقا أن العالم منذ السبعينات من القرن الماضي إلى يومنا هذا لم يشهد سوى ثلاث طفرات نفطية كانت العوامل السياسية وعوامل العرض والطلب وكذلك المنظمات الدولية كالأوبك والوكالة الدولية للطاقة سببا في حدوثها، حيث بلغت أسعار النفط أرقاما غير مسبوقة خاصة في الفترة ما بين سنة 2002 ومنتصف سنة 2008، وعليه حققت العديد من الدول النفطية فوائض مالية معتبرة إلا أن عنصر الفجائية التي تتميز بها ارتفاعات أسعار النفط والتضخم وكذلك أسعار الصرف كلها عوامل لم تكن في صالح الدول ذات الفوائض المالية النفطية كما سبق وأن تطرقنا لها، ولقد سعت الدول النفطية وخاصة العربية منها جاهدة للاستفادة من هذه الفوائض المالية التي ربما لن تكرر في قادم الأيام.

وفي الطفرات النفطية الثلاثة لأسعار النفط اتبعت الدول النفطية طرقا مختلفة للاستفادة من هذه الفوائض المالية أو إدارتها وبما أن الاستثمار الخارجي لهذه الفوائض كان الحل الوحيد في الطفرتين الأولى والثانية، إلا أن في الطفرة الأخيرة كان الحال مختلفا نوعا ما فلقد قامت الدول النفطية بإنشاء صناديق ثروة سيادية قصد تحقيق إدارة أفضل لعوائدها، والجزائر على غرار العديد من الدول النفطية سعت جاهدة للاستفادة من فوائضها المالية في الطفرة الأخيرة من خلال العديد من البرامج الاقتصادية أو برامج الإنعاش الاقتصادية وكذلك التسديد المسبق للديون الخارجية، ضف إلى ذلك إنشاء صندوق ضبط الموارد سنة 2000.

الفصل الثاني:

صناديق الثروة السيادية

كآلية لإدارة الفوائض المالية

النفطية

تمهيد:

ظاهرة صناديق الثروة السيادية (sovereign wealth funds) ليست بالجديدة وإنما تعود نشأتها إلى الخمسينات من القرن الماضي، إذ أنشأت الكويت أول صندوق ثروة سيادية 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 الغير متجددة وبالتالي فالدول المنشأة لهذه الصناديق تسعى لتحقيق جملة من الأهداف أهمها الحفاظ على جزء من هذه الثروة للأجيال القادمة.

ونظرا لكون العديد من صناديق الثروة السيادية أنشأتها دول نامية وأغلبها دول نفطية أو مصدرة للنفط، سعت مجموعة العمل الدولية (International Working Group) إلى وضع مجموعة من المبادئ التي يجب على الدول المالكة لهذه الصناديق العمل بها تقليلا للمخاوف التي تدور بشأنها وخاصة من حيث استثماراتها، كما تسعى أيضا مؤسسات بحثية تهتم بدراسة ظاهرة صناديق الثروة السيادية على غرار معهد صناديق الثروة السيادية إلى قياس أداء وشفافية وحجم أصول هذه الصناديق كما تدرس مؤسسة أخرى عن طريق مؤشر قامت بتطويره يقيس مدى امتثال صناديق الثروة السيادية لمبادئ سانتياغو.

ومع بداية أزمة الرهون العقارية في صيف 2007 وتفاقمها سنة 2008، برزت العديد من المواقف الدولية تجاه استثمارات صناديق الثروة السيادية بالرجوع إلى العديد من العوامل، وبالرغم من ذلك ساهمت صناديق الثروة السيادية عن طريق الاستثمار في العديد المؤسسات والبنوك المتعثرة في أوروبا والولايات المتحدة الأمريكية، وتكبدت من جراء ذلك خسائر مالية كبيرة.

وعليه سنتطرق في هذا الفصل إلى:

- **المبحث الأول:** ماهية صناديق الثروة السيادية؛
- **المبحث الثاني:** حوكمة صناديق الثروة السيادية ومؤشرات قياس أدائها؛
- **المبحث الثالث:** واقع استثمارات صناديق الثروة السيادية.

المبحث الأول: ماهية صناديق الثروة السيادية

مع تزايد الفوائض المالية في الدول المصدرة للنفط ومع عدم توفر المناخ الاستثماري المناسب في تلك الدول بسبب عدم قدرة اقتصادياتها على امتصاص تلك الفوائض، فكان استثمار تلك الفوائض في الدول الصناعية الكبرى الخيار الأمثل حينها لرغبة الدول النفطية في الاستفادة منها، إلا أنه برزت إلى الساحة الدولية الاقتصادية ظاهرة ليست بالجديدة أطلق عليها مصطلح صناديق الثروة السيادية كأحد الآليات المتبعة من طرف الدول النفطية لإدارة فوائضها المالية، وسنتطرق في هذا المبحث إلى مفهوم صناديق الثروة السيادية ودوافع إنشائها وأنواعها وأهدافها.

المطلب الأول: مفهوم صناديق الثروة السيادية

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

أولاً: تعريف صناديق الثروة السيادية

تعددت التعاريف بخصوص صناديق الثروة السيادية (SWFs) وذلك راجع لاهتمام العديد من الباحثين والمنظمات الدولية بهذه الظاهرة ولعل أهم هذه التعاريف نجد:

عرفتها مجموعة العمل الدولية (IWG)* : على أنها " عبارة عن صناديق استثمار ذات غرض خاص تملكها الحكومة العامة، وتنشئ الحكومة العامة صناديق الثروة السيادية لأغراض اقتصادية كلية، وهي تحتفظ بالأصول أو تتولى توظيفها أو إدارتها لتحقيق أهداف مالية مستخدمة في ذلك استراتيجيات استثمارية تتضمن الاستثمار في الأصول المالية الأجنبية، وتتسم صناديق الثروة السيادية بتنوع هياكلها المنظمة للجوانب القانونية والمؤسسية وممارسات الحكومة وهي مجموعة متغايرة الخصائص، فمنها صناديق استقرار المالية العامة وصناديق المدخرات ومؤسسات استثمار الاحتياطات، وصناديق التنمية، وصناديق الاحتياطات الغير مقترنة بالالتزامات التقاعدية الصريحة"¹.

ويعرف صندوق النقد الدولي صناديق الثروة السيادية على أنها: "صناديق أو ترتيبات عامة ذات أغراض محددة، مملوكة للحكومة وتحت سيطرتها، مهمتها الاحتفاظ بـ/ وإدارة الأصول لأهداف

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

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

اقتصادية كلية متوسطة وطويلة المدى، وتلك الصناديق يتم بناؤها من عمليات الصرف الأجنبي، أو عوائد عمليات التخصيص، أو فوائض المالية العامة، و/أو عوائد صادرات السلع. وتطبق تلك الصناديق استراتيجيات استثمار تشمل على استثمارات في أصول مالية أجنبية¹.

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"².

أما معهد صناديق الثروة السيادية* فيعرفها على أنها: "صندوق استثمار مملوك للدولة أو كيان، تنشأ من فوائض ميزان المدفوعات، عمليات الصرف للعملة الأجنبية الرئيسية، عائدات الخوصصة، تحويلات مدفوعات حكومية أو الفوائض المالية، و/أو العائدات الناتجة من صادرات الموارد. ويستثنى من تعريف صناديق الثروة السيادية صناديق التقاعد الحكومية والشركات الاقتصادية المملوكة للدولة واحتياطات الصرف المدارة من طرف السلطات النقدية المستعملة لتحقيق أهداف السياسة النقدية"³.

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 استنتاج تعريف شامل لصناديق الثروة السيادية على أنها: "صناديق تنشئها الحكومات من الفوائض المالية، سواء كانت تلك الفوائض المالية نفطية أو غير نفطية، وهي أحد الآليات المتبعة في إدارة الفوائض المالية من خلال ادخارها أو استثمارها لتحقيق جملة من الأهداف والتي تختلف من دولة إلى أخرى باختلاف الأنظمة الاقتصادية السائدة".

¹ 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.

² نبيل بوفليج، دور صناديق الثروة السيادية في معالجة الأزمة المالية والاقتصادية العالمية، العددان 48-49، خريف 2009 - شتاء 2010، ص: 99.

* معهد صناديق الثروة السيادية هو مؤسسة بحثية أمريكية تهتم بدراسة ظاهرة صناديق الثروة السيادية وتأثيرها على الاقتصاد العالمي، السياسات الاقتصادية، الأسواق المالية، التجارة الدولية والسياسات العامة.

³ sovereign wealth funds institute, on web site: « www.swfinstitute.org », in 12/02/2015, at 10 :25.

ثانيا: نشأة وتطور 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 للاستثمار الكويتي" والمعروف بـ "kuwait Investement Authority"، ثم تبعتها الولايات المتحدة الأمريكية والكيباريتي¹ وفي السبعينات من القرن نفسه أنشأت العديد من الدول صناديقا للثروة السيادية على غرار سنغافورة، الإمارات العربية المتحدة، كندا... إلخ، 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، نيوزيلندا سنة 2004 وكوريا الجنوبية سنة 2005، وفي سنة 2006 كل من الإمارات العربية المتحدة ومملكة البحرين والتشيلي وليبيا، الصين سنة 2007، وكل من المملكة العربية السعودية والبرازيل سنتي 2008 و2009 على التوالي². 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) والمكسيك³.

ولكنه مؤخرا وبالتحديد في فيفري من سنة 2015 نشر معهد صناديق الثروة السيادية بيانات تظهر أن هناك صندوقان سياديان تم إنشاءهما سنتي 1854 و1876 وهما كل من "صندوق المدرسة الدائم لتكساس" و"صندوق الجامعة الدائم لتكساس" على التوالي وكلاهما في الولايات المتحدة، وعليه وفقا لهذه المعطيات والتي سنبينها في الجدول رقم (2-1) يصبح الصندوق السيادي الكويتي الذي تم إنشائه سنة 1953 أول صندوق ثروة سيادية على مستوى الدول العربية. ولقد تطورت صناديق الثروة السيادية من حيث عددها وحجم أصولها، حيث أصبح عددها 77 صندوقا بمختلف أنواعها، وتطور حجم الأصول من 3 تريليون دولار في ديسمبر 2007 إلى 7 تريليون دولار في فيفري 2015⁴.

¹ رمضان بطوري، قراءة في دور صناديق الثروة السيادية ومساهمتها في تحقيق التنمية المستدامة- مبادلة للتنمية أنموذجاً، مداخلة في الملتقى الدولي الأول حول "البداخل التنموية في الاقتصاديات العربية وترشيد استغلال الموارد في ظل التغيرات الإقليمية والدولية"، جامعة الجلفة- الجزائر - يومي 22/21 نوفمبر 2012، ص: 2.

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، ص: 8.

³ sovereign wealth funds institute, on web site: « www.swfinstitute.org », in 15/02/2015, at 16 :30.

⁴ IDEM, in 16/02/2015, at 12 :45.

الفصل الثاني: صناديق الثروة السيادية كآلية لإدارة الفوائض المالية النفطية

جدول رقم (1-2): صناديق الثروة السيادية (ترتيبها، نشأتها، ومصدر أصولها والدول المنشأة لها)

الدولة	إسم الصندوق السيادي	الأصول (مليار دولار)	سنة الإتشاء	مصدر أصول الصندوق
النرويج	صندوق المعاشات الحكومي العالمي	893	1990	نفط
الإمارات العربية (أبو ظبي)	هيئة الاستثمار لأبو ظبي	773	1976	نفط
المملكة العربية السعودية	الشركة القابضة الخارجية "SAMA"	757.2	-	نفط
الصين	شركة الاستثمار الصينية	652.9	2007	غير نفطي
الصين	شركة الاستثمار "SAFE"	567.9	1997	غير نفطي
الكويت	هيئة الاستثمار الكويتية	548	1953	نفط
الصين (هونغ كونغ)	هيئة الاستثمار لمقاطعة هونغ كونغ	400.2	1993	غير نفطي
سنغافورة	شركة الاستثمار الحكومي لسنغافورة	320	1981	غير نفطي
قطر	هيئة الاستثمار لقطر	256	2005	نفط و غاز
الصين	صندوق الأمن الاجتماعي الوطني	240	2000	غير نفطي
سنغافورة	الشركة القابضة "TEMASEK"	177	1974	غير نفطي
أستراليا	صندوق المستقبل الأسترالي	95	2006	غير نفطي
الإمارات العربية (أبو ظبي)	مجلس الاستثمار	90	2007	نفط
روسيا	صندوق الاحتياط	88.9	2008	نفط
كوريا الجنوبية	شركة الاستثمار الكورية	84.7	2005	غير نفطي
روسيا	صندوق الرفاهة الوطني	79.9	2008	نفط
كازاخستان	Samruk-Kazyna JSC	77.5	2008	غير نفطي
الجزائر	صندوق ضبط الموارد	77.2	2000	نفط و غاز
كازاخستان	الصندوق الوطني لكازاخستان	77	2000	نفط
الإمارات العربية (دبي)	شركة الاستثمار لدبي	70	2006	نفط
الإمارات العربية (أبو ظبي)	شركة الاستثمار النفطية الدولية	68.4	1984	نفط
ليبيا	صندوق الاستثمار الليبي	66	2006	نفط
إيران	صندوق التنمية الوطني لإيران	62	2011	نفط و غاز
الإمارات العربية (دبي)	شركة التنمية "Mubadala"	60.9	2002	نفط
الولايات المتحدة (الاسكا)	صندوق ألاسكا الدائم	52.8	1976	نفط
ماليزيا	الخزينة الوطنية	41.6	1993	غير نفطي
بروناي	وكالة الاستثمار لبروناي	40	1983	نفط
الولايات المتحدة (تكساس)	صندوق المدرسة الدائم لتكساس	37.7	1854	نفط وأخرى

الفصل الثاني: صناديق الثروة السيادية كآلية لإدارة الفوائض المالية النفطية

أذربيجان	صندوق النفط الحكومي	37.3	1999	نفط
إيرلندا	صندوق المعاشات الاحتياطي الوطني	27.4	2001	غير نفطي
فرنسا	صندوق الاستثمار الاستراتيجي	25.5	2008	غير نفطي
نيوزيلندا	صندوق التقاعد النيوزيلاندي	21.8	2003	غير نفطي
الولايات المتحدة (نيو مكسيكو)	مجلس الاستثمار الحكومي لنيو مكسيكو	19.8	1958	نفط وغاز
العراق	صندوق التنمية العراقي	18	2003	نفط
كندا	Albert's heritage fund	17.5	1976	نفط
الولايات المتحدة (تكساس)	صندوق الجامعة الدائم	17.2	1876	نفط و غاز
تيمور الشرقية	صندوق النفط لتيمور الشرقية	16.6	2005	نفط و غاز
التشيلي	صندوق الاستقرار الاجتماعي والاقتصادي	15.2	2007	نحاس
الإمارات العربية (الفدرالية)	هيئة الاستثمار الإماراتية	15	2007	نفط
روسيا	صندوق الاستثمار المباشر الروسي	13	2011	غير نفطي
عمان	صندوق الاحتياط العام الحكومي	13	1980	نفط و غاز
البحرين	الشركة القابضة "ممتلكات"	10.5	2006	غير نفطي
البيرو	صندوق الاستقرار المالي	7.1	1999	غير نفطي
تشيلي	صندوق المعاشات الاحتياطي	7.0	2006	نحاس
بوتسوانا	صندوق بولا	6.9	1994	ألماس ومعادن
المكسيك	صندوق الاستقرار لعائدات النفط المكسيكي	6.0	2000	نفط
عمان	صندوق الاستثمار العماني	6.0	2006	نفط
إيطاليا	الصندوق الاستراتيجي الإيطالي	6.0	2011	غير نفطي
الولايات المتحدة (وايومنغ)	صندوق الثقة المعدني الدائم لوايومنغ	5.6	1974	معادن
ترينيداد وتوباغو	صندوق الثروة والاستقرار	5.5	2000	نفط
البرازيل	الصندوق السيادي البرازيلي	5.3	2008	غير نفطي
المملكة العربية السعودية	صندوق الاستثمار العام	5.3	2008	نفط
الصين	صندوق التنمية الصين-إفريقيا	5.0	2007	غير نفطي
أنغولا	الصندوق السيادي الأنغولي	5.0	2012	نفط
الولايات المتحدة (ألاباما)	صندوق الثقة -ألاباما-	2.5	1985	نفط وغاز
الولايات المتحدة (شمال داكوتا)	صندوق الميراث لشمال داكوتا	2.4	2011	نفط وغاز
كازاخستان	شركة الاستثمارات الوطنية	2	2012	نفط
نيجيريا	هيئة الاستثمار السيادية النيجيرية	1.4	2012	نفط
بنما	صندوق الإنقاذ لبنما	1.2	2005	نفط
بوليفيا	FINPRO	1.2	2012	غير نفطي

الفصل الثاني: صناديق الثروة السيادية كآلية لإدارة الفوائض المالية النفطية

نفط و غاز	1986	1.1	Louisiana education quality trust fund	الولايات المتحدة(لوزيانا)
غير نفطي	2012	1	Senegal FONSI	السنغال
غير نفطي	2003	0.8	صندوق الاستثمار الفلسطيني	فلسطين
غير نفطي	2003	0.8	FEM	فنزويلا
فوسفات	1956	0.6	Revenu equalization reserve fund	كربياتي
غير نفطي	2006	0.5	شركة استثمار رأس المال الحكومي	فيتنام
نفط	1998	0.4	صندوق الثروة السيادي الغابوني	الغابون
نفط	2011	0.45	صندوق النفط الغاني	غانا
غير نفطي	2006	0.3	وحدة الاستثمار الحكومية	إندونيسيا
نفط و غاز	2006	0.3	الصندوق الوطني لاحتياجات المحروقات	موريتانيا
نفط و غاز	2012	0.3	صندوق المستقبل لغرب أستراليا	أستراليا
معادن	2011	0.3	صندوق الاستقرار المالي	منغوليا
نفط	2002	0.08	صندوق الأجيال القادمة	غينيا الاستوائية
		4.292.8	إجمالي أصول صناديق النفط والغاز	
		2.819.1	إجمالي أصول الصناديق الأخرى	
		7.111.9	إجمالي أصول الصناديق	

Source: sovereign wealth funds institute, on web site :« www.swfinstitute.org », February 2015.

يوضح لنا الجدول رقم(2-1) أن مملكة النرويج تملك أكبر صندوق ثروة سيادية في العالم من حيث حجم أصوله التي تقدر بـ893 مليار دولار أمريكي، وكذلك يبين لنا أن هناك صناديق ثروة سيادية تم إنشائها على التوالي عامي 1854 و1876 في الولايات المتحدة الأمريكية وبالتالي حسب هذه المعطيات الجديدة تصبح الولايات المتحدة الأمريكية أول من أنشأت هذه الصناديق، 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.

ثالثاً: مميزات صناديق الثروة السيادية

تتميز صناديق الثروة السيادية عن غيرها من الهيئات العمومية الأخرى بـ:¹

- تتميز عن البنوك المركزية من حيث أهدافها، فهي تسعى إلى الاستثمار وليس إلى إدارة السياسة النقدية وسياسة الصرف، ويغلب على محفظة أصولها الاستثمار في الأسهم في حين أن البنوك المركزية ولكونها ملزمة بالاحتفاظ بمستوى معين من السيولة لمواجهة التغيرات في أسعار الصرف تستثمر أساساً 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 أساساً من الاشتراكات من جهة، وتهدف إلى تمويل معاشات الأجيال القادمة من جهة أخرى؛
- تتميز عن المؤسسات العمومية، حيث تأخذ المؤسسات العمومية شكل شركات تجارية وتخضع بموجب ذلك للقانون التجاري، أما صناديق الثروة السيادية التي هي عبارة عن صناديق استثمار ووظيفة الشركات الأساسية هي إنتاج السلع والخدمات في حين أن الوظيفة الأساسية للصناديق السيادية هي استثمار الأصول المالية.

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

جدول رقم (2-2): الفرق بين صناديق الثروة السيادية وبعض الهيئات العمومية الأخرى

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

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

¹ عبد المجيد قدي، مرجع سابق، ص: 1.

نلاحظ من الجدول 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 والغير نفطية كما نلاحظ أنها تتطلب رقابة حكومية ودرجة إفصاح كبيرين للحفاظ على الثروة المالية المودعة في تلك الصناديق كما يجب أيضا التنوع في الاستثمارات لتفادي خطر تركيز الاستثمار على 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.

أولاً: تصنيفات صناديق الثروة السيادية

تصنف صناديق الثروة السيادية إلى:

1. من حيث مصادر دخل الصندوق:¹ تصنف صناديق الثروة السيادية حسب مصدر الدخل إلى:
 - أ. الصناديق الممولة عن طريق عوائد المواد الأولية: هي صناديق تكونها الدول المصدرة للمواد الأولية وأساسا النفطية، ذلك أنه تطرح أمام هذه الدول إشكالية وتيرة استغلال هذه المواد التي يتسم معظمها بقابلية النضوب، وما إذا كان من الواجب إبقاء جزء منها في مكانها كحق للأجيال القادمة، ولقد وجدت هذه الدول في فكرة الصناديق حلا للمحافظة على نصيب الأجيال القادمة في هذه الثروات بحيث يتم إحلال الموارد الطبيعية بشكل آخر من الأصول.
 - ب. الصناديق الممولة بفوائض المدفوعات الحاربية: ذلك أن الحجم الإجمالي العالمي من احتياطات العملات الأجنبية للبنوك المركزية الذي ما فتئ يتعاظم بحيث تجاوز الـ 7 تريليون دولار سنة 2008. ولقد تزايد حجمها سنة 2007 لوحده بـ 1 تريليون دولار، وتملك الدول النامية 5/4 هذا المبلغ، ولقد استطاعت العديد من الدول الغير نفطية تحقيق فوائض مالية هامة خاصة في أمريكا اللاتينية بفضل تنافسيتها التصديرية على مستوى الأسواق العالمية بما يفيض عن احتياجات الاستثمار المحلي، مما دفعها إلى تحويل جزء من هذه الفوائض إلى صناديق سيادية، بعد أن وازنت بين الاحتفاظ بها كاحتياطات نقدية أو استثمارها بما يحقق عوائد.
 - ج. 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

¹ عبد المجيد قدي، مرجع سابق، ص ص: 201.

وتتباين استعمالات الدول لهذه العوائد فمنها من يوجهها مباشرة لتمويل الميزانية العمومية، وفي بعض الأحيان لتمويل برامج إعادة هيكلة الاقتصاد وتسديد المديونية. ونظرا لضخامة هذه العوائد وتخوفا من أن تقود إلى توسع كبير في الإنفاق العمومي يكون أكبر من الطاقة الاستيعابية للاقتصاد، وعليه يتم تحويل كل أو جزء من هذه العوائد إلى صناديق ثروة سيادية.

د. الصناديق الممولة بفائض الميزانية: تلجأ بعض الحكومات مباشرة لما تحقق فائضا في الميزانية العامة للدولة إلى تحويل هذا الفائض لاستثماره في الأصول المالية قصد تحقيق عوائد من جهة ولتوجيه المعطيات الاقتصادية من جهة ثانية، ولما يلاحظ توالي تحقيق هذه الفوائض وارتفاع مستواها يتم اللجوء إلى تكوين صناديق الثروة السيادية قصد استثمارها وتميمتها بشكل أفضل.

2. من حيث مجال عمل الصندوق: تنقسم إلى:¹

أ. صناديق سيادية محلية: ويتركز نشاطها داخل البلد كصندوق ضبط الموارد الجزائري وصندوق الاستقرار الروسي.

ب. صناديق سيادية دولية: ويمتد نشاطها خارج البلد، مثل هيئة أبو ظبي للاستثمار وصندوق المعاشات الحكومي النرويجي.

3. من حيث وظيفة الصندوق: تنقسم إلى:²

أ. صناديق ادخار: ويطلق عليها تسمية صناديق الميراث أو الأجيال القادمة، أي ادخار 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.

ب. صناديق استثمار: تقوم بتوظيف أصولها في الأسواق المالية العالمية مهما كانت أداة الاستثمار المستخدمة كالعقارات، الأوراق المالية، الذهب والعملة الأجنبية وغيرها.

4. من حيث درجة الاستقلالية: تنقسم إلى:³

أ. صناديق سيادية حكومية: تكون تابعة للحكومة ولا تتمتع باستقلالية القرار ولا تخضع للرقابة والمساءلة مثل صندوق ضبط الموارد الجزائري.

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

¹ نيبيل بوفليج، دور صناديق الثروة السيادية في معالجة الأزمة المالية والاقتصادية العالمية، مرجع سابق، ص: 99.

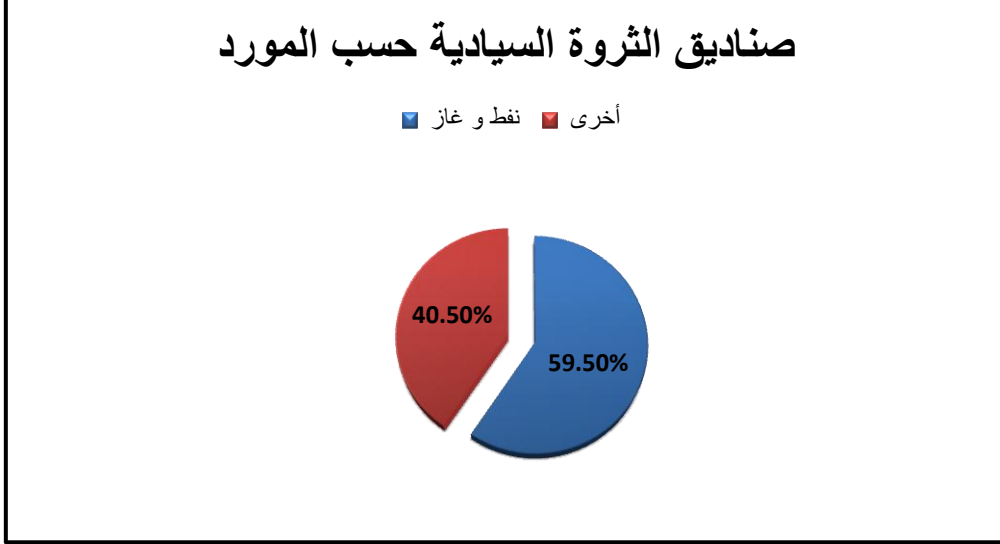
² سليمان فرحات زواري، دور صناديق الثروة السيادية في ظل الأزمة المالية العالمية الراهنة (دراسة مقارنة لحالة الجزائر والنرويج)، مرجع سابق، ص: 24.

³ نيبيل بوفليج، دور صناديق الثروة السيادية في معالجة الأزمة المالية والاقتصادية العالمية ، مرجع سابق، ص: 100.

الفصل الثاني: صناديق الثروة السيادية كآلية لإدارة الفوائض المالية النفطية

5. **تصنيفات أخرى:** هناك من يصنف صناديق الثروة السيادية عن طريق المورد (صناديق سيادية نفطية أو غير نفطية)، كما هو مبين في الشكل رقم (1-2).

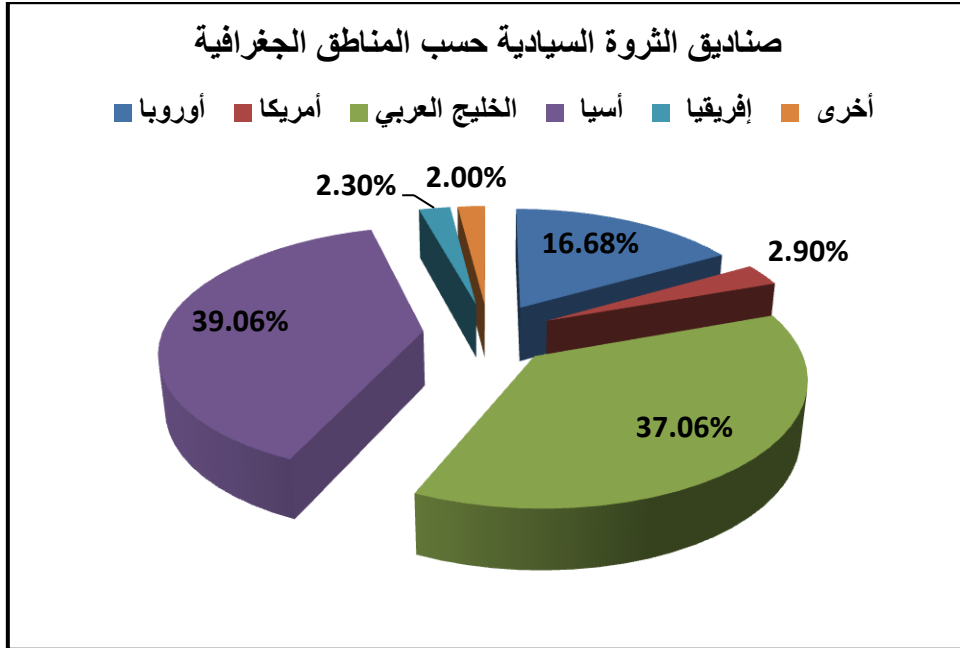
شكل رقم (1-2): صناديق الثروة السيادية حسب المورد



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (1-2)

نلاحظ من الشكل رقم (1-2) أن صناديق الثروة السيادية التي مصدرها النفط نسبتها أكبر من صناديق الثروة السيادية التي مصدرها موارد أخرى غير نفطية. أما التصنيف الثاني فهو يصنف صناديق الثروة السيادية حسب المناطق الجغرافية، كما هو مبين في الشكل رقم (2-2).

شكل رقم (2-2): توزيع صناديق الثروة السيادية حسب المناطق الجغرافية



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (1-2)

نلاحظ من الشكل (2-2) أن معظم صناديق الثروة السيادية والتي تحتل ما يعادل 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 فيتوزع بين كل من قارة أمريكا وإفريقيا ومناطق أخرى.

ثانيا: دوافع إنشاء صناديق الثروة السيادية

تنشأ الدول صناديق الثروة السيادية لدوافع معينة يمكن إجمالها في ما يلي:

1. دوافع رئيسية: وتتمثل في ¹:

- النضوب الطبيعي للمورد والحاجة إلى بناء أصول أخرى تدر دخلا للأجيال القادمة وتعوض نضوب الأصل الحالي واستغلال إيراداته من قبل الجيل الحالي، أي تحقيق العدالة بين الأجيال (intergenerational equity)، ونضوب الأصل قد يكون نضوبا طبيعيا أو انحسار دوره بسبب الطاقات البديلة وتحسبا لهذا تنشأ الدول صناديق الثروة السيادية؛
- أما الدافع الثاني فيتعلق بالطاقة الاستيعابية للاقتصاد الوطني وإمكانية تنويع قاعدته، وهذه تعتمد على حجم الاحتياطي والإنتاج وبالتالي عائدات الفرد، وكذلك حجم الاقتصاد مقارنة بتلك العائدات وعوامل أخرى متعلقة بالإمكانيات الحالية والممكنة لذلك الاقتصاد، فمثلا الدول ذات الطاقة الاستيعابية المحدودة يكون لديها حافز لإنشاء صناديق سيادية ادخارية والدول ذات الطاقة الاستيعابية الكبيرة يكون لديها حافز لإنشاء صناديق سيادية استثمارية. إلا أن هذه الحوافز قد تتغير مع مرور الزمن فالطاقة الاستيعابية للاقتصاد تتميز بالديناميكية.

2. دوافع أخرى: إلى جانب الدوافع الرئيسية لإنشاء صناديق الثروة السيادية هناك دوافع أخرى تتمثل في ²:

- إن الانعكاسات السلبية للتدفقات المالية الناتجة عن الموارد الطبيعية كالمرض الهولندي على اقتصاديات الدول المالكة لهذه الموارد، يحتم عليها إنشاء صناديق ثروة سيادية لادخار أو استثمار الفوائض المالية لتنمية القطاعات الاقتصادية الأخرى كالقطاع الصناعي قصد تجنب تداعيات هذا المرض؛
- إن ما تتعرض له احتياطات الصرف الأجنبي من مخاطر ناجمة عن معدلات سعر الفائدة وأسعار الصرف يحتم على الدول تنويع مجالات استثمار هذه الاحتياطات، وهذا ما تحققه صناديق الثروة السيادية من خلال الاستثمار في أصول مالية متنوعة بغرض التقليل من المخاطر؛

¹ ماجد عبد الله المنيف، صناديق الثروة السيادية ودورها في إدارة الفوائض النفطية، مرجع سابق، ص: 11، 10.

² نبيل بوفليج، دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية الواقع والاتفاق مع الإشارة إلى الجزائر، مرجع سابق، ص: 90.

- إن الاستثمارات المباشرة وغير مباشرة لصناديق الثروة السيادية في الدول المتطورة والمتقدمة تساهم في توسيع حجم المبادلات الاقتصادية الذي يؤدي بدوره إلى نقل التكنولوجيا إلى الدول المالكة لهذه الصناديق.

المطلب الثالث: أهداف إنشاء صناديق الثروة السيادية

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

1. دخول لتحقيق الاستقرار: تنشأ صناديق الثروة السيادية من أجل امتصاص التقلبات التي تحصل في أسعار السلع الأساسية كالنفط والغاز التي تتميز بعدم الاستقرار واللايقين في أسعارها، وبالتالي فالدول التي ترتبط اقتصادياتها بالنفط والغاز تكون عرضة لهذه التقلبات وما ينتج عنه من عجوزات في ميزانياتها العامة والتي غالبا ما يحتم عليها في بعض الأحيان تغيير سياسة الإنفاق عند حدوث هذه التقلبات، وبالتالي فالهدف الرئيسي من إنشاء بعض الصناديق السيادية هو تحقيق الاستقرار، أما مصدر تمويل تلك الصناديق فيكون من عائدات تلك السلع (نفط وغاز) التي تتجاوز السعر المرجعي لها.
2. مدخرات الأجيال: يتمثل هذا الهدف في الحفاظ على جزء من العائدات أو الفوائض المالية التي توفرها الموارد الطبيعية لما يأتي من الأجيال، وذلك 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.
3. التنوع الاقتصادي: تعاني الدول التي ترتبط اقتصادياتها بالموارد الطبيعية وخاصة الغير متجددة منها من العديد من المشاكل، وما ينتظرها من تحديات في المستقبل كنضوب المورد الطبيعي يحتم عليها استخدام الوفرة أو الفوائض المالية التي تحققها حاليا من جراء هذه الموارد في تنمية وإعادة هيكلة القطاعات الأخرى الغير نفطية كالتصنيع، وبالتالي فصناديق الثروة السيادية تمكن تلك الدول من تحقيق هذا الهدف من خلال مسارين أحدهما تنمية القطاعات الأخرى كما سبق وأن ذكرنا، والمسار الثاني الاستثمار الخارجي لجزء من تلك الفوائض في أصول مالية متنوعة مراعاتاً لعاملتي العائد والمخاطرة.
4. الإداء الأمثل: تهدف بعض صناديق الثروة السيادية لتعظيم عائدات الاحتياطات الأجنبية، حيث أن احتياطات النقد الأجنبي تشتمل على جزء ضروري للسياسة النقدية وإدارة أسعار الصرف، حيث يتحكم البنك المركزي بالاحتياطات الرسمية وتتم إدارتها بعناية فائقة على المدى القصير لتحقيق

¹ سليمان فرحات زواري، الصناديق السيادية الخليجية بين متطلبات الدول المتلقية لاستثماراتها والبدائل الأخرى، مداخلة في المؤتمر السنوي الثالث "دول مجلس التعاون الخليجي: السياسة والاقتصاد في ظل المتغيرات الإقليمية والدولية"، المركز العربي للأبحاث ودراسة السياسات بالدوحة - قطر، - أيام من 6 إلى 8 ديسمبر 2014، ص ص: 6،5.

الهدف المزدوج المتمثل في السلامة والسيولة. كما تستخدم جزء من الاحتياطات الأجنبية عن طريق وضعها في صناديق ثروة سيادية لاستثمارها في أصول ذات مخاطر عالية ومتنوعة وهذا الهدف تركز عليه صناديق الثروة السيادية الغير نفطية أكثر من صناديق الثروة السيادية النفطية.

5. تمويل المعاشات التقاعدية: تهدف بعض صناديق الثروة السيادية لتمويل التزامات 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 استثمار 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 الاستقرار لكن مع مرور الوقت أصبحت صناديق ادخار للأجيال القادمة أو هدفها التنويع الاقتصادي.

المبحث الثاني: حوكمة صناديق الثروة السيادية ومؤشرات قياس أدائها

سعت مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية وبعض المؤسسات البحثية إلى تنظيم استثمارات صناديق الثروة السيادية وذلك للتقليل من المخاوف والمخاطر التي تحيط بها، وعليه قامت مجموعة العمل الدولية (IWG) بإصدار ما يعرف بمبادئ سانتياغو، ضف إلى ذلك قيام بعض المؤسسات البحثية كمعهد صناديق الثروة السيادية (SWFs Institute) ومؤسسة (GEOECONOMICA) بقياس أداء هذه الصناديق عن طريق مؤشرات مبتكرة وتنتشر دراساتها على مواقعها الإلكترونية.

المطلب الأول: مبادئ سانتياغو

عرضت مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية (IWG) في 11 أكتوبر 2008 "مبادئ سانتياغو" على اللجنة الدولية للشؤون النقدية والمالية التي يترشد بها صندوق النقد الدولي في سياساته، والتي عقدت اجتماعها في العاصمة واشنطن للتشاور حول تطورات الاقتصاد العالمي وحصر ما بذلته المجموعة من جهود بشأنها، ونوقشت هذه المبادئ من طرف وزراء المالية وممثلي كل من مجموعة العمل الدولية (IWG)، ومنظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي (OECD) والمفوضية الأوروبية، ونشرت مجموعة العمل الدولية مبادئ سانتياغو المؤلفة من 24 مبدأ طوعياً وموادها التفسيرية على موقعها الإلكتروني (www.iwg-swf.org) كما أنها شكلت لجنة لاستكشاف إمكانية تشكيل جهاز دولي دائم لصناديق الثروة السيادية، وتضم كل من أستراليا، بوتسوانا، النشيلي والصين، الكويت، قطر، سنغافورة، ترينيداد وتوباغو، الإمارات العربية المتحدة، الولايات المتحدة الأمريكية.¹

ومبادئ سانتياغو هي المبادئ والممارسات المتعارف عليها والتي تعبر تعبيراً دقيقاً عن ممارسات وأهداف الاستثمار في صناديق الثروة السيادية، وهي مبادئ طوعية يدعمها الأعضاء في مجموعة العمل الدولية وإما يطبقونها فعلاً أو يطمحون إلى تطبيقها، وتغطي هذه المبادئ ثلاث مجالات رئيسية هي:

- الإطار القانوني والأهداف والاتساق مع السياسات الاقتصادية الكلية؛
- الإطار المؤسسي وهيكل الحوكمة؛
- إطار الاستثمار وإدارة المخاطر.²

¹ مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية، مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية تعرض "مبادئ سانتياغو" على اللجنة الدولية للشؤون المالية والنقدية، بيان صحفي رقم 08/06، 11 أكتوبر 2008، ص: 1.

² المرجع نفسه، ص: 3.

ويتمثل الغرض الإرشادي لهذه المبادئ في ما يلي:¹

- إرساء هيكل شفاف وسليم للحوكمة يكفل الضوابط التشغيلية الملائمة وسلامة إدارة المخاطر والمساءلة؛
- ضمان الالتزام بكافة متطلبات التنظيم والإفصاح المرعية في البلدان التي تستثمر فيها صناديق الثروة السيادية؛
- التأكد من أن استثمارات صناديق الثروة السيادية تراعي المخاطر الاقتصادية والمالية واعتبارات العائد؛
- المساعدة على الاحتفاظ بنظام مالي عالمي مستقر وبحرية تدفق رؤوس الأموال والاستثمارات. وتتمثل "مبادئ سانتياغو" في:²

- **المبدأ (1):** يكون الإطار القانوني الذي يستند إليه صندوق الثروة السيادية سليماً وداعماً لفعالية تشغيله وتحقيق أهدافه المعلنة.
- **المبدأ الفرعي (1-1):** يضمن الإطار القانوني سلامة الوضع القانوني لصندوق الثروة السيادية والمعاملات التي يجريها.
- **المبدأ الفرعي (2-1):** يتم الإفصاح العلني عن أهم مواصفات الأساس والهيكل القانونيين لصندوق الثروة السيادية، وكذلك العلاقة بين كل صندوق وغيره من كيانات الدولة.
- **المبدأ (2):** يتحدد بوضوح غرض السياسة من إنشاء صندوق الثروة السيادية ويتم الإفصاح عنه علناً.
- **المبدأ (3):** حيثما يكون لأنشطة صندوق الثروة السيادية انعكاسات اقتصادية كلية ومحلية مباشرة كبيرة، يتم تنسيق هذه الأنشطة تنسيقاً كاملاً مع سلطات المالية العامة والسلطات النقدية المحلية بغية ضمان الاتساق مع السياسات الاقتصادية الكلية الشاملة.
- **المبدأ (4):** توضع سياسات أو قواعد أو إجراءات أو ترتيبات واضحة ومعلنة بشأن المنهج العام لصندوق الثروة السيادية حيال عمليات التمويل والسحب والإنفاق.
- **المبدأ الفرعي (1-4):** يتم الإفصاح علناً عن مصدر تمويل صندوق الثروة السيادية.
- **المبدأ الفرعي (2-4):** يتم الإفصاح علناً عن المنهج العام لسحب الأرصدة من صندوق الثروة السيادية والإنفاق منه نيابة عن الحكومة.

¹ مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية، مرجع سابق، ص ص: 3، 4.

² حمد السويدي، هايم كاروانا، مرجع سابق، ص ص: 9-12.

الفصل الثاني: صناديق الثروة السيادية كآلية لإدارة الفوائض المالية النفطية

- **المبدأ (5):** يتم إبلاغ الجهة المالكة على أساس يومي بالبيانات الإحصائية ذات الصلة بصندوق الثروة السيادية، أو إتاحتها للإدراج في المكان المناسب مع مجموعات البيانات الاقتصادية الكلية حسب الاقتضاء.
- **المبدأ (6):** يعمل صندوق الثروة السيادي في ظل إطار سليم للحوكمة يحدد تقسيما واضحا وفعالاً للأدوار والمسؤوليات بما يسهل المساءلة والاستقلالية التشغيلية في إدارة الصندوق سعياً لتحقيق أهدافه.
- **المبدأ (7):** تحدد الجهة المالكة أهداف صندوق الثروة السيادي، وتتولى تعيين أعضاء جهازه الحاكم طبقاً لإجراءات واضحة التحديد، وتمارس الإشراف على عملياته.
- **المبدأ (8):** يعمل الجهاز الحاكم بما يحقق مصالح صندوق الثروة السيادية ويكلف بمهمة واضحة المعالم ويمنح السلطة والاختصاص الكافيان لأداء وظائفه.
- **المبدأ (9):** يتولى فريق الإدارة التشغيلية لصندوق الثروة السيادية تنفيذ استراتيجياته بصورة مستقلة وفي إطار مسؤوليات واضحة التحديد.
- **المبدأ (10):** يتحدد بوضوح إطار المساءلة عن عمليات صندوق الثروة السيادي بالنص عليه في التشريع أو الميثاق المعني أو غير ذلك من الوثائق التأسيسية أو في اتفاقية الإدارة.
- **المبدأ (11):** يتم إعداد تقرير سنوي مصحوب بكشوف مالية عن عمليات صندوق الثروة السيادية و كيفية أدائه، وذلك في الوقت المقرر وطبقاً للمعايير المحاسبية الدولية أو الوطنية المعمول بها ومع مراعاة متطلبات الاتساق.
- **المبدأ (12):** تخضع عمليات صندوق الثروة السيادية وكشوفه المالية للتدقيق السنوي طبقاً للمعايير المحاسبية الدولية أو الوطنية المعمول بها.
- **المبدأ (13):** تتحدد بوضوح المعايير المهنية والأخلاقية الواجبة ويحاط علماً بها أعضاء الجهاز الحاكم لصندوق الثروة السيادية وإدارته وموظفيه.
- **المبدأ (14):** يركز التعامل مع أطراف ثالثة لغرض إدارة عمليات صندوق الثروة السيادية على أسس اقتصادية ومالية، وتراعي فيه قواعد وإجراءات واضحة.
- **المبدأ (15):** تدار عمليات صندوق الثروة السيادية وأنشطته في البلدان المضيفة طبقاً لمتطلبات التنظيم والإفصاح المرعية في البلدان التي يزاول نشاطه فيها.
- **المبدأ (16):** يتم الإفصاح علناً عن إطار الحوكمة وأهدافها وكذلك عن كيفية إدارة صندوق الثروة السيادية على أساس من الاستقلالية التشغيلية عن الجهة المالكة.

- **المبدأ (17):** يتم الإفصاح علنا عن المعلومات المالية ذات الصلة بصندوق الثروة السيادية لتوضيح توجهه الاقتصادي والمالي، حتى يتسنى له الإسهام في استقرار الأسواق المالية الدولية وتعزيز الثقة في البلدان المتلقية لاستثماراته.
- **المبدأ (18):** تتسم السياسة الاستثمارية لصندوق الثروة السيادية بالوضوح والاتساق مع أهدافه المحددة والمخاطر التي يتعرض لها ودرجة تحمله لها واستراتيجيته الاستثمارية حسبما حددتها الجهة المالكة أو الحاكمة، كما تركز على مبادئ سليمة لإدارة الحافظة.
- **المبدأ الفرعي (1-18):** يسترشد صندوق الثروة السيادية بسياسته الاستثمارية في تقنين مدى انكشافه للمخاطر المالية وإمكانية استخدامه للرفع المالي.
- **المبدأ الفرعي (2-18):** تعالج السياسة الاستثمارية مدى إمكانية الاستعانة بمديرين داخليين و/أو خارجيين للاستثمار وأنواع أنشطتهم وطبيعة السلطة المخولة لهم والعملية المتبعة في اختيارهم ومراقبة أدائهم.
- **المبدأ الفرعي (3-18):** يتم الإفصاح علنا عن توصيف لسياسة الاستثمار المعتمدة لدى صندوق الثروة السيادية.
- **المبدأ (19):** تهدف القرارات الاستثمارية التي يتخذها صندوق الثروة السيادية إلى تعظيم العائد المالي المعدل حسب المخاطر بما يتوافق مع سياسته الاستثمارية واستنادا إلى أسس اقتصادية ومالية.
- **المبدأ الفرعي (1-19):** إذا كانت قرارات الاستثمار تخضع لاعتبارات أخرى بخلاف الاعتبارات الاقتصادية المالية، يتم النص بوضوح على هذه الاعتبارات ضمن سياسة الاستثمار ويتم الإفصاح عنها علنا.
- **المبدأ الفرعي (2-19):** تدار إدارة أصول صندوق الثروة السيادية وفقا للطريقة السليمة والمقبولة عموما في مجال إدارة الأصول.
- **المبدأ (20):** لا يجوز لصندوق الثروة السيادية السعي لمعرفة معلومات سرية أو اكتساب نفوذ من خلال الحكومة بمفهومها الأوسع أو استغلال مثل هذه المعلومات أو النفوذ في التنافس مع الكيانات الخاصة.
- **المبدأ (21):** ينظر صندوق الثروة السيادية إلى حقوق ملكية المساهمين باعتبارها عنصرا أساسيا في قيمة استثمارات أصوله، وإذا اختار أن يمارس حقوق ملكيته، فعليه القيام بذلك على نحو يتسق مع سياسته الاستثمارية ويحمي القيمة المالية لاستثماراته. ويفصح صندوق الثروة السيادي بشكل علني عن منهجه العام تجاه الأسهم المانحة لحقوق التصويت في الكيانات المدرجة في البورصة، بما في ذلك العوامل الأساسية المرشدة لممارسته حقوق الملكية.
- **المبدأ (22):** يستند صندوق الثروة السيادية إلى إطار يحدد مخاطر عملياته ويقدرها و يديرها.

- **المبدأ الفرعي (1-22):** يتضمن إطار إدارة المخاطر معلومات موثوقة ونظماً لإبلاغ البيانات في الوقت المقرر، مما يتيح مراقبة المخاطر ذات الصلة وإدارتها في ظل معلمات ومستويات مقبولة وأليات للرقابة والحوافز ومدونات لقواعد السلوك وتخطيط لاستمرارية العمل ووظيفة تدقيقية مستقلة.
- **المبدأ الفرعي (2-22):** يتم الإفصاح علناً عن المنهج العام المعتمد لإطار إدارة المخاطر.
- **المبدأ (23):** تقاس أصول صندوق الثروة السيادية وأدائه الاستثماري (سواء على أساس مطلق أو مقارن بمعايير قياسية، إن وجدت) وترفع تقارير بشأنها لمالكها طبقاً لمبادئ ومعايير واضحة التحديد.
- **المبدأ (24):** يجري صندوق الثروة السيادية بشكل مباشر أو من خلال طرف ينوب عنه عملية مراجعة منتظمة لتطبيق المبادئ والممارسات المتعارف عليها.

المطلب الثاني: مؤشر الامتثال لـ "مبادئ سانتياغو"

يقيس مؤشر الامتثال لمبادئ سانتياغو "Santiago Compliance Index" مدى تطبيق الدول المالكة لصناديق الثروة السيادية للمبادئ التي عددها أربعة وعشرون مبدأ والتي عرضتها مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية على اللجنة الدولية للشؤون النقدية والمالية، ويصدر مؤشر الامتثال لمبادئ سانتياغو عن مؤسسة "GEOECONOMICA".

ومؤشر الامتثال لمبادئ سانتياغو 2014 يمثل أحكام "GEOeconomica's" على درجات لكل صناديق الثروة السيادية التي طبقت "مبادئ سانتياغو" حتى أكتوبر 2014، ومؤشر الامتثال لمبادئ سانتياغو يقوم على تقديرات معينة للصندوق وسياسات الكشوفات المالية عبر الـ 24 مبدأ لمبادئ سانتياغو. ويتكون مؤشر الامتثال لـ "مبادئ سانتياغو" لسنة 2014 من خمسة درجات يصنف على أساسها كل صندوق ثروة سيادي على حدا،¹ وهذه الدرجات هي:

- الدرجة (A): وتضم الصناديق التي تمتثل امتثالاً تاماً مع مبادئ سانتياغو؛
 - الدرجة (B): وتضم الصناديق التي تمتثل لمبادئ سانتياغو على نطاق واسع؛
 - الدرجة (C): وتضم الصناديق التي تمتثل امتثالاً جزئياً لمبادئ سانتياغو؛
 - الدرجة (D): وتضم الصناديق التي لا تمتثل لمبادئ سانتياغو؛
 - الدرجة (X): تضم الصناديق الغير مصنفة.
- والجدول الموالي يوضح لنا تصنيف صناديق الثروة السيادية وفقاً لهذا المؤشر.

¹ GEOECONOMICA, The Santiago Compliance Index 2014, october 2014, p : 2.

الفصل الثاني: صناديق الثروة السيادية كآلية لإدارة الفوائض المالية النفطية

جدول رقم (2-3): صناديق الثروة السيادية حسب مؤشر الامتثال لمبادئ سانتياغو - أكتوبر 2014-

التصنيف	إسم الصندوق السيادي
امتثال تام لمبادئ سانتياغو (A)	
A	صندوق النفط لتيكور الشرقية
A	صندوق الثروة السيادي التشيلي
-A	صندوق المستقبل الأسترالي
-A	صندوق التقاعد - نيوزيلاندا-
-A	صندوق المعاشات الحكومي الإجمالي النرويجي
-A	صندوق الاستقرار والميراث- ترينيداد و توباغو-
-A	صندوق الإسكا الدائم
-A	صندوق الميراث - ألبرتا/كندا-
امتثال على نطاق واسع لمبادئ سانتياغو (B)	
+B	صندوق النفط الحكومي لأذربيجان
+B	صندوق بولا - بوتسوانا -
+B	هيئة الاستثمار السيادية - نيجيريا-
B	شركة الاستثمار الوطنية (JSC) - كازاخستان -
B	شركة الاستثمار - كوريا -
B	TEMASEK - سنغافورة-
-B	الصندوق الوطني للثروة/ الاحتياط - روسيا -
-B	الصندوق السيادي لأنغولا
امتثال جزئي لمبادئ سانتياغو (C)	
+C	شركة الاستثمار - الصين -
+C	هيئة أبو ظبي للاستثمار
+C	شركة الاستثمار الحكومية - سنغافورة-
+C	صندوق "khazanah" - ماليزيا -
+C	صندوق التنمية الوطني - إيران -
C	صندوق الاستثمار المباشر - روسيا -

الفصل الثاني: صناديق الثروة السيادية كآلية لإدارة الفوائض المالية النفطية

C	هيئة الاستثمار الكويتية
C	هيئة الاستثمار الليبية
لا تمثل لمبادئ سانتياغو (D)	
D	هيئة قطر للاستثمار
صناديق غير مصنفة (X)	
X	صندوق المعاشات الاحتياطي الوطني - إيرلندا-
X	JSC samruk-kazyna - كازاخستان -
X	الصندوق الاستراتيجي الإيطالي
X	صندوق استقرار العائدات النفطية - المكسيك-

Source :GEOECONOMICA, The Santiago Compliance Index 2014, october 2014, p : 2.

نلاحظ من الجدول رقم (2-3) أن هناك ثمانية صناديق مصنفة في الدرجة (A) وهي إذا تمتثل امتثالاً تاماً لمبادئ سانتياغو، كما نلاحظ أيضاً علامة سالبة (-A) أمام جميع الصناديق باستثناء صندوق تيمور الشرقية والصندوق السيادي التشيلي وذلك يدل على أن تلك الصناديق قد تدهور تصنيفها مقارنة بسنة 2013، حيث كان الصندوق السيادي النرويجي يحتل المرتبة الأولى بنسبة امتثال قدرت بـ 94% ويأتي بعده كل من الصندوق النيوزيلاندي والأسترالي ثم تأتي بعد ذلك باقي الصناديق الأخرى، وتوجد كذلك ثمانية صناديق مصنفة في الدرجة (B) وهي تمتثل امتثالاً على نطاق واسع لمبادئ سانتياغو والصناديق المصنفة ب (+B) تدل على أن تصنيفها تحسن مقارنة بسنة 2013، أما (-B) فتدل على أن تصنيفها تدهور مقارنة بسنة 2013، كما نلاحظ أيضاً أن هناك ثمانية صناديق مصنفة من الدرجة (C) وهي بالتالي تمتثل امتثالاً جزئياً لمبادئ سانتياغو، ونلاحظ تحسن تصنيف عدة صناديق إذ تظهر بتصنيف (+C)، أما الدرجة (D) فنجد فيها صندوقاً واحداً ولا يمثل لمبادئ سانتياغو، في حين باقي الصناديق تعتبر غير مصنفة في الدرجة (X) وعددها أربعة صناديق.

المطلب الثالث: مؤشر " لينبرغ- مادول " للشفافية

مؤشر "لينبرغ - مادول" للشفافية "The Linaburg-Maduell transparency index" عبارة عن مؤشر مطور في معهد صناديق الثروة السيادية من قبل كل من الباحثين "Carl linaburg" و "Maduell Micheal"، وهو مؤشر يهدف إلى قياس مستوى شفافية صناديق الثروة السيادية مع العلم أن تصنيف صناديق الثروة السيادية وفقا لهذا المؤشر يتم كل ثلاثة أشهر وفق سلم مكون من عشر درجات ويعتبر صندوق ثروة سيادي ما شفافا عندما يحقق درجة تعادل ثمانية فما فوق وفقا لسلم المؤشر .

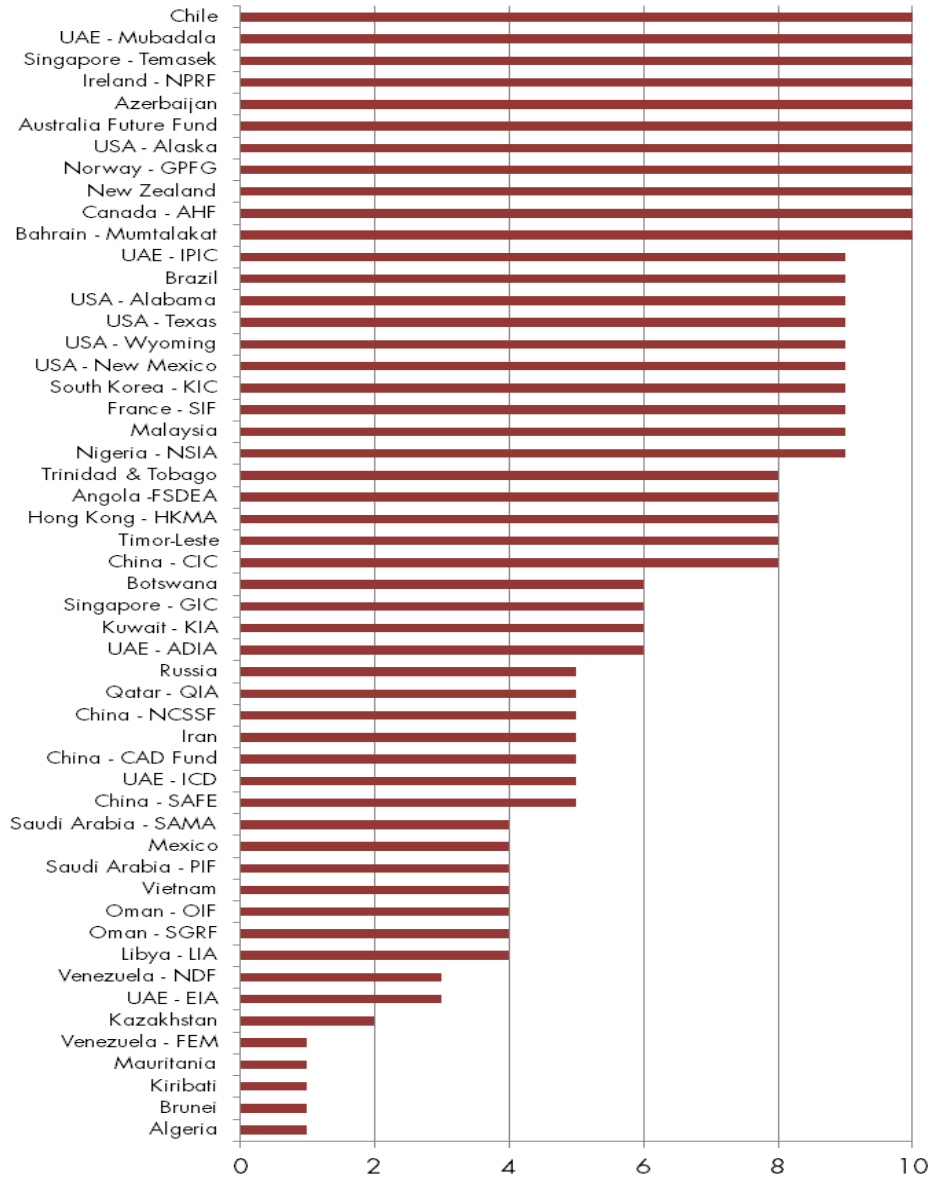
جدول(2-4): المبادئ التي يعتمد عليها مؤشر "Linaburg-Maduell"

النقاط	مبادئ مؤشر "Linaburg-Maduell" للشفافية
1+	الصندوق له معلومات تاريخية تتضمن غرض الإنشاء، أصل الثروة، وهيكل الحكومة المالكة
1+	الصندوق يوفر أو ينشر تقارير دورية أو سنوية مستقلة
1+	الصندوق يوفر نسبة الشركات القابضة المالكة، وتوزعها الجغرافي
1+	الصندوق يقدم إجمالي القيمة السوقية للمحفظة، العائدات، وإدارة التعويضات
1+	الصندوق يقدم معلومات حول المبادئ والمراجع المعتمدة من قبل الصندوق
1+	الصندوق يقدم استراتيجيات وأهداف واضحة
1+	إذا وجدت، الصندوق يبين بشكل واضح فروعه ومعلومات الاتصال بها
1+	إذا وجدت، الصندوق يعرف ويبين المدراء الخارجيين
1+	إدارة الصندوق تملك موقع إلكتروني
1+	الصندوق يملك مكتب رئيسي وعنوان، ومعلومات للاتصال، و أيضا رقم هاتف وفاكس

Source: sovereign wealth funds institute, on web site :« www.swfinstitute.org », in 12.02.2015, at 15 :30.

وعليه لاعتبار صندوق ثروة سيادي ما شفافا لا بد أن تتوفر فيه تلك المعايير أو المبادئ التي يقوم عليها المؤشر والمبينة في الجدول أعلاه، والصناديق التي تملك 8 من 10 درجات فما فوق على سلم المؤشر تعتبر صناديق شفافة، والعكس صحيح تماما. والشكل الموالي يوضح لنا صناديق الثروة السيادية من حيث درجة شفافتها وفقا للمعايير التي يعتمد عليها هذا المؤشر .

شكل رقم (2-3): صناديق الثروة السيادية حسب مؤشر الشفافية في الربع الأخير من سنة 2014



Source : sovereign wealth fund institute, on web site : « www.swfinstitute.org », in 12.02.2015, at 16 :30.

نلاحظ من الشكل (2-3) أن هناك 11 صندوقاً سيادياً يحقق 10 من درجات على سلم المؤشر وهي كل من الصندوق السيادي التشيلي، صندوق "TEMASEK"، الصندوق السيادي الأيرلندي، الصندوق السيادي البحريني "ممتلكات"، صندوق المستقبل الأسترالي، وصندوق "مبادلة" الإماراتي، وصندوق أذربيجان، الصندوق النرويجي (GPF)، والصندوق الكندي (AHF)، وصندوق الولايات المتحدة (alaska)، والصندوق السيادي النيوزيلاندي، ويليه 10 صناديق تحقق 9 من 10 على سلم المؤشر كما هي مبينة في الشكل، ثم تأتي 5 صناديق تحقق 8 من 10 على سلم المؤشر، وبالتالي فهذه الصناديق تعتبر شفافة وفقاً لهذا المؤشر، أما باقي الصناديق السيادية فتعتبر غير شفافة لأنها لا تحقق ما يعادل 8 من 10 درجات على سلم المؤشر.

المبحث الثالث: واقع استثمارات صناديق الثروة السيادية

إن بروز صناديق الثروة السيادية على الساحة المالية الدولية في ظل التوقعات التي يمكن أن تصل إليها أصول هذه الأخيرة جعلها حديث العام والخاص، وبما أن غالبية صناديق الثروة السيادية هي من دول نامية زاد من شدة التخوفات تجاه استثماراتها، وسنحاول في هذا المبحث تسليط الضوء على المواقف الدولية التي برزت تجاه استثمارات صناديق الثروة السيادية، وكذلك أهم استثمارات هذه الصناديق أثناء أزمة الرهن العقاري، بالإضافة إلى بعض التجارب الدولية لصناديق ثروة سيادية.

المطلب الأول: المواقف الدولية من استثمارات صناديق الثروة السيادية

في صيف 2007 وطيلة سنة 2008، احتدم النقاش العام حول صناديق الثروة السيادية أكثر بفعل ما بدا أنه تحول في معادلة القوة الجغرافية-الاقتصادية من الغرب إلى الشرق، وخاصة صناديق الثروة السيادية التي أنشأتها الدول النامية وكذلك استحوذت هذه الصناديق على حصص كبيرة في المؤسسات المالية الغربية خاصة في سنتي 2007 و2008،¹ وبسبب العديد من العوامل برزت مواقف دولية تجاه استثمارات صناديق الثروة السيادية، ولعل أهم هذه العوامل نجد ما يلي:²

- الطبيعة الاستراتيجية الكامنة في استثمارات هذه الصناديق والطموحات الجيوسياسية لمالكها والأخطار المحتملة على الأمن القومي خاصة وأن بعض هذه الصناديق مملوك لدول ذات نظم سياسية من الصعب مراقبتها؛
- عدم تطابق إدارات هذه الصناديق مع مبادئ الحكم الراشد أو الحوكمة والشفافية وتأثيرات ذلك على تطورات الأسواق والانكشاف التجاري للدول الصناعية الكبرى، ذلك أن هذه الصناديق تفتقر إلى الإطار القانوني بخلاف المستثمرين المؤسسين، ومن شأن ذلك أن يهز أسس المنطق الرأسمالي والحر للأسواق الذي يتناقض مع سيطرة الدولة على ملكية الأصول.

وانطلاقاً من هذه العوامل فرادى أو مجتمعة، اتخذت العديد من الدول والمنظمات مواقف من استثمارات هذه الصناديق خاصة وأنها باتت تؤثر على النظام المالي الدولي، ومن هذه المواقف نجد:³

¹ سليمان فرحات زواري، دور صناديق الثروة السيادية في ظل الأزمة المالية العالمية الراهنة (دراسة مقارنة لحالة الجزائر والنرويج)، مرجع سابق، ص: 37.

² سفين برينت، حين يتكلم المال: صناديق الثروة السيادية العربية في خطاب العولمة، مركز كارنيغي للشرق الأوسط، العدد 12، أكتوبر 2008، ص: 5.

³ عبد المجيد قدي، مرجع سابق، ص ص: 6.5.

1. **الموقف السويسري:** اتخذ المجلس الفدرالي السويسري في 30 جانفي 2008 قرارا بالمراقبة الدقيقة لنمو صناديق الثروة السيادية، وقدر بأنه ليس من المستعجل وضع تدابير تشريعية خاصة بها، ونصح المصالح الفدرالية بالمساهمة في المناقشات الجارية على المستوى الدولي والمتعلقة بوضع معايير الشفافية والممارسات التجارية لهذه الصناديق.
2. **الموقف الفرنسي:** قامت الجمعية الوطنية الفرنسية بدراسة واعية للصناديق السيادية وأصدرت بشأنها نصا تم إقراره في 30 جويلية 2008، تضمن ما يلي:
 - دعوة الدول الأعضاء في اللجنة الأوروبية إلى تقديم مساهمات مشتركة في أعمال التفكير الجارية في إطار صندوق النقد الدولي حول إعداد قواعد بالممارسات السليمة لصناديق الثروة السيادية؛
 - يعتبر من الأمور الإيجابية تخصيص الدول المالكة للصناديق جزءا هاما من عوائدها ومواردها للتنمية المحلية، مع ضرورة إبقاء هذه الاستثمارات مفتوحة على الشركاء الدوليين؛
 - يعتبر من الضروري في ظل استثمار هذه الصناديق في دول الإتحاد الأوروبي، أن تتحمل دول الإتحاد مسؤولية تحديد وتعريف أساليب مواجهة الاستثمارات التي تمس المؤسسات أو القطاعات الاستراتيجية بهدف استكمال التشريعات الوطنية التي لا تتوافق مع القواعد الأوروبية للمنافسة.
3. **الموقف الإيطالي:** أعلن وزير الخارجية الإيطالي بعد عودته من الإمارات العربية المتحدة بأنه يرحب بمشاركة صناديق الثروة السيادية العربية والأجنبية بحصة لا تتجاوز 5% من رأسمال الشركات أو البنوك الإيطالية بشرط ألا تكون تلك المؤسسات مدرجة ضمن لائحة المؤسسات الاستراتيجية للدولة، وفي سياق ذلك شكلت إيطاليا لجنة مكونة من وزراء الاقتصاد والمالية ووزراء الخارجية والهيئات الأخرى المهتمة بالاستثمار والسوق المالية لدراسة الطلبات المتعلقة باستثمارات صناديق الثروة السيادية والحرص على شفافيتها.
4. **موقف الإتحاد الأوروبي:** بلورت هيئات الإتحاد الأوروبي موقفا مشتركا من صناديق الثروة السيادية يقوم على:
 - السعي المشترك لتحديد القطاعات الحساسة والاستراتيجية المحمية واعتماد مفهوم موحد للأمن الاقتصادي؛
 - دعم دور صناديق رأس المال المخاطر الداعمة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الاستراتيجية وتوفير الظروف الملائمة لتعبئة متزايدة للادخار الوطني لتمويل المؤسسات؛
 - اعتماد مبدأ المعاملة بالمثل بالضغط على الدول المالكة لصناديق الثروة السيادية لانفتاح أكبر أمام استثمارات الدول الأخرى؛
 - إجبار صناديق الثروة السيادية على التزام مجموعة من قواعد السلوك (شفافية، حوكمة،...)
 - إجبار صناديق الثروة السيادية على أن تكون مسؤولة أمام الهيئات الدولية.

5. موقف الولايات المتحدة الأمريكية: تتطلب مساهمات صناديق الثروة السيادية موافقة لجنة الاستثمارات الخارجية، ولقد عملت الولايات المتحدة الأمريكية على الاجتماع بممثلي صناديق الثروة السيادية لسنغافورة وأبو ظبي بهدف إقرار إعلان مشترك يحدد المبادئ الواجب احترامها من طرف هذه الصناديق، وهي :

- التصريح بأن المحرك الرئيسي لاستثمارات صناديق الثروة السيادية هو دافع تجاري فقط؛
- النشر السنوي لوضع الاستثمارات وتخصيص الأصول؛
- نشر أهداف استثمار صناديق الثروة السيادية؛
- نشر تشريعات البلدان المنشأة لصناديق الثروة السيادية وتلك المتعلقة بمراقبتها؛
- اعتماد ونشر سياسة تسيير المخاطر؛
- الالتزام بالمنافسة العادلة مع القطاع الخاص؛
- احترام معايير البلد المتلقي لاستثمارات صناديق الثروة السيادية.

6. موقف المنظمات الدولية¹: إن أبرز الانشغالات التي طرحتها أو أبدتها المنظمات الدولية كصندوق النقد الدولي والبنك الدولي تجاه صناديق الثروة السيادية تمثلت في عدم التزامها بقواعد المسائلة والإفصاح والتخوف من استغلال هذه الصناديق لأغراض سياسية وبالتالي حاولت هذه المنظمات بالتنسيق مع الدول المالكة لهذه الصناديق وضع قواعد وتنظيمات لتحسين حوكمة هذه الصناديق والتقليل من المخاوف والشكوك التي تراود البلدان المتلقية لاستثمارات هذه الصناديق.

7. موقف المؤسسات المالية الأخرى²: إن ظهور صناديق الثروة السيادية في الساحة المالية الدولية يجعلها منافسا قويا للمؤسسات المالية الأخرى كصناديق التقاعد ومؤسسات التأمين... إلخ، أما الانشغال الذي طرحته المؤسسات المالية هو تخوفها من حصول صناديق الثروة السيادية على امتيازات غير عادية في البلدان المتلقية لاستثماراتها وبالتالي الإخلال بعنصر المنافسة، هذا من جهة، ومن جهة أخرى التخوف من سعي صناديق الثروة السيادية إلى التأثير على حيوية ونشاط الأسواق المالية من خلال الاحتكار والتحكم في تسعير الأصول المالية.

¹ نبيل بوفليح، دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية الواقع والاتفاق مع الإشارة إلى الجزائر، مرجع سابق، ص:100.

² المرجع نفسه، ص: 100.

المطلب الثاني: استثمارات صناديق الثروة السيادية في ظل أزمة الرهون العقارية 2008

سننترق في هذا المطلب إلى أسباب أزمة الرهون العقارية وكذلك إلى أهم الاستثمارات والتدخلات التي قامت بها بعض الصناديق السيادية في ظل هذه الأزمة .

أولاً: أسباب أزمة الرهون العقارية 2008

تعد أزمة الرهون العقارية أول وأخطر أزمة تواجه الاقتصاد العالمي مع مطلع القرن الواحد والعشرون ونشأت الأزمة بالولايات المتحدة الأمريكية في صيف 2007، لتتحول إلى أزمة مالية واقتصادية عالمية مع نهاية 2008 وبداية سنة 2009، وترجع أسباب هذه الأزمة إلى الولايات المتحدة الأمريكية وحدها على الرغم من ارتباط معظم اقتصاديات دول العالم بالاقتصاد الأمريكي.¹

وترجع بدايات الأزمة المالية العالمية إلى الرهون العقارية التي نتج عنها انخفاض في أسعار العقارات ومن ثم عدم قدرة الأفراد محدودي الدخل على سداد ما عليهم من ديون، والتي انعكست على البنوك المانحة للقروض بضمانات هشة،² إلا أن هناك بعض الباحثين يرجعون أسباب الأزمة إلى عدة أحداث سابقة انتهت بانفجار فقاعة العقارات في الولايات المتحدة. ويمكن إجمال أسباب أزمة الرهون العقارية في النقاط التالية:³

- انخفاض أسعار الفائدة في الفترة ما بين 2001 و2006 في الولايات المتحدة الأمريكية نتيجة التخوف من الركود الاقتصادي، إذ قام البنك الاحتياطي الفدرالي بتخفيض مؤشر أسعار فائدة الإقراض بين البنوك (feed rate) أكثر من عشر مرات سنة 2001 وحدها، وذلك من 6% في جانفي 2001 إلى 1.75% في ديسمبر من نفس السنة، مما أدى إلى ارتفاع الطلب على القروض بمختلف أنواعها؛

- حصول تحول في الاستثمار والإنفاق لصالح القطاع العقاري والإسكاني على حساب القطاعات الأخرى كقطاع التكنولوجيا، فانخفاض أسعار الفائدة أدى إلى ارتفاع طلب العائلات الأمريكية على العقارات وبالتالي ارتفاع أسعار المنازل بنسب متفاوتة خلال الفترة من سنة 2001 إلى سنة 2003 ومن هنا قامت الشركات العقارية والجهات الأخرى المانحة للقروض بتخفيض معايير منح القروض للسكان ذوي الدخل المحدودة والمخاطر المرتفعة والسجلات الائتمانية الضعيفة أو الغير معروفة؛

¹ مفتاح صالح، الأزمة المالية العالمية، أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد الثامن، ديسمبر 2010، ص: 1.

² سليمان فرحات زواري، دور صناديق الثروة السيادية في ظل الأزمة المالية العالمية الراهنة (دراسة مقارنة لحالة الجزائر والنرويج)، مرجع سابق، ص: 82.

³ نبيل بوفليح، دور صناديق الثروة السيادية في معالجة الأزمة المالية والاقتصادية العالمية، مرجع سابق، ص: 93، 94.

الفصل الثاني: صناديق الثروة السيادية كآلية لإدارة الفوائض المالية النفطية

- ارتفاع حالات عدم السداد وكذلك ارتفاع حالات الحجز على الرهون العقارية؛
- حدوث انفجار في فقاعة أسعار العقار، حيث بعد الارتفاعات المذهلة التي عرفت أسعار المنازل بدأت بالانخفاض السريع، وارتفعت معها نسب حالات التخلف عن السداد وارتفعت كذلك حجوزات الرهون العقارية من طرف الشركات العقارية والجهات المقرضة الأخرى، لكن المشكلة كانت في عدم تغطية أسعار المنازل المحجوزة للقروض الممنوحة إلى العائلات المتخلفة عن السداد؛
- توريق الديون العقارية وبيعها في الأسواق المالية حيث أصبحت القروض العقارية المرهونة بالعقار والقروض المتعثرة على شكل سندات قابلة للتداول؛
- زد إلى ذلك قيام مؤسسات التصنيف الائتماني بتصنيف السندات العقارية تصنيفا مرتفعا، نظرا إلى أنها صادرة عن بنوك ومؤسسات مالية أخرى قوية، مما نتج عنه تجاهل كبير للمخاطر العالية من طرف البنوك، وبعد ذلك توالى حالات تعثر البنوك والعديد من المؤسسات المالية أخرى وحتى العريقة منها.

ثانيا: مساهمة صناديق الثروة السيادية في أزمة الرهون العقارية 2008

بالرغم من خطط الإنقاذ التي اتبعتها العديد من دول العالم والمنظمات الدولية للحد من الأزمة إلا أن تدخل صناديق الثروة السيادية كان له أثر كبير من خلال استثمارها في العديد من المؤسسات المالية والشركات والبنوك المتعثرة الناشطة في السوقين الأوروبية والأمريكية، والجدول الموالي يوضح لنا بعض تدخلات واستثمارات صناديق الثروة السيادية أثناء أزمة الرهون العقارية.

جدول رقم(2-5): تدخلات بعض صناديق الثروة السيادية ما بين(2007- الربع الأول من 2008)

نسبة الاستثمار (%)	قيمة الاستثمار - مليار دولار -	الشركة المستهدفة	إسم صندوق الثروة السيادي
8.6	9.8	UBS	شركة الاستثمار سنغافورة
4.9	7.6	Citigroup	جهاز الاستثمار لأبو ظبي
4.4	6.9	Citigroup	شركة الاستثمار سنغافورة
9.5	5.1	MGM Mirage	شركة الاستثمار لدبي
9.9	5.0	Morgan stanley	شركة الاستثمار الصينية
11.3	5.0	Merril lynch	TEMASEK - سنغافورة-
25.0	3.7	Sainsbury	هيئة الاستثمار - قطر -

الفصل الثاني: صناديق الثروة السيادية كآلية لإدارة الفوائض المالية النفطية

7.0	3.4	Merril lynch	هيئة الاستثمار الكويت (KIA)
3.1	3.0	Barclays	بنك التنمية الصيني
10.0	3.0	Blackstone	شركة الاستثمار الصينية
28.0	3.0	London stock exchange	شركة الاستثمار لدبي
8.3	2.8	China eastern air	TEMASEK - سنغافورة-
1.6	2.8	Total	SAFE - الصين-
1.0	2.0	British petroleum	SAFE - الصين-
4.3	2.0	Merril lynch	شركة الاستثمار - كوريا-
1.8	2.0	Barclays	TEMASEK - سنغافورة-
20.0	2.0	London stock exchange	هيئة الاستثمار - قطر -
5.4	2.0	Standard shartered	TEMASEK - سنغافورة-
1.6	1.8	UBS	" استثمارات من الشرق الاطوسط" غير معطن عنها
7.5	1.4	Carlyle group	جهاز الاستثمار لأبو ظبي
9.9	1.3	Och-ziff capital management	شركة الاستثمار لدبي
100	1.2	Mauser group	شركة الاستثمار لدبي
100	1.2	Alliance medical	شركة الاستثمار لدبي
100	1.0	Mayer melbourne	شركة الاستثمار سنغافورة
6.0	1.0	Bear stearns	صندوق الأمن الاجتماعي الوطني
19.9	1.0	Nasdaq	Borse - دبي -
2.7	1.0	Standard shartered	شركة الاستثمار لدبي
100	1.0	Almatis	شركة الاستثمار لدبي
100	1.0	Merril lynch financial center	شركة الاستثمار سنغافورة
100	0.9	Barney's new york	شركة الاستثمار لدبي
3.1	0.8	EADS	شركة الاستثمار لدبي
100	0.8	Hawks town	شركة الاستثمار سنغافورة
2.9	0.8	ICICI bank Ltd	شركة الاستثمار لدبي

الفصل الثاني: صناديق الثروة السيادية كآلية لإدارة الفوائض المالية النفطية

100	0.7	Tokyo westin	TEMASEK - سنغافورة -
8.0	0.6	Advanced micro devices	"mubadala" الإمارات العربية
50.0	0.6	WestQuay shopping center	شركة الاستثمار سنغافورة
1.0	0.5	Sony	شركة الاستثمار لدبي
10.0	0.5	OMX	هيئة الاستثمار - قطر -
3.0	0.3	British land	شركة الاستثمار سنغافورة
100	0.3	Metropol hotel	شركة الاستثمار لدبي
100	0.2	Kungshuset	شركة الاستثمار سنغافورة
0.3	0.2	Commonwealth bank of australia	SAFE - الصين -
0.3	0.2	Australia and New zealand banking group	SAFE - الصين -
0.3	0.2	National australia bank	SAFE - الصين -
50.0	0.1	Roma east shopping center	شركة الاستثمار سنغافورة
9.4	0.1	9You online games	TEMASEK - سنغافورة -
	91.5	المجموع	

Source : Roland Beck and Michael Fidora, The Impact of Sovereign Wealth Funds on Global Financial Markets, occasional paper series N° 91, European Central Bank, July 2008, p : 11.

نلاحظ من الجدول (2-5) أعلاه أن جميع صناديق الثروة السيادية هي صناديق أسبوية تعود ملكيتها للصين وسنغافورة وقطر والإمارات العربية والكويت وكوريا، وأن إجمالي الاستثمارات في المؤسسات الأوروبية والأمريكية بلغ 91.5 مليار دولار أمريكي.

ولقد تعرضت صناديق الثروة السيادية في أنحاء العالم من جراء الأزمة المالية العالمية إلى خسائر تتراوح ما بين 500 و750 مليار دولار، بحيث تقلص إجمالي الأصول من 3 تريليون دولار إلى 2.3 و2.5 تريليون دولار في غضون اثنتا عشر شهرا حسب تقدير مؤسسة "مورغان ستانلي" ولقد كانت هناك العديد من التوقعات بشأن أصول صناديق الثروة السيادية فلقد توقعت مؤسسة "مورغان ستانلي" بأن تصل إلى 9.7 تريليون دولار سنة 2015، أما "دويتش بانك" فتوقعت أن تصل أصول صناديق الثروة السيادية إلى 10 تريليون دولار سنة 2015¹. إلا أن كل هذه التوقعات لم تكن في محلها فلم تتجاوز موجودات صناديق الثروة السيادية عتبة الـ8 تريليون دولار في فيفري 2015.

¹ سفين بيرينت، صناديق الثروة السيادية الخليجية: إدارة الثروة في زمن الاضطراب، استشرافات في السياسة، مؤسسة كارنيغي للسلام الدولي، فيفري 2009، ص: 2.

المطلب الثالث: بعض التجارب الدولية في مجال صناديق الثروة السيادية

سنتطرق في هذا المطلب إلى تجربتين دوليتين في مجال صناديق الثروة السيادية وهما تجربة سنغافورة وتجربة الإمارات العربية المتحدة.

أولاً: تجربة سنغافورة "TEMASEK"

تم إنشاء صندوق الثروة السيادي "TEMASEK" في 25 جوان سنة 1974 بسنغافورة في قارة آسيا،¹ وهو صندوق ثروة سيادي غير نفطي، وبلغ حجم أصوله حسب معهد صناديق الثروة السيادية 177 مليار دولار أمريكي في فيفري 2015 (أنظر الجدول رقم (2-1))، وتحمل إدارة الصندوق شعار "نحن نستثمر للأجيال القادمة" وبمرور سنة 2014 أصبح عمر الصندوق 40 عاماً، يبلغ عدد الموظفين في الصندوق 490 موظف منهم 20% من خارج سنغافورة وقدموا من 29 دولة مختلفة، يتحلون بروح المسؤولية والعمل الجماعي تحت عدة شعارات مثل "MAD" وترمز إلى "Make A Difference" وتعني بالعربية "اصنع الفارق" وكذلك شعار "a home away from home" وتعني "منزل بعيد عن الديار" ويعتقدون بأن "TEMASEK" هو منزلهم، أما فيما يخص مبدأ عمل الصندوق فهي كلمة باللغة الإنجليزية "MERITT" يرمز كل حرف من هذه الكلمة إلى "Meritocracy" و"excellence" و"Respect" و"Integrity" و"teamwork" و"Trust" وتعني بالعربية "الجدارة" و"الامتياز" و"الاحترام" و"النزاهة" و"العمل الجماعي" و"الثقة" على التوالي.²

أما من حيث أصول الصندوق ففي ظرف عشر سنوات ارتفع حجم أصوله بـ133 مليار دولار سنغافوري، حيث كانت أصول الصندوق سنة 2004 تقدر بـ90 مليار دولار سنغافوري وأصبحت تقدر بـ223 مليار دولار سنغافوري في 31 مارس 2014، كما هي مبينة في الجدول الموالي:

جدول رقم (2-6): تطور حجم أصول صندوق "TEMASEK" من 2004-2014

السنوات	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
حجم الأصول "مليار دولار سنغافوري"	90	103	129	164	185	130	186	193	198	215	223

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد:

-TEMASEK, the TEMASEK review, 2014, p :6.

¹ TEMASEK, on web site : «www.temasek.com.sg», in 23/03/2015, at 17 :30.

² TEMASEK, the TEMASEK review, 2014, PP : 36-38.

الفصل الثاني: صناديق الثروة السيادية كآلية لإدارة الفوائض المالية النفطية

نلاحظ من الجدول أن أصول الصندوق ترتفع بداية من سنة 2004 حتى تبلغ 185 مليار دولار سنغافوري سنة 2008، ثم تنخفض إلى 130 مليار دولار سنغافوري وذلك بسبب أزمة الرهون العقارية التي شهدتها العالم سنة 2008، ثم تعود إلى الارتفاع مجددا في سنة 2010 لتصل إلى 193 مليار دولار سنغافوري، وتستمر في الارتفاع حتى تبلغ 223 مليار دولار سنغافوري سنة 2014 أي ما يعادل 177 مليار دولار أمريكي.

وتتوزع محفظة صندوق "TEMASEK" من حيث المناطق الجغرافية والقطاعات كالآتي:

1. من حيث المناطق الجغرافية: تتوزع محفظة الصندوق حسب المناطق الجغرافية كالآتي:

جدول رقم (2-7): توزع محفظة صندوق "TEMASEK" جغرافيا

سنة 2014 (%)	سنة 2013 (%)	المناطق الجغرافية
41	41	قارة آسيا- ماعدا سنغافورة-
31	30	سنغافورة
14	12	شمال أمريكا وأوروبا
10	13	أستراليا ونيوزيلاندا
2	2	أمريكا اللاتينية
2	2	إفريقيا وآسيا المركزية والشرق الأوسط

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد:

- TEMASEK, op-cit :9.

نلاحظ من الجدول (2-7) أن غالبية الأصول تتركز في آسيا فنجد ما نسبته 72% من الأصول سنة 2014 (قارة آسيا-ماعدا سنغافورة- وسنغافورة) في حين تتوزع باقي الأصول في باقي دول العالم وكما نلاحظ أنها منخفضة في كل من إفريقيا وأمريكا اللاتينية والشرق الأوسط ووسط آسيا، نلاحظ من الجدول أيضا تراجع نسبة الأصول الموزعة في أستراليا ونيوزيلاندا بـ3% وارتفاع نسبة الأصول الموزعة في شمال أمريكا وأوروبا بـ2% في سنة 2014، مقارنة بسنة 2013.

2. من حيث القطاعات: تتوزع محفظة الصندوق حسب القطاعات كما هي مبينة في الجدول الموالي:

جدول رقم (2-8): توزع محفظة الصندوق "TEMASEK" حسب القطاعات

سنة 2014 (%)	سنة 2013 (%)	القطاعات
30	31	الخدمات المالية
23	24	الاتصالات والإعلام والتكنولوجيا
20	20	النقل والتصنيع
14	12	العلوم الحية والمستهلك

الفصل الثاني: صناديق الثروة السيادية كآلية لإدارة الفوائض المالية النفطية

6	6	الطاقة والموارد
7	7	أخرى

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد:

- TEMASEK, op-cit, p :9.

نلاحظ من الجدول رقم(2-8) أن قطاع الخدمات المالية يحظى بأعلى نسبة من توزيع الأصول حسب القطاعات في سنتي 2013 و 2014 وإن عرفت انخفاضا طفيفا سنة 2014 بـ1% ويحل في المرتبة الثانية قطاع التكنولوجيا والاتصالات والإعلام والذي عرف هو الآخر انخفاضا بمقدار 1% في سنة 2014 مقارنة بسنة 2013، في حين تتوزع باقي الأصول على القطاعات الأخرى كما هو مبين في الجدول، مع ارتفاع نسبة الأصول الموزعة في قطاع العلوم الحية والمستهلك بمقدار 2% في سنة 2014 مقارنة بسنة 2013، في حين تبقى نسب باقي القطاعات ثابتة في كلا السنتين.

أما من حيث الشفافية والحوكمة فصندوق "TEMASEK" يحتل مراتب متقدمة، فحسب مؤشر الشفافية الصادر عن معهد صناديق الثروة السيادية الذي تطرقنا له سابقا فإن الصندوق يحقق 10 من 10 درجات على سلم التنقيط في الربع الأخير من سنة 2014 وهو بالتالي يعتبر صندوقا شفافا حسب مبدأ عمل المؤشر (أنظر الشكل رقم(2-3))، أما حسب مؤشر الامتثال لمبادئ سانتياغو لسنة 2014 (أنظر الجدول رقم(2-3)) فيصنف في الدرجة "B" ويمتثل امتثالا على نطاق واسع لمبادئ سانتياغو حسب الهيئة المنشأة لهذا المؤشر "GEOECONOMICA".

ثانيا: تجربة الإمارات العربية المتحدة "mubadala"

تأسست شركة مبادلة للتنمية سنة 2002 من قبل حكومة أبو ظبي،¹ وهو صندوق ثروة سيادي نفطي، وبلغ حجم أصوله 60.9 مليار دولار أمريكي في فيفري 2015 حسب معهد صناديق الثروة السيادية (جدول رقم(2-1))، وتهدف شركة مبادلة للتنمية إلى تسهيل وتفعيل عمليات التنويع الاقتصادي في إمارة أبو ظبي ويترأس مجلس إدارة الشركة محمد بن زايد آل نهيان ولي عهد أبو ظبي ونائب القائد الأعلى للقوات المسلحة، وتعد الشركة مستثمرا نشطا في قطاعات ومناطق جغرافية تمتلك إمكانات متميزة لتحقيق عائدات مجزية وتعمل الشركة مع العديد من المؤسسات والشركات العالمية الرائدة وتتشط شركة مبادلة في أكثر من 12 قطاعا حول العالم ويبلغ عدد موظفيها أكثر من 33.000 موظف.² والجدول الموالي يوضح لنا تطور أصول شركة مبادلة للتنمية من سنة 2008-2013.

¹ مبادلة " mubadala"، على الموقع الإلكتروني: « <http://www.mubadala.com/ar/index> »، أطلع عليه يوم 2015/03/16، على الساعة 21:15.

² المرجع نفسه، أطلع عليه يوم 2015/03/17، على الساعة 16.30.

الفصل الثاني: صناديق الثروة السيادية كآلية لإدارة الفوائض المالية النفطية

جدول رقم(2-9): تطور أصول شركة مبادلة من 2008-2013

السنوات	2008	2009	2010	2011	2012	2013
إجمالي الأصول "مليار درهم إماراتي"	50.4	88.9	101.5	177.1	202.8	223.8

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد :

- مبادلة، التقرير السنوي، 2010، ص: 2.

- مبادلة، التقرير السنوي، 2012، ص: 9.

نلاحظ من الجدول(2-9) أن أصول شركة مبادلة بدأت في التحسن بعد سنة 2008 و 2009 إذ بلغت سقف 100 مليار درهم إماراتي سنة 2010 وتجاوزت سقف 200 مليار درهم إماراتي سنة 2012 ولقد حققت شركة مبادلة كل هذا في ظرف 10 سنوات من تاريخ إنشائها حتى سنة 2012 والذي واكب الطفرة النفطية الأخيرة والتي عرفها العالم انطلاقاً من سنة 2002.

وتتوزع محفظة شركة مبادلة من حيث المناطق الجغرافية ومن حيث القطاعات إلى:

1. من حيث المناطق الجغرافية: تتوزع كالتالي:

جدول رقم(2-10): توزع أصول شركة مبادلة حسب المناطق الجغرافية لسنة 2010

النسبة المئوية(%)	المناطق الجغرافية
3.37	إفريقيا
0.39	وسط آسيا
7.16	أوروبا
65.99	الشرق الأوسط
20.12	أمريكا الشمالية
2.97	جنوب شرق آسيا

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على:

- مبادلة، التقرير السنوي، 2010، مرجع سابق، ص: 03.

نلاحظ من الجدول رقم(2-10) أن نسبة توزع أصول شركة مبادلة في الشرق الأوسط كبيرة مقارنة بباقي المناطق الأخرى حيث تقدر بـ 65.99% من إجمالي الأصول عام 2010 والتي قدرت بـ 101.5 مليار درهم إماراتي، في حين قدرت نسبة الأصول في أمريكا الشمالية بـ 20.16% من إجمالي الأصول، ويتوزع الباقي على كل من وسط آسيا وأوروبا وإفريقيا وجنوب شرق آسيا بـ 0.39% و 7.16% و 3.37% و 2.97% على التوالي.

2. من حيث القطاعات: تتوزع كآلاتي:

جدول رقم(2-11): توزع أصول شركة "مبادلة" حسب القطاعات لسنة 2010

النسبة المئوية(%)	القطاعات
6	تكنولوجيا الاتصالات والمعلومات
8	صناعة الطيران
16	العقارات والضيافة
19	الاستثمارات المالية
14	المؤسسية
15	الطاقة
5	البنية التحتية
8	الرعاية الصحية
8	مشاريع خدمية
10	الصناعة

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على:

- مبادلة، التقرير السنوي، 2010، مرجع سابق، ص: 3.

نلاحظ من الجدول رقم(2-11) أن قطاعات العقارات والضيافة والاستثمارات المالية والمؤسسية وقطاع الطاقة تحظى بالنسب الأعلى من توزع الأصول، وكذلك قطاع الصناعة الذي يحوز على نسبة تقدر بـ10% من توزع الأصول، أما باقي القطاعات فتحوز على نسبة تقدر في الإجمالي بـ35% من توزع الأصول، ويعتبر صندوق مبادلة للتنمية صندوقاً شفافاً حسب إذ يحقق 10 من 10 درجات على سلم مؤشر معهد صناديق الثروة السيادية للربع الأخير من سنة 2014 (أنظر الشكل رقم(2-3)).

خلاصة الفصل:

من خلال ما سبق يمكن القول بأن الدول التي تتكون لها فوائض مالية سواء كانت نفطية أو غير نفطية تسعى من خلال صناديق الثروة السيادية إلى إدارة هذه الفوائض بشكل يضمن ديمومتها وخاصة تلك المتأتية من موارد ناضبة، ورغم تطور صناديق الثروة السيادية خاصة من حيث حجم الأصول الإجمالي إلا أنها لم تصل إلى الحجم الذي كان من المتوقع أن تكون عليه سنة 2015، وأزمة الرهون العقارية من بين المعوقات التي جعلت من ذلك أمرا غير ممكنا، وكما رأينا أيضا أن صندوق المعاشات الحكومي الإجمالي لمملكة النرويج أكبر صندوق ثروة سيادي في العالم وأكثرهم شفافية وتطبيقا للمعايير الدولية كمبادئ سانتياغو.

وفي سبيل جعل من ظاهرة صناديق الثروة السيادية ووزنها وأثرها في النظام المالي الدولي والأسواق المالية الدولية إيجابيا من حيث استثمارات، سعت مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية بالتنسيق مع كل من صندوق النقد الدولي والدول المالكة لهذه الصناديق إلى طرح ما يعرف بمبادئ سانتياغو الطوعية، وكذلك اهتمام العديد من المؤسسات البحثية عن طريق إنشاء مؤشرات تقيس مدى شفافية هذه الصناديق وكذلك تقيس مدى امتثالها لمبادئ سانتياغو.

وتظل تجارب الدول النفطية العربية متواضعة خاصة من حيث الحوكمة والشفافية، بالرغم من خبرتها الطويلة في الصناعة النفطية مقارنة بدول أخرى.

الفصل الثالث:

مساهمة صندوق المعاشات

الحكومي العالمي في إدارة

الفوائض المالية النفطية

تمهيد:

تعد مملكة النرويج دولة نموذجاً في مجال إدارة الموارد النفطية، فبالرغم من كونها من كبار منتجي ومصدري النفط في العالم إلا أن اقتصادها قليل التأثير بهذه المادة إن لم يكن منعماً، وإذا تمعنا جيداً في اقتصاد مملكة النرويج نجده متنوعاً على عكس العديد من الدول الأخرى التي تزخر بثروة النفط، وبالتالي فإن النفط في اقتصاد مملكة النرويج نعمة وليس نقمة، وبما أن الثروة النفطية تتميز بالنضوب كان لزاماً على المملكة أن تجد آلية لاستثمار العائدات والفوائض المتأتية من جراء بيع سلعة النفط في السوق النفطية العالمية.

وفي مطلع التسعينات من القرن العشرين أنشأت مملكة النرويج صندوق ثروة سيادي مصدره النفط كآلية لإدارة فوائضها المالية النفطية على المدى الطويل والحفاظ عليها للأجيال القادمة وفقاً للمعايير المعاصرة في الحوكمة والشفافية، واستراتيجيات بعيدة المدى للاستثمار في الأسواق المالية الدولية، إذ أصبح اليوم تجربة رائدة في مجالي صناديق الثروة السيادية وإدارة الفوائض المالية النفطية.

ومن أجل تقييم أداء صندوق المعاشات الحكومي العالمي ذو الطبيعة الاستثمارية لا بد من تحليل النتائج المحققة لعدة سنوات ومدى أخذه بعين الاعتبار عاملي العائد والمخاطرة، وعليه سنقوم بتحليل تطور العائد على الاستثمار للصندوق في الفترة ما بين 1998 و2014، كما سنتطرق إلى أهم المخاطر التي قد يتعرض لها الصندوق وأساليب قياسها وإدارتها، ومن ثم تقييم الصندوق تقييماً شاملاً.

وعليه سنتطرق في هذا الفصل إلى:

- **المبحث الأول:** مقومات اقتصاد مملكة النرويج؛
- **المبحث الثاني:** عرض صندوق المعاشات الحكومي العالمي؛
- **المبحث الثالث:** تقييم صندوق المعاشات الحكومي العالمي.

المبحث الأول: مقومات اقتصاد مملكة النرويج

من بين عوامل قوة مملكة النرويج الاقتصادية موقعها الجغرافي الذي لا غنى عنه إذ تقع في قارة أوروبا والتي يعرف عن جميع دولها أنها أكثر دول العالم تقدماً وازدهاراً في عالمنا اليوم على جميع الأصعدة، وكذلك إطلالتها على العديد من الجهات المائية الهامة وتضاريسها الوعرة وتنوع بيئتها النباتية والحيوانية البرية والبحرية ولعل أهمها الثروة السمكية الهائلة، ومنذ اكتشاف النفط في مملكة النرويج في بحر الشمال بعد عدة سنوات من البحث والتنقيب غير مصير المملكة التي أصبحت من أهم الفاعلين في السوق النفطية سواء كدولة منتجة أو مصدرة للنفط حيث أصبحت أكثر دول العالم كفاءة من حيث استخدامها لمصادرنا الطبيعية، وهذا ما سنحاول التطرق إليه في هذا المبحث.

المطلب الأول: نظرة عامة حول مملكة النرويج

سننتظر في هذا المطلب إلى عموميات حول مملكة النرويج كالموقع والمناخ والسكان وكذلك النظام السياسي السائد في مملكة النرويج.

أولاً: الموقع الجغرافي

تقع مملكة النرويج (Norway kingdom) شمال غرب قارة أوروبا بالقرب من المحيط المتجمد الشمالي، يحيط بها بحر الشمال والمحيط الأطلسي الشمالي، وتشارك في الحدود مع كل من روسيا وفنلندا، تحدها من الشرق السويد ومن الجنوب مضيق سكاتراك وبحر الشمال ومجموعة الجزر التي تفصلها عن الدانمارك، ومن الغرب المحيط الأطلسي ويسمى كذلك بحر النرويج (أنظر الملحق رقم (1))¹، والنرويج هي ثالث الدول الإسكندنافية إلى جانب كل من الدانمارك والسويد²، وتبلغ مساحة مملكة النرويج 385175 كلم²، وعاصمتها أوسلو (Oslo)³.

ثانياً: المناخ

يؤثر موقع مملكة النرويج في أحوالها المناخية فيطول النهار في الصيف ويحدث العكس في الشتاء، وتظهر اختلافات حادة بين الصيف والشتاء فيها، وتزيد الطبيعة الجبلية من شدة البرودة وبالعكس ذلك فإن تيار الخليج الدافئ يساعد على رفع درجات الحرارة وتمتاز المناطق الساحلية باعتدال

¹ أمانة محمد علي، مقومات نجاح النظام السياسي النرويجي، مجلة دراسات دولية، مركز الدراسات الدولية - جامعة بغداد -، العدد الخامس والأربعون، ص: 107.

² رزاق حسن الحلفي، النرويج بين نمو الرفاهية الاقتصادية والتلوث البيئي، مذكرة ماجستير، الأكاديمية العربية المفتوحة في الدانمارك، 2008، ص: 27.

³ وقائع موجزة عن النرويج، وزارة الخارجية النرويجية، أوسلو، مارس 2014، ص: 6.

الطقس صيفا وسقوط أمطار غزيرة التي لها تأثير مباشر في تنوع أنماط النبات، حيث تكثر الغابات والحشائش والطحالب، وبالتالي فإن الموقع المتطرف لمملكة النرويج من جهة والعزلة التي تفرضها الطبيعة الجبلية الثلجية في معظم المناطق النرويجية والمناخ القاسي والمثلج معظم أيام السنة له أثره على الفرد النرويجي من الناحية الشخصية التي تتمتع بالاستقلالية في نمط المعيشة والاهتمامات الوطنية والدولية.¹

ثالثا: السكان

بلغ عدد سكان مملكة النرويج 5.109.056 ملايين نسمة في جانفي 2014،² ويوجد في النرويج سكان أصليون من الصام وخمس أقليات وهم اليهود والكفين والروم(العجر)، والشعب الروماني(التاتير/الرحالة)، والفرننديون، ولقد استوطنت قبائل الفايكنغ مملكة النرويج في مرحلة ما قبل الميلاد وكانوا محاربين أشداء وسيطروا على مناطق عديدة من القارة الأوروبية، وتعد النرويج من الدول قليلة الكثافة السكانية بالنظر إلى مساحتها وذلك راجع لعدة أسباب أهمها قساوة المناخ وتضاريسها الوعرة، ويتركز معظم سكان مملكة النرويج في المناطق الساحلية التي تكثر فيها السهول والتلال والتي تمتاز باعتدال مناخها، ويعيش أكثر نصف سكان مملكة النرويج في المدن ومدينة أوسلو أكثر المدن كثافة سكانية، ويتحدث النرويجيون اللغة النرويجية ولهجتين مختلفتين، وديانة أغلبية السكان المسيحية الأنجليكية اللوثرية(كما تعرف أيضا بكنيسة النرويج) وهي الكنيسة الأهم في البلاد إذ يتبعها حوالي 86% من البروتستانت، أما الكاثوليك فيشكلون 4.5%، والمسلمون 2%، وتمثل 1% السكان الذين يتبعون ديانات أخرى، أما 7.5% من السكان فديانتهم غير معروفة، والدستور النرويجي يقر بحرية الأديان لذلك يوجد في مدينة أوسلو أزيد من 30 جمعية ومسجد بين كبير وصغير.³

رابعا: النظام السياسي في مملكة النرويج

النظام السياسي في مملكة النرويج ملكي برلماني ديمقراطي، يحتفظ فيه الملك بسلطاته التي يمنحها له الدستور ومكانته التي حصل عليها بالوراثة، وحيث أن الشعب هو مصدر السلطة في النظام الديمقراطي فالسياسيون الذين انتخبهم الشعب هم الذين يحكمون البلاد، وحيث أن الديمقراطية تستهدف المساواة في الحقوق السياسية لذا فإن رأي الشعب يكتسب الأهمية في قبوله سياسة ما أو رفضها، حيث يتخذ القرارات بالأغلبية، وتتشكل الخارطة الإدارية من 19 إقليما إداريا، ويقوم النظام البرلماني في مملكة النرويج على أساس وجود برلمان منتخب من قبل الشعب ولمدة معينة ويرتكز على ثلاث

¹ أمانة محمد علي، مرجع سابق، ص: 107.

² وقائع موجزة عن النرويج، مرجع سابق، ص: 65.

³ أمانة محمد علي، مرجع سابق، ص: 108.

الفصل الثالث: مساهمة صندوق المعاشات الحكومي العالمي في إدارة الفوائض المالية النفطية

سلطات هي السلطة التشريعية والسلطة التنفيذية والسلطة القضائية وتعمل بالتعاون فيما بينها وبنظام الفصل بين السلطات بموجب الدستور الذي صدر سنة 1814، والذي تعود معظم فقراته إلى الدستور الفرنسي.¹

جدول رقم(3-1): معلومات عامة عن مملكة النرويج

إسم الدولة	المملكة النرويجية
النظام السياسي	ملكي دستوري وبرلمان ديمقراطي
البيت الملكي	ملك النرويج: هارالد الخامس ولد في 21 فيفري 1937 ملكة النرويج: سونيا ولدت في 4 جويلية 1937 ولي عهد مملكة النرويج: هوكون ولد في 20 جويلية 1973 الأميرة الملكية: ميته مارييت ولدت في 19 أوت 1973 أميرة مملكة النرويج: إنجريد ألكساندرا ولدت في 21 جانفي 2004 أمير مملكة النرويج: سفاره ماجنوس ولد في 3 ديسمبر 2005
عدد السكان	5.109.056 ملايين نسمة في جانفي 2014
اللغات الرسمية	اللغة الصامية: الصامية الشمالية، لولا الصامية، الصامية الجنوبية لغات أقليات: الكفينسك، الرماني، الروانس
الديانة	مسيحية بروتستانتية
الوحدة النقدية(العملة)	الكرونة النرويجية 1 أورو = 8.39 كرونة نرويجية في جانفي 2014 1 دولار أمريكي = 6.17 كرونة نرويجية في جانفي 2014

المصدر: وقائع موجزة عن النرويج، وزارة الخارجية النرويجية، أوسلو، مارس 2014، ص: 65.

ومما سبق يتوضح لنا أن النرويج تمتلك خصائص الدولة قوية الاقتصاد وذلك لحدودها الهامة وخاصة مع فنلندا وروسيا، وكذلك الخصائص الطبيعية الملائمة للزراعة وتربية الحيوانات، بالإضافة إلى إطلالتها على المحيط الأطلسي(بحر النرويج) على طول الشريط الساحلي وبحر الشمال الذي يقع بين كل من مملكة النرويج ومملكة الدانمارك، صف إلى ذلك غناها بالنفط والغاز وسنتطرق إلى ذلك لاحقا.

¹ أمنة محمد علي، مرجع سابق، ص: 123 .

المطلب الثاني: مكانة القطاع الغير نفطي في اقتصاد مملكة النرويج

تتمثل أهم القطاعات الغير نفطية في مملكة النرويج في كل من:

أولاً: القطاع الصناعي

تمكنت النرويج من تنمية اقتصادها بفضل التنمية الصناعية السريعة التي حدثت بعد الحرب العالمية الثانية، وذلك بفضل ما تملكه من موارد وخبرة وتقنية، فأصبحت في مصاف الدول الصناعية المتقدمة، فاشتهرت في مجال صناعة وبناء السفن وصيد وتعليب الأسماك وصناعة الخشب والورق والأدوات الكهربائية، وهي رائدة في مجال التقيب والبحث عن المعادن وصناعة الألمنيوم، فشرية "Norsk Hydro" التي تأسست سنة 1905 والمعروفة بأنشطتها في مجال الطاقة والأسمدة وصناعة الألمنيوم، وقعت أخيراً على اتفاقية إنشاء أكبر مصانع الألمنيوم في العالم مع دولة قطر، بتكلفة تقدر بـ3.5 مليار دولار كمرحلة أولى وطاقة إنتاجية تصل إلى 585 ألف طن سنوياً من الألمنيوم ابتداء من سنة 2009.¹ والجدول الموالي يبين الأنشطة الصناعية في مملكة النرويج.

جدول رقم (3-2): الأنشطة الصناعية في مملكة النرويج سنة 2011

قيمة الإنتاج		عدد العمال	عدد الشركات	الأنشطة الصناعية
النسبة (%)	مليون كرونة			
1.9	14422	5078	769	التعدين ومقالع الحجارة
21.8	163944	48128	2415	الأغذية والمشروبات والتبغ
0.9	7003	4585	1461	النسيج والملابس والجلود
3.4	25528	14241	2026	صناعة الأخشاب ومنتجاتها
2.2	16445	4885	86	صناعة الورق ومنتجاتها
1.4	10636	6614	1319	طبع واستنساخ التسجيلات
20.0	150411	13956	327	تكرير النفط، الصناعة الكيميائية والصيدلة
1.4	10204	4754	413	منتجات المطاط والبلاستيك
3.6	26905	10392	942	صناعة منتجات التعدين
8.9	66950	9655	160	صناعة المعادن

¹ رزاق حسن الحلفي، مرجع سابق، ص: 40.

الفصل الثالث: مساهمة صندوق المعاشات الحكومي العالمي في إدارة الفوائض المالية النفطية

5.8	44011	23672	2541	صناعة المنتجات المعدنية
5.2	39329	15999	783	صناعة المعلوماتية والمعدات الكهربائية
8.3	62109	19512	1378	الآلات والمعدات
1.2	8994	4069	183	الصناعات الهندسية الأخرى
7.5	56315	20008	496	بناء السفن وقواعد استخراج النفط
1.8	13507	9828	2069	صناعة الأثاث والصناعات الأخرى
4.7	35615	17647	2379	تصليح الآلات وتجهيزها
100.0	752362	233023	19747	الإجمالي

المصدر: وقائع موجزة عن النرويج، مرجع سابق، ص: 46 .

نلاحظ من الجدول رقم(3-2) أن كل من أنشطة تكرير النفط والصناعة الكيماوية والصيدلية والأغذية والمشروبات والتبغ من أكبر الصناعات في مملكة النرويج بإجمالي 41.8% من إجمالي الأنشطة الصناعية سنة 2011، ونلاحظ أيضا أن الأنشطة الصناعية متنوعة بما فيها الصيد و بناء السفن وصناعة الأثاث وكذلك قطع الأخشاب وصناعة الورق والتعدين ومقالع الحجارة والتي مصدرها الطبيعة والتي يوفرها موقع هذه الدولة الحيوي.

ثانيا: الزراعة وتربية المواشي

مملكة النرويج واحدة من بلدان الشمال الباردة بسبب موقعها الجغرافي وقربها من المحيط المتجمد الشمالي، حيث تتوقف الزراعة في فصل الشتاء بشكل تام لكل أنواع المنتجات الزراعية بالإضافة إلى التضاريس الوعرة التي يتميز بها هذا البلد والتي تعد واحدة من أكبر المعوقات للمزارعين، وبالتالي فإن السهول هي أكثر الجهات ملائمة للنشاط الزراعي، واستغلال المناطق الجبلية والهضاب في الرعي وتربية المواشي، ولا تمثل الزراعة سوى 6% من اليد العاملة وبالتالي فالنرويج تستورد نصف حاجياتها من الغذاء، ومعظم العاملين في قطاع الزراعة يزاولون نشاطا آخر لتحسين دخلهم وخاصة مهنة قطع الأخشاب،¹ ويمثل القطاع الزراعي 0.5% من الناتج المحلي الإجمالي في اقتصاد مملكة النرويج سنة 2013.² والجدول الموالي يبين لنا الإنتاج الزراعي والحيواني.

¹ رزاق حسن الحلفي، مرجع سابق، ص: 37.

² وقائع موجزة عن النرويج، مرجع سابق، ص: 51.

جدول رقم(3-3): الإنتاج الزراعي والحيواني في مملكة النرويج

2012	2002	
		الإنتاج الزراعي(آلاف الأطنان)
275	262	القمح
573	593	الشعير
232	278	الخرطال
305	393	البطاطا
2713	2848	العلف
		الإنتاج الحيواني(آلاف الأطنان)
78	85	لحم البقر والعجول
131	91	لحم الخنازير
23	25	لحم الخرفان والحملان
62	48	البيض
1534	1509	لبن البقر(1000 لتر)
		الخشب المقطوع(آلاف م ³)
8711	7208	الأشجار الصنوبرية
76	55	خشب شجر الأوراق العريضة

المصدر: وقائع موجزة عن النرويج، مرجع سابق، ص: 41.

نلاحظ من الجدول أعلاه تنوع الإنتاج الزراعي والحيواني رغم انخفاض الإنتاج الزراعي فيما يتعلق بالقمح والشعير والخرطال والبطاطا والعلف سنة 2012 مقارنة بسنة 2002، أما فيما يخص الإنتاج الحيواني فنلاحظ ارتفاع الإنتاج من لحوم الخنازير والخرفان والحملان والبيض ولبن البقر سنة 2012 مقارنة بسنة 2002 في حين تشهد باقي المنتجات الأخرى انخفاضا في الإنتاج، أما فيما يخص مهنة قطع الأخشاب التي يزاولها المزارعون النرويجيون كمهنة إضافية لتعزيز وتقوية دخلهم فنجد أن عدد الأشجار الصنوبرية والأوراق العريضة المقطوعة قد ارتفع سنة 2012 مقارنة بسنة 2002.

ثالثاً: الصيد وتعليب الأسماك

تعد مهنة الصيد من أقدم المهن والأكثر انتشاراً في مملكة النرويج لما توفره سواحل المحيط الأطلسي ومياهه الدافئة الملائمة للعديد من أنواع الأسماك والحيوانات البحرية الأخرى، وهي من أهم مصادر الغذاء للكثير من سكان هذا البلد، والاستهلاك المحلي لمنتجات الأسماك لا يزيد عن 10% ويصدر 90% منه إلى الأسواق الخارجية، ومملكة النرويج تحتل المرتبة الأولى في أوروبا والخامسة عالمياً في صيد الأسماك،¹ وساهم قطاع الصيد بحوالي 0.8% في الناتج المحلي الإجمالي سنة 2013.² والجدول الموالي يبين لنا صادرات مملكة النرويج من الأسماك ومنتجات الأسماك.

جدول رقم (3-4): صادرات مملكة النرويج من الأسماك ومنتجات الأسماك

2013		2001		
مليون كرون	ألف طن	مليون كرون	ألف طن	
35324	1081	8418	417	الأسماك الطازجة
9722	799	8258	909	الأسماك المجمدة
3631	90	4310	182	شرائح فيليه السمك المجمد
4328	82	944	26	شرائح فيليه السمك الطازج
3630	103	3520	76	السمك المجفف والسمك المشقوق
194	8	380	12	شرائح فيليه أو المملحة
701	30	1177	37	السمك المملح
562	15	424	5	السمك المدخن
180	3	267	12	الأسماك الصدفية المجمدة في شكل دقيق أو حبيبات للاستهلاك البشري
308	15	613	20	الأسماك المجهزة أو المحفوظة
393	6	949	21	الأسماك الصدفية والرخويات المجهزة
60374	2342	29572	1727	الإجمالي

المصدر: وقائع موجزة عن النرويج، مرجع سابق، ص: 44.

¹ أمانة محمد علي، مرجع سابق، ص: 111.

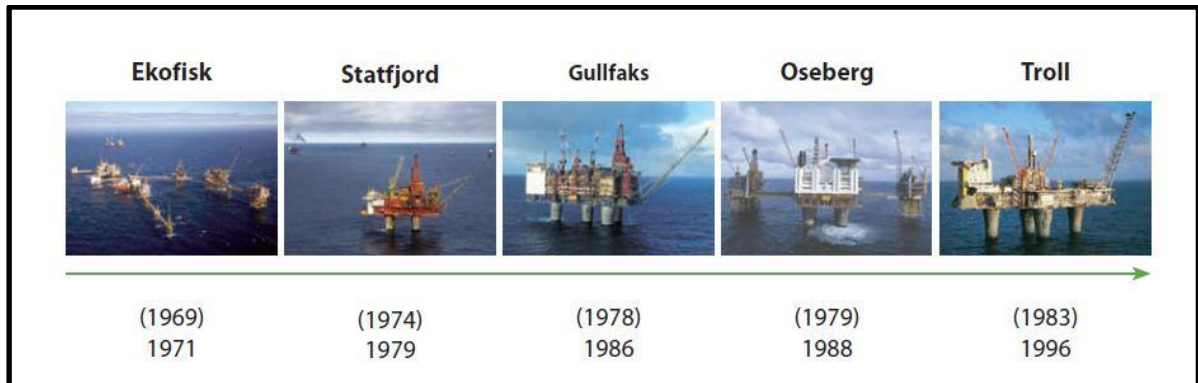
² وقائع موجزة عن النرويج، مرجع سابق، ص: 51.

نلاحظ من الجدول أعلاه أن النرويج تمتلك ثروة سميكة هائلة بفضل إطلاقتها على كل من المحيط الأطلسي وبحر الشمال وكذلك بحر "برنت"، كما نلاحظ أيضا التنوع في الثروة السمكية بفضل الظروف الملائمة وخاصة مياه المحيط الأطلسي الدافئة، ولقد ارتفع إجمالي الصادرات من الثروة السمكية من 29572 مليون كرونة نرويجية سنة 2001 إلى 60374 مليون كرونة نرويجية سنة 2013، وتأتي صناعة تصدير الأسماك إلى خارج مملكة النرويج في المرتبة الثانية بعد قطاع النفط .

المطلب الثالث: مكانة قطاع النفط في اقتصاد مملكة النرويج

بدأت مغامرة النفط النرويجية سنة 1969 عند استكشاف حقل نفط إيكوفسك "Ekofisk" في بحر الشمال بعد سنوات من البحث والتقيب من طرف شركة فيليبس بترولسيوم "Philips petroleum"، والذي بدأ الإنتاج فيه سنة 1971، وبعده توالت استكشافات لحقول أخرى في مناطق مختلفة من بحر الشمال، وهذه الحقول كانت ولازلت مهمة جدا في تنمية نشاطات النفط في النرويج.¹ والمخطط الموالي يوضح لنا حقول النفط النرويجية في بحر الشمال.

مخطط رقم (1-3): حقول النفط لمملكة النرويج في بحر الشمال



Source : lars-jakob alveberg, EldbjØrg vaage melberg, FACTS 2013: the norwegian petroleum sector, ministry of petroleum and energy and Norwegian directorate, march 2013, p:10.

نلاحظ من المخطط أعلاه أن هناك خمسة حقول نفطية تم اكتشافها في بحر الشمال، انطلاقا من حقل "Ekofisk" الذي تم اكتشافه سنة 1969، ثم حقل "Statfjord" الذي تم اكتشافه سنة 1974 وبدأ الإنتاج فيه سنة 1979، وحقل "Gullfaks" الذي تم اكتشافه سنة 1978 وبدأ الإنتاج فيه سنة 1986، ثم بعد ذلك بسنة واحدة تم اكتشاف حقل جديد "Oseberg" سنة 1979 وبدأ الإنتاج فيه سنة 1988 وحقل "Troll" الذي تم اكتشافه سنة 1983 وبدأ الإنتاج فيه سنة 1996.

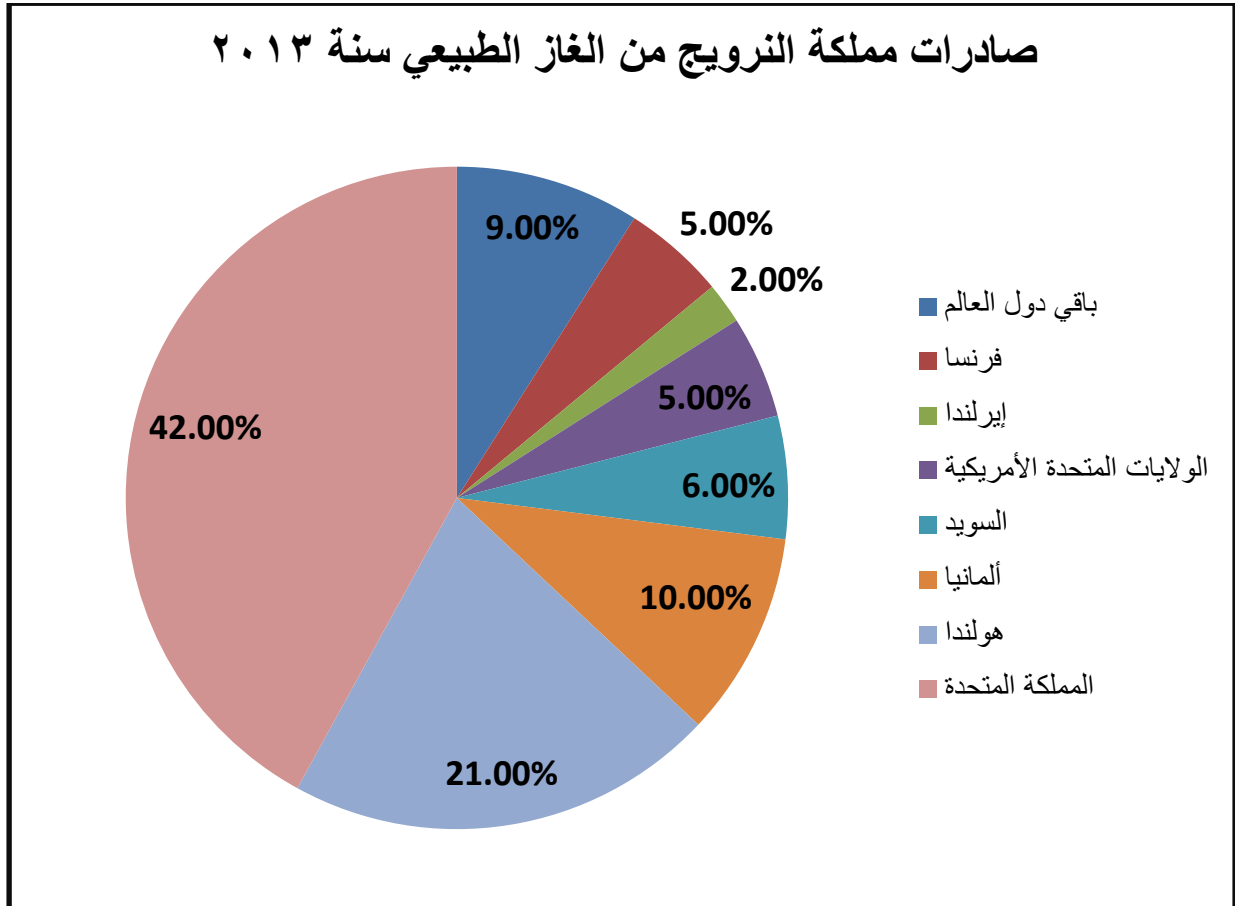
وفي سنة 2013 اعتبرت مملكة النرويج أكبر منتج للنفط الخام في غرب أوروبا وتحتل المرتبة الثالثة عالميا كأحد كبار مصدري الغاز الطبيعي بعد روسيا وقطر، كما أنها من أهم عارضي النفط والغاز للدول الأوروبية الأخرى، وتمتلك أكبر احتياطي للغاز الطبيعي في أوروبا، وتحتل مملكة

¹ lars-jakob alveberg, EldbjØrg vaage melberg, FACTS 2013: the norwegian petroleum sector, ministry of petroleum and energy and Norwegian directorate, march 2013, p:10.

الفصل الثالث: مساهمة صندوق المعاشات الحكومي العالمي في إدارة الفوائض المالية النفطية

النرويج المرتبة الثانية عشر عالميا لأكبر الدول المصدرة للنفط الخام، ولقد وصل إنتاج النفط الخام في النرويج إلى ذروته سنة 2001 بـ 3.4 مليون برميل في اليوم واستمر الإنتاج في الانخفاض حتي وصل إلى 1.8 مليون برميل في اليوم سنة 2013.¹ والشكل الموالي يوضح لنا صادرات النرويج من النفط الخام إلى الدول الأوروبية وباقي دول العالم.

شكل رقم (3-1): صادرات مملكة النرويج من النفط الخام سنة 2013



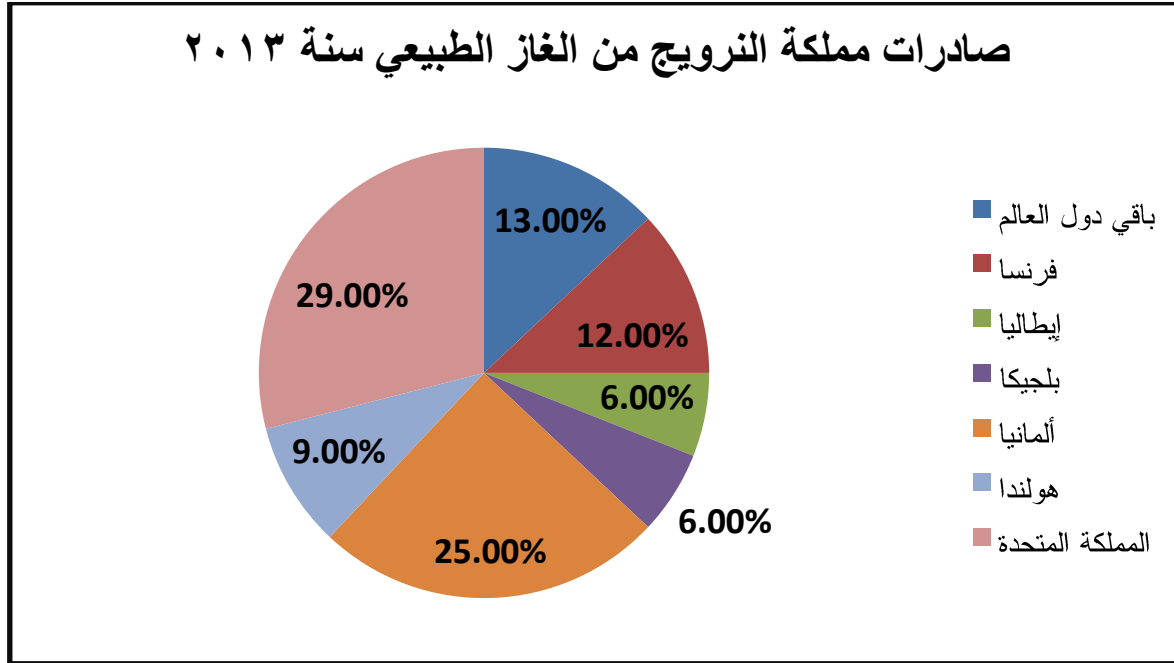
source : U.S. Energy Information Administration, on web site: « <http://www.eia.gov/countries/cab.cfm?fips=NO> », in 16.03.2015, at 18 :45.

نلاحظ من الشكل رقم (3-1) أن معظم صادرات النفط الخام النرويجية تذهب إلى كل من المملكة المتحدة وهولندا حيث تقدر بـ 42% و 21% على التوالي أي بإجمالي 63% من صادرات النفط الخام، في حين تحظى ألمانيا بـ 10% من صادرات النفط الخام، وتصدر مملكة النرويج إلى خارج أوروبا ما مقداره 14% من نفطها الخام، وبالتالي فمملكة النرويج من أهم عارضي النفط الخام في أوروبا وخاصة في غرب أوروبا.

¹U.S. Energy Information Administration, on web site: « <http://www.eia.gov/countries/cab.cfm?fips=NO> », in 16.03.2015, at 18 :45.

والشكل الموالي يوضح لنا صادرات مملكة النرويج من الغاز الطبيعي نحو دول أوروبا وباقي دول العالم.

شكل رقم (2-3): صادرات مملكة النرويج من الغاز الطبيعي سنة 2013



Source : U.S. Energy Information Administration , on web site: « <http://www.eia.gov/countries/cab.cfm?fips=NO> », in 16.03.2015, at 18 :45.

نلاحظ من الشكل رقم (2-3) أن كل من المملكة المتحدة وألمانيا تحوزان على أكبر نسبة من صادرات الغاز الطبيعي النرويجية بإجمالي قدر بـ 54%، في حين تصدر 13% من الغاز الطبيعي النرويجي إلى باقي العالم، أما الباقي والمقدر بـ 33% توزع بين الدول الأوروبية كفرنسا وإيطاليا وبلجيكا وهولندا.

والجدول الموالي يوضح لنا تطور الإنتاج والاستهلاك لكل من النفط الخام والغاز الطبيعي في مملكة النرويج.

جدول رقم (3-5): الإنتاج والاستهلاك للنفط الخام والغاز الطبيعي للنرويج من 2003-2013

الغاز الطبيعي (مليون طن برميل معادل للنفط)		النفط الخام (مليون طن برميل)		السنة
الإنتاج	الاستهلاك	الإنتاج	الاستهلاك	
65.8	3.9	153.9	10.4	2003
71.3	4.1	150.3	10	2004
77.3	4.0	138.7	10.2	2005
79.8	4.0	129	10.5	2006

الفصل الثالث: مساهمة صندوق المعاشات الحكومي العالمي في إدارة الفوائض المالية النفطية

3.8	81.3	10.7	118.6	2007
3.9	90.1	10.4	114.7	2008
3.7	94.0	10.6	108.7	2009
3.7	96.5	10.8	98.8	2010
3.9	91.1	10.6	93.8	2011
3.9	103.3	10.5	87.2	2012
4.0	97.9	10.6	83.2	2013

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على :

- BP statistical review of world energy, full report, june 2014, pp :10-25.

نلاحظ من الجدول رقم(3-5) المتعلق بتطور إنتاج واستهلاك كل من النفط الخام والغاز الطبيعي في مملكة النرويج أن إنتاج النفط الخام ينخفض سنة بعد أخرى من سنة 2003 وذلك بعد وصول إنتاج النفط الخام إلى ذروته سنة 2001، حيث انخفض إنتاج النفط الخام من 153.9 مليون طن برميل سنة 2003 إلى 83.2 مليون طن برميل سنة 2013 أي بمقدار 70.7 مليون طن برميل في ظرف عشر سنوات فقط، في حين يبقى الاستهلاك محصورا بين 10 و 10.8 مليون طن برميل أما فيما يخص إنتاج الغاز الطبيعي فيرتفع من سنة 2003 حتى سنة 2012 من 65.8 مليون طن برميل معادلة للنفط إلى 103.3 مليون طن برميل معادلة للنفط، وينخفض سنة 2011 إلى 91.1 مليون طن برميل معادلة للنفط، ثم ارتفع الإنتاج من جديد إلى 103.3 مليون طن برميل معادلة للنفط سنة 2012، وانخفض سنة 2013 إلى 97.9 مليون طن برميل معادلة للنفط، والاستهلاك من الغاز الطبيعي يبقى محصورا ما بين 3.7 و 4.1 مليون طن برميل معادلة للنفط.

ولقد ساهم قطاع النفط سنة 2013 بـ 21.5% في الناتج المحلي الإجمالي، وساهم بـ 29.1% من إيرادات الدولة، كما ساهم أيضا بـ 30.7% من إجمالي الاستثمارات، وتمثل صادرات قطاع النفط 48.9% من إجمالي صادرات مملكة النرويج إلى دول أوروبا وباقي دول العالم، وبالرغم من سيطرة صادرات قطاع النفط بنسبة 48.9% إلا أن مملكة النرويج تبقى اقتصادها في مأمن من التقلبات الاقتصادية وخاصة تلك المتعلقة بأسعار النفط وهذا يظهر جليا من خلال مساهمة قطاع النفط في الناتج المحلي الإجمالي بـ 21.5% فقط مما يجعل من اقتصاد مملكة النرويج غير نفطي إذ يساهم القطاع الغير نفطي المتنوع بـ 78.5% في الناتج المحلي الإجمالي. (أنظر الملحق رقم (2)).

والجدول الموالي يوضح لنا أكبر الدول المنتجة للنفط في العالم سنة 2012:

جدول رقم (3-6): أكبر الدول المنتجة للنفط في العالم سنة 2012

الإنتاج (مليون برميل يوميا)	الدولة
11.53	السعودية
10.64	روسيا
8.91	الولايات المتحدة الأمريكية
4.16	الصين
3.74	كندا
3.68	إيران
3.38	الإمارات العربية المتحدة
3.13	الكويت
3.12	العراق
2.91	المكسيك
2.73	فنزويلا
2.42	نيجيريا
2.15	البرازيل
1.92	النرويج

المصدر: وقائع موجزة عن النرويج، مرجع سابق، ص:50.

نلاحظ من الجدول أن مملكة النرويج تحتل المرتبة الرابعة عشرة كأحد كبار منتجي النفط في العالم بـ 1.92 مليون طن برميل في اليوم سنة 2012، ومرتبته تتدهور عام بعد عام إذ كانت ضمن المراتب العشرة الأولى لكبار المنتجين والمصدرين للنفط، وتأتي في المرتبة الثانية كأكبر منتج للنفط بعد روسيا في قارة أوروبا، والنرويج من بين منتجي النفط خارج منظمة الأوبك ودولة عضو في منظمة التطوير والتعاون الاقتصادي (OECD) وكذلك دولة عضو في الوكالة الدولية للطاقة (IEA) كما سبق وأن تطرقنا لها في الفصل الأول من دراستنا.

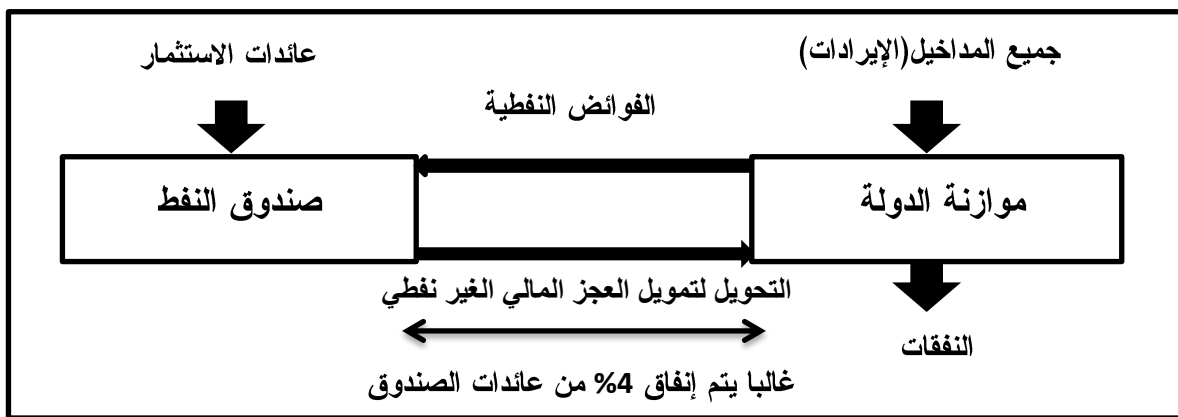
المبحث الثاني: عرض صندوق المعاشات الحكومي العالمي

تعد مملكة النرويج دولة نموذجاً في مجال إدارة المصادر النفطية، ولعل أهم دليل على ذلك شهادة المنظمات الدولية والعديد من الأبحاث التي قامت بها العديد من المؤسسات البحثية، إذ تحتل مراتب متقدمة إن لم تكن الأولى فيها من حيث الشفافية في إدارة الفوائض المالية خاصة النفطية منها وامتثالها للأطر والمعايير الدولية في استثماراتها عن طريق استخدام صندوق ثروتها السيادي الذي يعتبر اليوم تجربة رائدة في مجال صناديق الثروة السيادية تحاول العديد من الدول النفطية الاقتداء بها لتفادي ظاهرة المرض الهولندي أو لعنة الموارد التي نجحت مملكة النرويج في تفاديها، وسنحاول في هذا المبحث التطرق إلى جميع جوانب هذا الصندوق كنشأته وتطوره وكذلك حوكمته واستراتيجيته الاستثمارية.

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 المتأتية من الثروات الطبيعية (النفط الخام والغاز الطبيعي) بادخارها واستثمارها على المدى الطويل الحفاظ عليها للأجيال القادمة، أما الدافع الثاني فهو حماية الاقتصاد المحلي من لعنة الموارد "The resource curse" أو ما يعرف بالمرض الهولندي "dutch disease".¹ ويبين لنا المخطط الموالي العلاقة بين موازنة الدولة وصندوق النفط.

مخطط رقم (2-3): العلاقة بين موازنة الدولة وصندوق النفط النرويجي



Source: David chambers, Elroy dimson and Antti ilmanen, the Norway model, the journal of portfolio management, winter 2012, p:69.

¹ David chambers, Elroy dimson and Antti ilmanen, the Norway model, the journal of portfolio management, winter 2012, p: 68.

الفصل الثالث: مساهمة صندوق المعاشات الحكومي العالمي في إدارة الفوائض المالية النفطية

ونلاحظ من المخطط رقم(3-2) أن الفائض المالي النفطي على مستوى موازنة الدولة يتم تحويله إلى صندوق النفط الذي يتم من خلاله استثمار تلك الفوائض المالية النفطية وبالتالي تكون هناك عائدات من جراء الاستثمار والتي يتم تحويلها لتمويل العجز الغير نفطي الحاصل في الميزانية والذي عادة يكون التحويل بنسبة 4% من عائدات صندوق النفط.

وتهدف الحكومة النرويجية من خلال إنشاء صندوق النفط إلى تحقيق جملة من الأهداف تتمثل في ما يلي:¹

- تعزيز قدرة الحكومة على التسيير طويل الأجل لمداخيل الثروة النفطية؛
- تحقيق مبدأ التوزيع العادل للثروات بين الأجيال(العدالة 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 للدولة وحمايتها من أثر تقلبات المداخيل النفطية.

ولقد شهد صندوق النفط النرويجي بداية نشاطه الفعلي سنة 1996 بعد تلقيه أول تحويل حكومي قدر بـ2 مليار كرونة نرويجية ناتج عن الفائض المالي المحقق على مستوى موازنة الدولة،² واقتصر الاستثمار في السندات الحكومية ثم ليشمل الاستثمار في الأسهم سنة 1998 والعقارات سنة 2008 كما تم في سنة 2006 تغيير اسم الصندوق إلى صندوق المعاشات الحكومي العالمي(GPFG)* 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 2012.

جدول رقم(3-7): 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)

¹ نيبيل بوفليج، دور الذكاء الاقتصادي في تحسين أداء صناديق الثروة السيادية "صندوق الثروة السيادي النرويجي نموذجا"، مداخلة في المنتدى الدولي السادس حول "الذكاء الاقتصادي والتنافسية المستدامة في منظمات الأعمال الحديثة"، جامعة حسيبة بن بوعلي- الشلف، الجزائر، أيام 06-07 نوفمبر 2012، ص: 3.

² David chambers, Elroy dimson and Antti ilmanen, the Norway model, op-cit, p:68.

* GPFG : Gouvernement Pension Fund Global

الفصل الثالث: مساهمة صندوق المعاشات الحكومي العالمي في إدارة الفوائض المالية النفطية

تم إضافة خمسة أسواق ناشئة للمؤشر المرجعي لأسهم الصندوق "fund benchmark equity index"	2000
تم إضافة السندات الغير الحكومية للمؤشر المرجعي "benchmark index"	2002
تم إقرار مبادئ أخلاقية إلزامية لاستثمارات الصندوق	2004
تم تغيير إسم الصندوق من صندوق النفط الحكومي إلى صندوق المعاشات الحكومي العالمي	2006
اتخاذ قرار رفع استراتيجية الاستثمار في الأسهم إلى 60%	2007
مخطط لاستثمار 5% من إجمالي أصول الصندوق في العقارات "real estate" في الأسواق الناشئة التي تدرج أسهما ضمن المؤشر المرجعي "benchmark index"	2008
تقييم الإدارة النشطة	2010
أول استثمار في العقارات اكتمل في الربع الأول من سنة 2011 بلندن	2011
تنويع الاستثمارات عبر مناطق جغرافية أخرى	2012

Source : NBIM , on web site : « <http://www.nbim.no/en/the-fund/history/> », in 18.04.2015, at 14 :00.

ولقد تطورت أصول صندوق المعاشات الحكومي العالمي كما هي مبينة في الجدول الموالي:

جدول رقم(3-8): تطور أصول صندوق المعاشات الحكومي العالمي من 2004-2014

إجمالي الأصول(مليار كرونة نرويجية)	السنة
1.016	2004
1.399	2005
1.784	2006
2.019	2007
2.275	2008
2.640	2009
3.077	2010
3.312	2011
3.816	2012
5.038	2013
6.431	2014

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على:

- NBIM, GPFG annual report, 2014, p: 8.
- NBIM, GPFG annual report , 2010, p: 2.
- NBIM, GPFG annual report , 2009, p: 4.
- NBIM, GPFG annual report, 2007, p: 2.
- NBIM, GPFG annual report, 2006, p: 2.
- NBIM, GPFG annual report, 2005, p: 2.
- NBIM, GPFG annual report, 2004, p: 2.

نلاحظ من الجدول رقم(3-8) أن أصول الصندوق تطورت بشكل ملحوظ إذ تخطت عتبة الـ1 مليار كرونة سنة 2004، وعتبة الـ2 مليار كرونة سنة 2007، وعتبة الـ3 مليار كرونة سنة 2010، وقفزت إلى 5 مليار كرونة سنة 2013، وتخطت عتبة الـ6 مليار كرونة سنة 2014، وكان هذا فقط في عشر سنوات حيث يقدر الارتفاع الحاصل في أصول الصندوق من سنة 2004 حتى سنة 2014 بـ5.415 مليار كرونة، وبالتالي فصندوق المعاشات الحكومي العالمي أكبر صندوق ثروة سيادي في العالم من حيث حجم أصوله.

المطلب الثاني: حوكمة صندوق المعاشات الحكومي العالمي

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

أولاً: الإشراف على صندوق المعاشات الحكومي العالمي

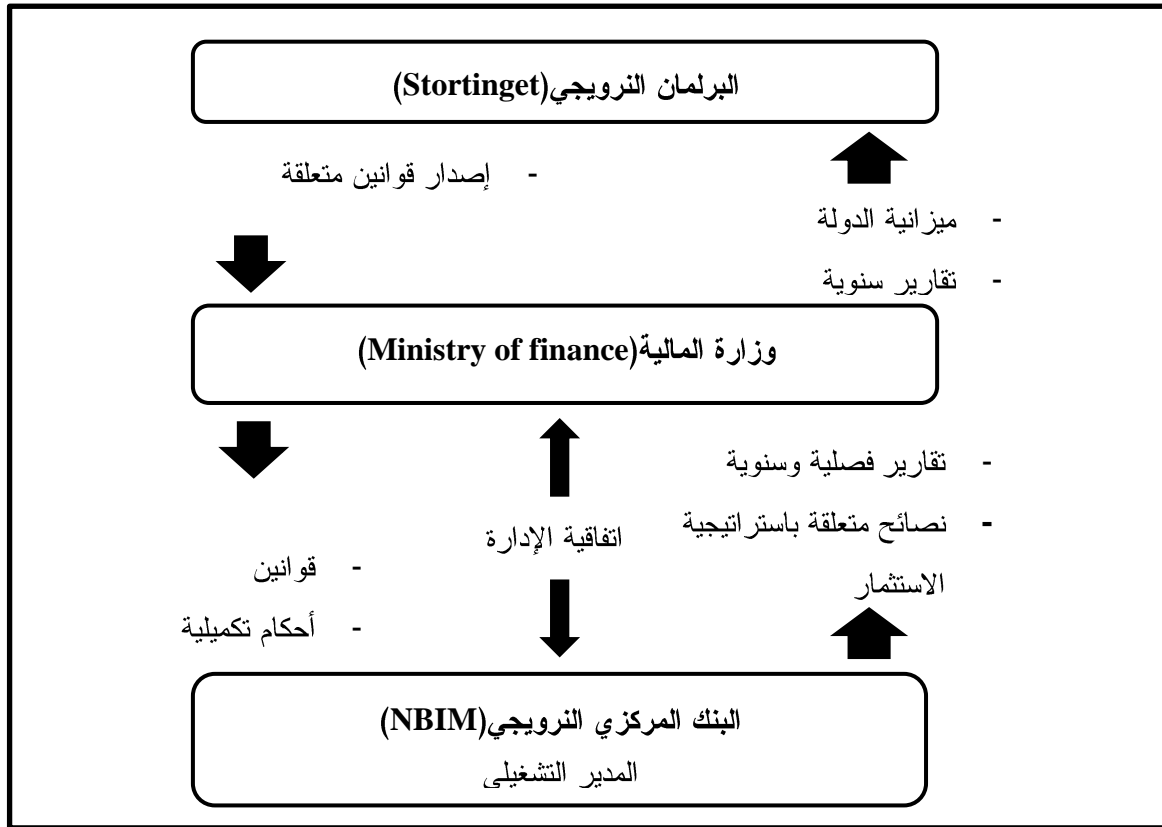
البرلمان النرويجي(Stortinget) * نص في قانون تأسيس صندوق المعاشات الحكومي العالمي على أن وزارة المالية النرويجية هي المسؤولة عن إدارة الصندوق، ويتولى البنك المركزي النرويجي(Norges bank) إدارة عمليات الصندوق من خلال وحدة إدارة الاستثمارات(NBIM)* التابعة له، وهناك اتفاقية تنظم العلاقة بين وزارة المالية والبنك المركزي، ووزارة المالية أصدرت أيضاً مبادئ توجيهية لاستثمارات الصندوق من خلال قوانين وأحكام تكميلية وكذلك سنت مبادئ أخلاقية لإدارة الصندوق، والبنك المركزي النرويجي(Norges bank) يدير أصول صندوق المعاشات الحكومي العالمي نيابة عن الشعب النرويجي، والذي سيضمن مشاركة الأجيال القادمة لثروة البلد من النفط من خلال إدارة أصول الصندوق على المدى الطويل،¹ وتخضع وحدة إدارة الاستثمارات التابعة للبنك المركزي(NBIM) لرقابة داخلية وخارجية من طرف البنك المركزي النرويجي لقمع الممارسات الغير أخلاقية، ويخضع البنك المركزي النرويجي لرقابة شديدة من طرف وزارة المالية النرويجية وذلك من خلال متابعة مدى تطبيقه للخطط والاستراتيجيات التي تعدها وكذلك 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 السنوية التي يعدها البنك المركزي النرويجي ومراعاتها لمعيار الشفافية جميع الهيئات السالفة الذكر تنشر التقارير والقوانين المتعلقة بالصندوق على مواقعها الإلكترونية، وهذا ما يبينه المخطط الموالي(GPFG).

* البرلمان النرويجي يطلق عليه هذه التسمية.

* NBIM : Norges Bank Investement Management

¹ NBIM, GPFG annual report , 2009, op-cit, P:6.

مخطط رقم (3-3): الإشراف والرقابة على صندوق المعاشات الحكومي العالمي



Source: NBIM, GPF annual report, 2008, p: 7.

- ومن المخطط رقم (3-3) تتوضح لنا مهام كل من البرلمان النرويجي ووزارة المالية والبنك المركزي النرويجي وهي كالاتي:¹
- **البرلمان النرويجي (Stortinget):** وتتمثل مهامه في:
 - إصدار قوانين وتشريعات محددة لأهداف ومهام وكيفية إدارة صندوق المعاشات الحكومي العالمي؛
 - مراقبة ومساءلة وزارة المالية باعتبارها الجهة المالكة للصندوق وإجبارها على تقديم تقرير سنوي حول كيفية وأداء الصندوق.
 - **وزارة المالية (Ministry of finance):** وهي مكلفة بالمهام التالية:
 - إصدار تعليمات وتوجيهات خاصة بكيفية إدارة الصندوق؛
 - إعداد استراتيجية استثمار لأصول الصندوق عن طريق تكوين محفظة استثمار مرجعية تتضمن أنواع الأصول المالية المستثمر فيها، وأماكن استثمار هذه الأصول، وإلزام الهيئة المسيرة بالالتزام بها؛

¹ نيبيل بوفليج، دور الذكاء الاقتصادي في تحسين أداء صناديق الثروة السيادية "صندوق الثروة السيادي النرويجي نموذجاً"، مرجع سابق، ص: 6.5.

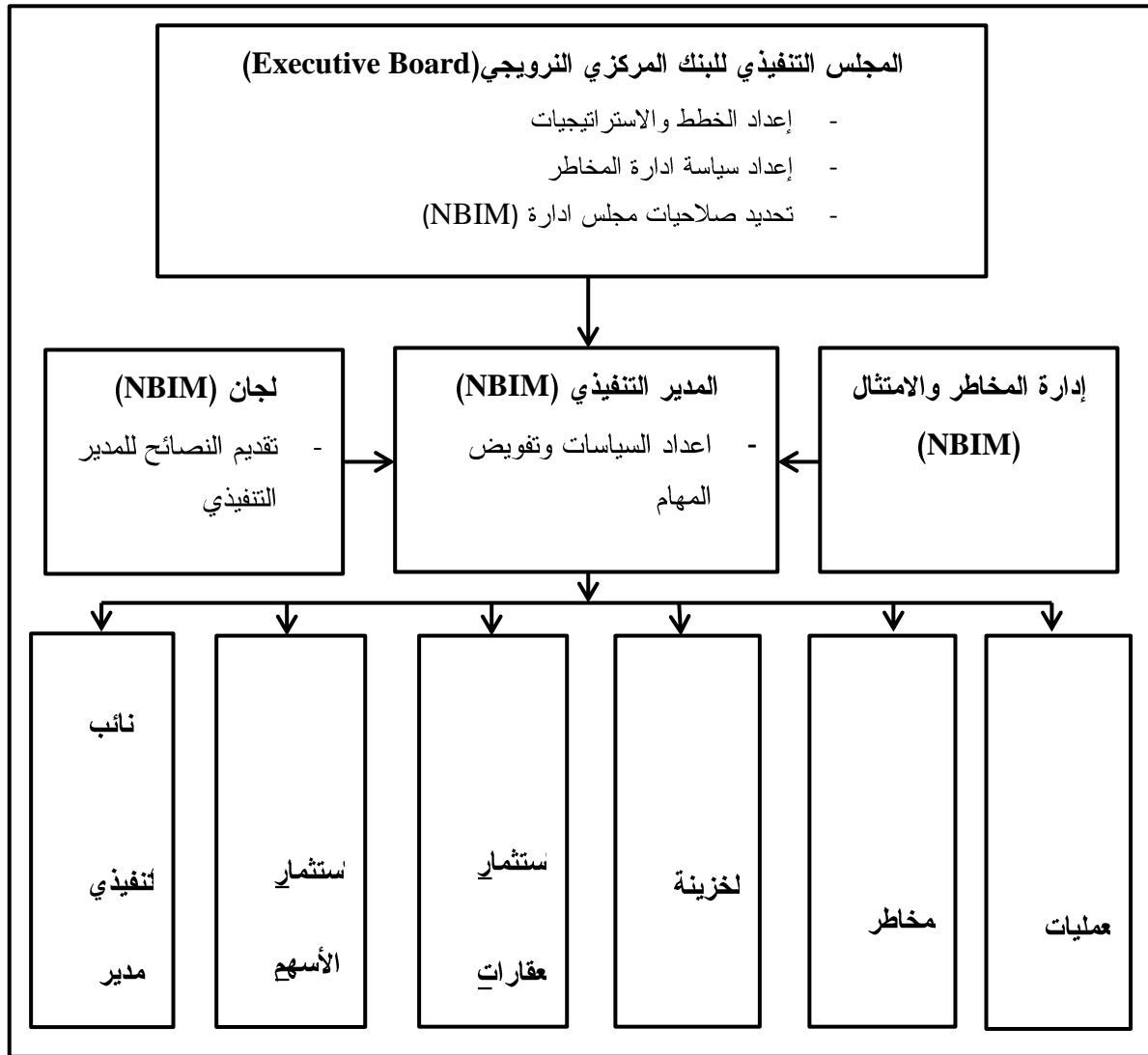
الفصل الثالث: مساهمة صندوق المعاشات الحكومي العالمي في إدارة الفوائض المالية النفطية

- 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؛
 - إلزام الجهة المسيرة "البنك المركزي" بتقديم تقارير فصلية وسنوية حول أداء استثمارات الصندوق مع إعلانها للرأي العام ووسائل الإعلام؛
 - القيام بعملية المراجعة والتدقيق وتقييم فعالية تسيير البنك المركزي للصندوق عن طريق الاستعانة بمنظمات استشارية مستقلة.
- **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 الاستثمار المعتمدة من طرف وزارة المالية والعمل على تقليص هامش الخطأ والانحرافات المعيارية بين محفظة الاستثمار الفعلية للصندوق والمحفظة المرجعية المعتمدة من قبل وزارة المالية؛
 - إعداد نظام لقياس مختلف أنواع المخاطر المصاحبة لاستثمارات الصندوق؛
 - تقديم تقارير فصلية وسنوية لوزارة المالية تتضمن النتائج المحققة واستراتيجيات إدارة الصندوق مع الالتزام بنشر التقارير وإعلانها للرأي العام.

ثانياً: إدارة صندوق المعاشات الحكومي العالمي

وزارة المالية النرويجية هي المسؤولة عن إدارة صندوق المعاشات الحكومي العالمي، حيث كلفت البنك المركزي النرويجي بهذه المهمة حيث قام البنك المركزي النرويجي بإنشاء وحدة تابعة له مكلفة بإدارة استثمارات الصندوق (NBIM) بهيكل تنظيمي معاصر يترأسه المجلس التنفيذي للبنك المركزي والمكلف بإعداد الخطط والاستراتيجيات وكذلك تحديد صلاحيات المدير التنفيذي لوحدة (NBIM)، أما فيما يخص المدير التنفيذي لوحدة (NBIM) فيقوم بإعداد السياسات وتفويض المهام لأصحابها من خلال الصلاحيات التي يخولها له المجلس التنفيذي، كما يتضمن الهيكل التنظيمي لوحدة (NBIM) لجان تهدف إلى تقديم النصح والإرشادات للمدير التنفيذي، ضف إلى ذلك وجود فرع مكلف بإدارة المخاطر والمراقبة الداخلية وكذلك مدى الالتزام بتطبيق المهام، و يأتي بعد ذلك في قاعدة الهيكل التنظيمي لوحدة (NBIM) ما يسمى "المجموعة القيادية Leader group" تتكون من مدراء لعدة مكاتب كمكتب التشغيل والخزينة والخطر والاستثمار بالإضافة إلى مكتب نائب المدير التنفيذي والذي يكلف أيضاً بإدارة باقي المدراء في المجموعة القيادية لوحدة (NBIM). والمخطط الموالي يوضح لنا الهيكل التنظيمي لوحدة إدارة الاستثمارات (NBIM).

مخطط رقم (3-4): الهيكل التنظيمي لوحدة إدارة الاستثمارات التابعة للبنك المركزي النرويجي (NBIM)



Source : NBIM, GPFG annual report, 2011, p :7.

نلاحظ من خلال المخطط (3-4) أن الهيكل التنظيمي لوحدة إدارة الاستثمارات التابعة للبنك المركزي النرويجي (NBIM) يوضح بدقة جميع المهام والوظائف انطلاقاً من المجلس التنفيذي الذي يمثل قمة الهرم الإداري في وحدة إدارة استثمارات لصندوق المعاشات الحكومي العالمي. وبلغ عدد الموظفين في الصندوق 428 موظف في نهاية سنة 2014 من 31 دولة مختلفة، متركزين في عدة مناطق هي أوسلو بالنرويج بـ253 موظف، لندن بإنجلترا بـ89 موظف، ونيويورك بالولايات المتحدة الأمريكية بـ57 موظف، سنغافورة بـ21 موظف، شنغهاي بالصين بـ8 موظفين، ومعظم الموظفين في الصندوق يعملون في مكاتب تابعة لوحدة إدارة الاستثمارات التابعة للبنك المركزي النرويجي (NBIM) خارج مملكة النرويج في الأسواق التي يستثمر فيها الصندوق.¹

¹ NBIM, GPFG annule report, 2014, op-cit, p : 55.

الفصل الثالث: مساهمة صندوق المعاشات الحكومي العالمي في إدارة الفوائض المالية النفطية

ويحتل صندوق المعاشات الحكومي العالمي مراتب متقدمة من حيث الشفافية وكذلك امتثاله وتطبيقه لمبادئ سانتياغو، إذ يحقق 10 من 10 درجات على سلم مؤشر الشفافية الذي يعده معهد صناديق الثروة السيادية (أنظر الشكل (2-3)) وهو بالتالي صندوق شفاف وتتوفر فيه جميع الشروط التي يقوم عليها المؤشر، أما فيما يخص امتثاله لمبادئ سانتياغو فهو يصنف من الصناديق التي تمتثل امتثالا تاما لمبادئ سانتياغو أي الدرجة (A) حسب مؤشر الامتثال لمبادئ سانتياغو (أنظر الجدول رقم 2-3) الذي يصدر عن المؤسسة البحثية (Goeconomica) لسنة 2014 رغم تدهور تصنيفه مقارنة بسنة 2013 إذ نجده يظهر لنا بتصنيف (A-).

ووفقا لمؤشر إدارة الموارد لسنة 2013 الصادر عن معهد رصد العائدات (Revenu Watch Institute) والذي يشجع على الإدارة الفعالة والشفافة والمسؤولة للنفط والغاز والموارد المعدنية من أجل تحقيق الصالح العام، ويعكس مؤشر رصد العائدات مدى جودة التوجيه في إدارة قطاع النفط والغاز والتعدين في 58 دولة حيث يقوم باحثون ذوي خبرة في مجال الصناعات الاستخراجية على تقييم وترتيب الدول وفقا لاستبيانات مفصلة معدة على أساس معايير أهمها الوضع المؤسسي والقانوني وكذلك ممارسات إعداد التقارير وغيرها، وكذلك يقيم مختلف الآليات الشائعة المستخدمة لإدارة شركات النفط والغاز والموارد المعدنية المملوكة للدولة بالإضافة إلى صناديق الثروة السيادية.¹

فمن حيث ترتيب الدول تحتل مملكة النرويج المرتبة الأولى من أصل 58 مرتبة بنسبة 98% وتعتبر بذلك أكثر الدول شفافية في مجال الموارد الطبيعية أو الصناعات الاستخراجية (أنظر الملحق رقم (3))، أما من حيث إدارة الموارد الطبيعية من خلال صناديق الثروة السيادية فنجد أن صندوق المعاشات الحكومي العالمي يحتل المرتبة الأولى من أصل 23 صندوقا سياديا بنسبة 100% كأكثر الصناديق شفافية في إدارة الفوائض المالية المتأتية من الموارد الطبيعية كالنفط والغاز (أنظر الملحق رقم (4)).

¹ Revenue Watch Institute, The Resource Governance Index, 2013, p :1.

المطلب الثالث: الاستراتيجية الاستثمارية لصندوق المعاشات الحكومي العالمي

تقوم وزارة المالية بإعداد استراتيجية استثمار أصول الصندوق والتي يلتزم 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 2010 ويمكن إبرازها في الجدول الموالي.

جدول رقم (3-9): التعديلات التي أجريت على الاستراتيجية الاستثمارية من 1998 - 2010

السنة	التعديل
1996	اقتصار الاستراتيجية الاستثمارية على الاستثمار في السندات الحكومية 100%
1998	تعديل الاستراتيجية الاستثمارية لتصبح 40% أسهم و 60% سندات حكومية
2007	تعديل الاستراتيجية الاستثمارية لتصبح 60% أسهم و 40% سندات حكومية
2008	تعديل الاستراتيجية لتشمل الاستثمار في العقارات حيث أصبحت 60% أسهم و 35% و 5% عقارات

Source: NBIM, on web site : « <http://www.nbim.no/en/the-fund/history/> », in 18.04.2015, at 18 :00.

وتهدف الحكومة النرويجية من خلال الاستثمار في الأسواق المالية الدولية لتحقيق جملة من الأهداف هي:¹

- الفصل بين صندوق النفط والموازنة العامة لتجنب التداخل الذي قد 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 توجه 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 تحول هذه الأصول إلى سيولة نقدية.

¹ نيبيل بوفليج، دور الذكاء الاقتصادي في تحسين أداء صناديق الثروة السيادية" صندوق الثروة السيادي النرويجي نموذجا"، مرجع سابق، ص: 3.

الفصل الثالث: مساهمة صناديق المعاشات الحكومي العالمي في إدارة الفوائض المالية النفطية

وتقوم الاستراتيجية الاستثمارية لصندوق المعاشات الحكومي العالمي على عدة مبادئ والتي يلتزم البنك المركزي النرويجي بتطبيقها وهي: ¹

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

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

- **مكونات المحفظة الفعلية في نهاية 2014:** في نهاية سنة 2014 كانت الاستراتيجية الاستثمارية كالتالي: ²
- 61.3% من أصول الصندوق للاستثمار في الأسهم (Equities)؛
- 36.5% من أصول الصندوق للاستثمار في السندات (Fixed income)؛
- 2.2% من أصول الصندوق للاستثمار في العقارات (real estate).

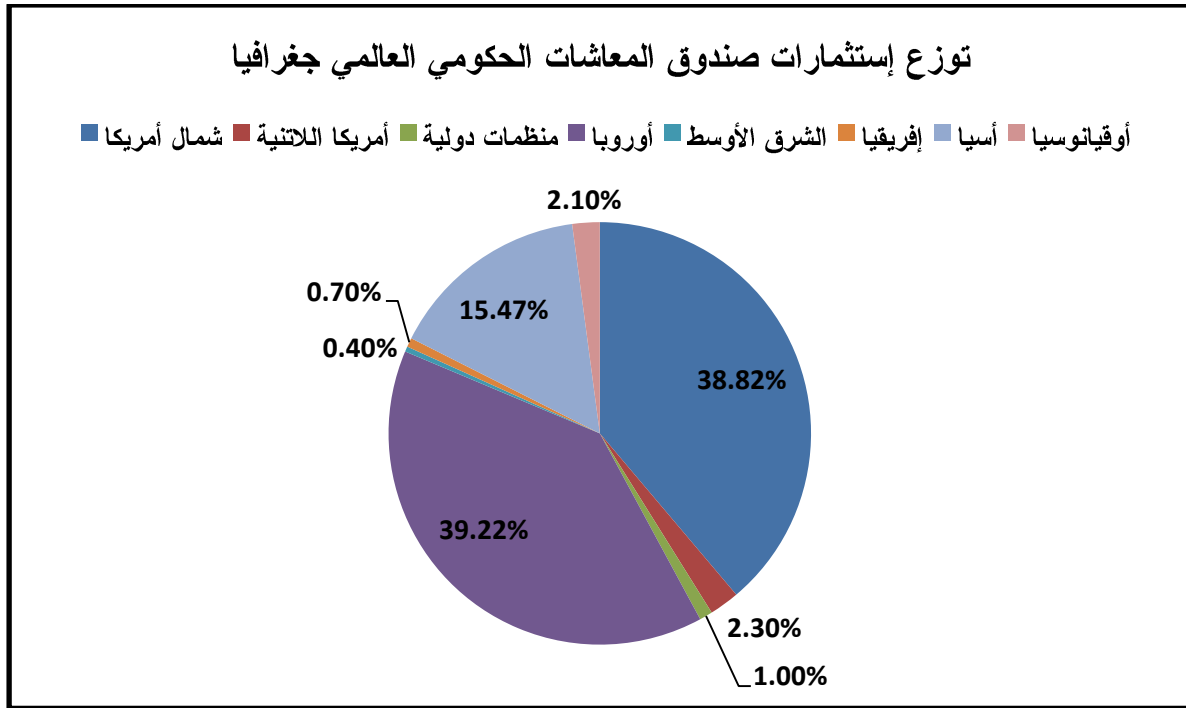
وفي نهاية 2014 كانت استثمارات الصندوق في أوروبا إذ يستثمر في 2.058 شركة و1.356 سند من طرف 415 مصدراً للسندات و53 استثماراً في العقارات، أما في الشرق الأوسط فيستثمر في 133 شركة و38 سند من طرف 13 مصدراً للسندات، وفي إفريقيا يستثمر في 169 شركة و22 سند من طرف 4 مصدرين للسندات، في آسيا يستثمر في 3.712 شركة و550 سند من طرف 87 مصدراً للسندات واستثمار عقاري واحد، أما في أوقيانوسيا فيستثمر في 339 شركة و128 سند من طرف 36 مصدراً للسندات، وفي شمال أمريكا يستثمر في 294 شركة و211 سند من طرف 37 مصدراً للسندات، أما في المنظمات الدولية فيستثمر في 107 سند من طرف 16 مصدراً للسندات. ³ كما هي مبينة في الشكل الموالي من حيث المناطق الجغرافية.

¹ نيل بوفليج، دور الذكاء الاقتصادي في تحسين أداء صناديق الثروة السيادية "صندوق الثروة السيادية النرويجي نموذجاً"، مرجع سابق، ص: 8.

² NBIM , on web site : « <http://www.nbim.no/en/investments/> », in 17.04.2015, at 15 :45.

³ NBIM , GPFGE annuel report 2014, op-cit, p : 27.

شكل رقم (3-3): استثمارات صناديق المعاشات الحكومي حسب المناطق الجغرافية سنة 2014

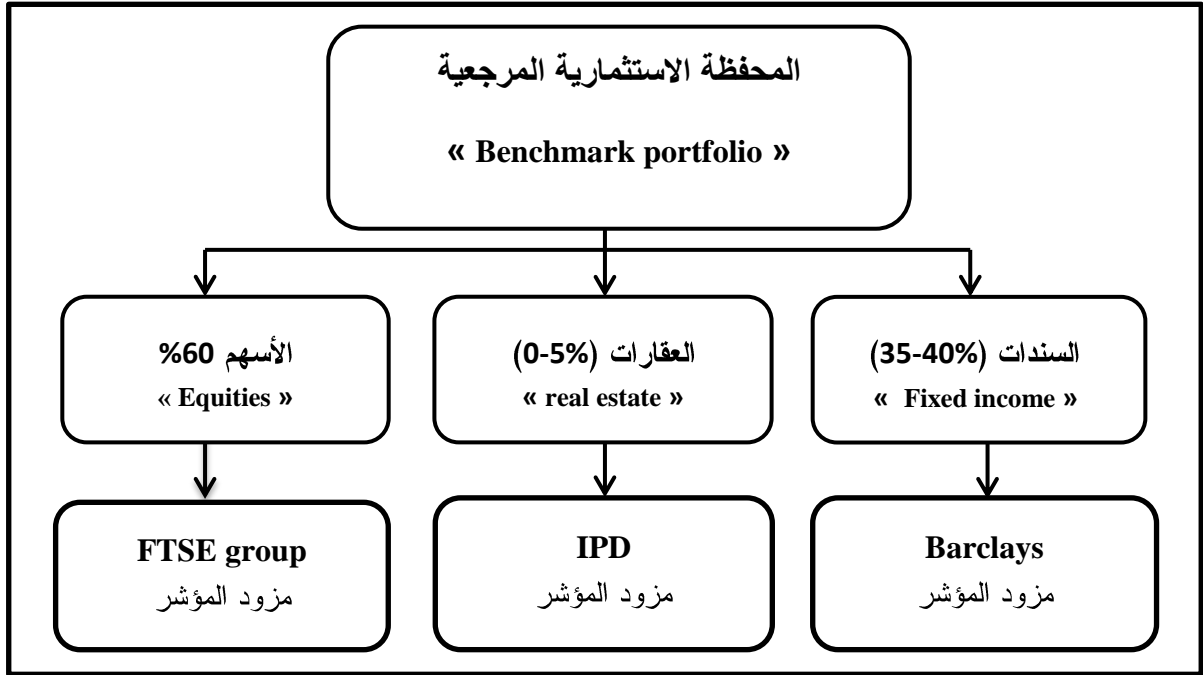


Source: NBIM , GPFG annual report 2014, op-cit, p :9.

نلاحظ من الشكل رقم (3-3) أن معظم استثمارات صناديق المعاشات الحكومي تتمركز في كل من شمال أمريكا وأوروبا وآسيا إذ تقدر بـ 93.7% من أصول الصندوق، وتوزع حوالي 6% بين باقي المناطق الجغرافية، ويركز الصندوق في استثماراته على الأسواق النشطة إذ يستثمر في الشركات العالمية من خلال الأسهم (أنظر الملحق رقم (5) و(6)) في دول مختلفة، كما يستثمر في السندات الحكومية (أنظر الملحق رقم (8))، والعقارات (أنظر الملحق رقم (9)) والولايات المتحدة الأمريكية أكبر الدول المتلقية لاستثمارات صندوق المعاشات الحكومي العالمي (أنظر الملحق رقم (7)).

- **مكونات المحفظة المرجعية " benchmark portfolio "**: وهي استراتيجية استثمارية معيارية أو نموذجية يتم إعدادها مسبقاً من طرف وزارة المالية النرويجية، بهدف تحقيق محفظة استثمار مثلى وهي المحفظة التي تحقق أكبر عائد بأقل مخاطر ممكنة، والبنك المركزي النرويجي ملزم بتكوين محفظة استثمار مطابقة للمحفظة المرجعية المعدة من طرف وزارة المالية مع السماح بهامش خطأ أو انحراف معياري يقدر بـ $\pm 1\%$ ، إذ يجب أن لا يتجاوز الفرق بين المحفظة الفعلية والمحفظة المرجعية المجال المحدد، وتتكون المحفظة الاستثمارية المرجعية من المكونات المبينة في المخطط الموالي.

مخطط رقم(3-5): المحفظة الاستثمارية المرجعية "benchmark portfolio"



Source: Evind Øy, the Government Pension Fund Global: long-horizon investment in infrastructure, Norwegian ministry of finance, 4 june 2014, p:6.

ومن المخطط تتوضح لنا مكونات المحفظة الاستثمارية المرجعية والتي تتكون من الأسهم والسندات والعقارات، فمحفظة الأسهم تضم أسهم الشركات الكبرى والمتوسطة المصنفة ضمن مؤشر "FTSE" العالمي والمختص في تصنيف الشركات العالمية في أنحاء العالم، أما محفظة السندات فهي تضم السندات المصنفة من مختلف وكالات التصنيف الدولية كوكالة "Moody's" ووكالة "Standard and poors" وكذلك وكالة "Fitch" ضمن مؤشر "barclays" وكل هذه الوكالات تصنف السندات على أساس الملاءة المالية للجهة المصدرة للسند وفقا لسلم أعلى درجة فيه "AAA"، أما فيما يخص محفظة العقارات فتضم العقارات التي تدرج ضمن مؤشر (IPD index).

ولقد قامت وزارة المالية النرويجية بخطوة غير مسبوقة وذلك بإصدارها مبادئ أخلاقية والتي يتعين على إدارة الصندوق احترامها، إذ يمنع على الصندوق الاستثمار في الشركات التي لا تحترم حقوق الأطفال؛، الشركات التي تلوث البيئة والمتسببة في تغيرات المناخ والمسرقة 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 ادارة الصندوق من الشركات والدول المتلقية لاستثمارات الصندوق الالتزام بهذه المبادئ، وليس هذا فقط فإدارة الصندوق تتابع نشاط الشركات المستثمر فيها.¹

¹ NBIM , GPFGB responsible investement , 2014, p : 9.

المبحث الثالث: تقييم صندوق المعاشات الحكومي العالمي

صندوق المعاشات الحكومي العالمي هو صندوق ثروة سيادي استثماري ويستثمر أصوله خارج مملكة النرويج في الأسهم والسندات والعقارات، ومن أجل تقييم هذا الصندوق ومعرفة مدى فعاليته وكفاءته في إدارة الفوائض المالية النفطية لابد من التركيز على عاملين أساسيين لابد أن يأخذهما المستثمر بعين الاعتبار وهما العائد والمخاطرة، وفي هذا المبحث سنقوم بتحليل هذين العاملين من خلال التقارير السنوية التي تنشرها إدارة الصندوق (NBIM) على موقعها الإلكتروني.

المطلب الأول: تحليل العائد عن استثمارات الصندوق من 1998-2014

وكما ذكرنا سابقا توجد هناك محفظتان استثماريتان للصندوق واحدة فعلية والأخرى مرجعية أو نموذجية وبالتالي يوجد لدينا عائد فعلي (حقيقي) وعائد آخر مرجعي يوضع مسبقا سواء بالنسبة للأسهم أو للسندات (محفظة العقارات لا تضع لها إدارة الصندوق عائدا مرجعيا)، وبما أن الاستثمار كان يقتصر على السندات الحكومية فقط في الفترة ما بين (1996-1998)، وأن أول عملية استثمار في العقارات كانت سنة 2011، فإننا سنحلل تطور العائد الحقيقي لمحفظة الصندوق عن طريق مقارنته بالعائد المرجعي من سنة 1998 إلى سنة 2014.

أولا: تحليل تطور العائد الحقيقي لمحفظة الصندوق من 1998-2014

والجدول الموالي يوضح لنا تطور العائد الحقيقي والعائد المرجعي للمحفظة الاستثمارية لصندوق المعاشات الحكومي العالمي.

جدول رقم (3-10): تطور العائد الحقيقي والعائد المرجعي من 1998-2014

السنوات	العائد الحقيقي (%)	العائد المرجعي (%)	الفرق (%)
1998	9.26	9.06	0.2
1999	12.44	11.33	1.11
2000	2.49	2.29	0.2
2001	- 2.47	- 2.45	- 0.02
2002	- 4.74	- 4.45	- 0.29
2003	12.59	12.00	0.59
2004	8.94	8.41	0.53
2005	11.09	10	1.09
2006	7.9	7.75	0.15
2007	4.26	4.48	- 0.22
2008	- 23.30	- 19.93	- 3.37

الفصل الثالث: مساهمة صندوق المعاشات الحكومي العالمي في إدارة الفوائض المالية النفطية

4.1	21.52	25.62	2009
1.05	8.57	9.62	2010
- 0.12	- 2.42	- 2.54	2011
0.18	13.24	13.42	2012
0.97	14.98	15.95	2013
- 0.72	8.30	7.58	2014

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على:

- NBIM, GPFG annuel report, 2014, op-cit, p :16.
- NBIM, GPFG annuel report, 2009, op-cit, p : 15.
- NBIM, GPFG annuel report, 2007, op-cit, p : 7.

من الجدول رقم(3-10) يمكن تقسيم أهم المحطات التي مر بها العائد الحقيقي من سنة 1998 إلى سنة 2014 إلى خمسة فترات هي:

- **الفترة الأولى(1998-2000):** نلاحظ أن العائد الحقيقي والعائد المرجعي قريبان جدا من التطابق حيث أن العائد الحقيقي يحقق أفضلية على العائد المرجعي وهو أمر إيجابي بالنسبة للصندوق، كما نلاحظ أيضا أن الفرق بين العائد الحقيقي والعائد المرجعي ضئيل باستثناء سنة 1999، وبالتالي فإن إدارة الصندوق تبدو حريصة جدا على الاستثمار في السندات الحكومية أو أدوات الدخل الثابت وعدم المخاطرة بالاستثمار في الأسهم والتي تعتبر أمرا جديدا على الصندوق إذ بدأ الاستثمار في الأسهم فقط سنة 1998.
- **الفترة الثانية(2001-2002):** نلاحظ تراجع العائد الحقيقي من 12.44% سنة 1999 إلى 2.49% سنة 2000 ليحقق نتيجة سلبية سنة 2001 وكذلك سنة 2002، كما نلاحظ أيضا أن هناك شبه تطابق بين العائد الحقيقي والعائد المرجعي، ويبدو أن نقص خبرة إدارة الصندوق فيما يخص الاستثمار في الأسهم تظهر جليا من خلال هذه النتائج المحققة.
- **الفترة الثالثة(2003-2006):** بعد النتائج السالبة التي حققها العائد الحقيقي في سنتي 2001 و2002 على التوالي، عرف العائد الحقيقي نموا كبيرا من سنة 2003 حتى سنة 2005 بالرغم من انخفاضه سنة 2004 بمقدار 4% مقارنة بسنة 2003 و3% مقارنة بسنة 2005، إلا أن الفرق بين العائد الحقيقي والعائد المرجعي كان إيجابيا واقترب من عتبة 1% ويبدو أن إدارة الصندوق بدأت تتدارك الأوضاع من خلال النتائج الإيجابية المحققة في هذه السنوات الثلاثة، وفي سنة 2006 أجريت العديد من التعديلات على الصندوق من بينها إجراء تعديل على الاستراتيجية الاستثمارية للصندوق والتي أصبحت(60% أسهم-40% سندات) حيث كان لهذه التعديلات أثرا كبيرا في انخفاض العائد الحقيقي مقارنة بسنة 2005 أي بمعدل 4%، كما أن الفارق بين العائد الحقيقي والعائد المرجعي كان إيجابيا ولكن بمقدار ضئيل.

• **الفترة الرابعة (2007-2008):** فبعد التعديلات الهامة التي أجريت على الصندوق والتي كان لها أثر كبير في تراجع العائد الحقيقي، شهدت سنة 2007 انخفاضاً للعائد الحقيقي بمقدار 3% مقارنة بسنة 2006 وفي هذه السنة أيضاً حقق العائد المرجعي أفضلية على العائد الحقيقي لأول مرة منذ 1998 وذلك راجع لأزمة الرهون العقارية التي شهدها العالم في صيف 2007، وكان العائد الحقيقي المحقق سنة 2008 كارثياً وذلك بسبب تفاقم أزمة الرهون العقارية والذي قدر بـ 23.30% كما أن الفرق بينه وبين العائد المرجعي تجاوز عتبة -3% .

• **الفترة الخامسة (2009-2014):** شهدت سنة 2009 عائداً حقيقياً إيجابياً جداً ومحفزاً للصندوق حيث تخطى العائد الحقيقي عتبة 25% لأول مرة منذ 1998 كما أن الفرق بين العائد الحقيقي والعائد المرجعي بلغ 4% لأول مرة هو الآخر ويبدو أن ملامح التعافي من أثر أزمة الرهون العقارية يظهر جلياً من خلال هذه النتيجة المحققة، وكذلك يبدو أن الاستراتيجية الاستثمارية الجديدة والتي تمنح الأفضلية للاستثمار في الأسهم كانت خياراً جيداً، وفي سنة 2010 انخفض العائد الحقيقي بمقدار 16% مقارنة بسنة 2009 إلا أن الفارق بين العائد الحقيقي والعائد المرجعي في هذه السنة كان إيجابياً، وفي سنة 2011 عرف العائد الحقيقي تراجعاً كبيراً مقارنة بسنتي 2009 و 2010 إذ حقق نتيجة سلبية وذلك راجع لاشتداد حدة أزمة الديون السيادية خاصة في الولايات المتحدة الأمريكية والاتحاد الأوروبي والذين يعتبران سوقين ماليين هامتين بالنسبة لاستثمارات الصندوق، كما شهدت سنة 2011 أيضاً اكتمال أول استثمار في العقارات لمحفظه الصندوق، وفي سنة 2012 عرف العائد الحقيقي تطوراً إيجابياً إذ قفز إلى 13.45% وبفارق إيجابي ضئيل عن العائد المرجعي، وواصل العائد الحقيقي تطوره في سنة 2013 ليبلغ 15.97% وفارق إيجابي اقترب من عتبة 1% عن العائد المرجعي، أما في سنة 2014 فانخفض العائد الحقيقي بمقدار 8.5% مقارنة بسنة 2013 كما أن الفارق بين العائد الحقيقي والعائد المرجعي كان سالباً واقترب من عتبة 1%.

والعائد الحقيقي المبين في الجدول رقم (3-10) هو عبارة عن عائد حقيقي خام، ولإيجاد العائد الحقيقي الصافي لابد من طرح أثر التضخم وكذلك تكاليف إدارة الاستثمارات، والجدول الموالي يوضح لنا تطور العائد الحقيقي الصافي.

جدول رقم(3-11): تطور العائد الحقيقي الصافي من سنة 1998-2014

السنة	العائد الحقيقي الخام (%)	أثر التضخم (%)	تكلفة إدارة الاستثمارات (%)	العائد الحقيقي الصافي (%)
1998	9.26	0.92	0.06	8.28
1999	12.44	1.28	0.09	11.07
2000	2.49	2.02	0.11	0.36
2001	- 2.47	1.17	0.07	-3.71
2002	- 4.74	1.91	0.09	-6.74
2003	12.59	1.57	0.10	10.92
2004	8.94	2.37	0.11	6.46
2005	11.09	2.33	0.11	8.65
2006	7.90	2.13	0.10	5.67
2007	4.26	3.09	0.09	1.08
2008	- 23.30	1.3	0.10	-24.7
2009	25.62	1.64	0.14	23.84
2010	9.62	1.81	0.11	7.7
2011	- 2.54	2.77	0.08	-5.39
2012	13.42	1.95	0.06	11.41
2013	15.95	1.39	0.07	14.49
2014	7.58	1.13	0.06	6.39

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على:

- NBIM, GPFG annuel report, 2014, op-cit, p :16.
- NBIM, GPFG annuel report, 2013, p :15.
- NBIM, GPFG annuel report, 2012, p : 6.
- NBIM, GPFG annuel report, 2011, op-cit, p :17
- NBIM, GPFG annuel report, 2010, op-cit, p :15.
- NBIM, GPFG annuel report, 2009, op-cit, p :17.
- NBIM, GPFG annuel report, 2008, op-cit, p :24.
- NBIM, GPFG annuel report, 2007, op-cit, p :6.

نلاحظ من الجدول رقم(3-11) أن العائد الحقيقي الصافي يكون مرتفعا إذا كانت معدلات التضخم وتكلفة إدارة الاستثمارات منخفضة والعكس صحيح، ويمكن القول أن تكلفة إدارة الاستثمارات تكاد تكون ثابتة ويمكن حصرها في المجال (0.06%-0.14%) إذ نلاحظ أن تكلفة إدارة الاستثمارات وصلت إلى 0.14% في سنة وحيدة هي سنة 2009، أما فيما يتعلق بمعدلات التضخم فهو العامل الذي يؤثر بشكل كبير على العائد فيلاحظ عليه ارتفاعه في جميع السنوات إذا أخذنا معدلات التضخم لسنة 1998 كسنة مقارنة.

ثانياً: تحليل تطور عوائد مكونات المحفظة من 1998-2014

وذلك من خلال تحليل العائد الحقيقي لكل مكون من مكونات المحفظة على حدى.

1. **محفظة الأسهم والسندات:** من أجل الوصول إلى تحليل أدق لا بد من تحليل العائد الحقيقي لمحفظة السندات ومقارنته بالعائد بالمرجعي لها، وكذلك نفس الشيء مع محفظة الأسهم، والجدول الموالي يبين لنا العوائد الحقيقية والعوائد المرجعية لكل محفظة على حدى.

جدول رقم (3-12): تطور العائد الحقيقي والمرجعي لمكونات محفظة الصندوق (أسهم وسندات)

محفظة الأسهم			محفظة السندات			السنوات
الفرق (%)	العائد المرجعي (%)	العائد الحقيقي (%)	الفرق (%)	العائد المرجعي (%)	العائد الحقيقي (%)	
- 0.14	13.0	12.86	0.21	9.10	9.31	1998
3.49	31.32	34.81	- 0.01	- 1.00	- 0.99	1999
- 0.49	- 6.31	- 5.82	0.07	8.34	8.41	2000
- 0.08	- 14.66	- 14.58	0.08	4.96	5.04	2001
- 0.07	- 24.47	- 24.4	0.49	9.41	9.9	2002
0.47	22.33	22.8	0.53	4.77	5.3	2003
0.81	12.19	13.0	0.37	5.73	6.1	2004
2.19	20.31	22.5	0.36	3.46	3.82	2005
0.14	17.14	17.0	0.25	1.68	1.93	2006
1.15	5.67	6.82	- 1.3	4.26	2.96	2007
- 1.16	- 39.54	- 40.70	- 5.56	6.08	- 0.52	2008
1.81	32.46	34.27	7.36	5.13	12.49	2009
0.73	12.61	13.34	1.53	2.58	4.11	2010
- 0.48	- 8.36	- 8.84	0.52	6.51	7.03	2011
0.52	17.54	18.06	0.29	6.97	6.68	2012
1.28	25	26.28	0.25	-	0.10	2013
- 0.82	8.72	7.90	- 0.7	7.58	6.88	2014

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على:

- NBIM, GPF* annual report, 2014, op-cit, pp : 30-37.
- NBIM, GPF* annual report, 1998, p : 14.

بعد قراءة الجدول يمكن استخلاص ما يلي:

أ. **محفظة السندات:** نلاحظ من الجدول أن العائد الحقيقي لمحفظة السندات موجب في جميع السنوات ما عدا سنة 1999 وسنة 2008، وإذا قارنا العائد الحقيقي مع العائد المرجعي نجد أن الفرق موجب هو الآخر في جميع السنوات ما عدا سنة 1999 وسنة 2007 وسنة 2008 ويمكن القول أن بأن العائد الحقيقي لمحفظة السندات مر بالفترات التالية:

• **الفترة الأولى (1998-1999):** حيث انخفض العائد الحقيقي بشكل كبير وحقق نتيجة سالبة سنة 1999، كما أن الفرق بين العائد الحقيقي والعائد المرجعي كان ضئيلاً وموجبا سنة 1998، وشبه متطابق سنة 1999.

• **الفترة الثانية (2000-2004):** عرف العائد الحقيقي معدلات موجبة وكذلك الفرق بين العائد الحقيقي والعائد المرجعي في هذه الفترة كان موجبا واقترب من 0.5% خاصة في سنوات 2002، 2003، 2004.

• **الفترة الثالثة (2005-2008):** وإبتداء من سنة 2005 بدأ العائد الحقيقي ينخفض تدريجيا حتى إنهار تماما سنة 2008 بسبب تفاقم أزمة الرهون العقارية التي شهدها العالم في صيف 2007، كما نلاحظ أيضا أنه في سنة 2007 كان الفرق بين العائد الحقيقي والعائد المرجعي سالبا.

• **الفترة الرابعة (2009-2014):** في سنة 2009 بلغ العائد الحقيقي معدلا غير مسبوق إذ بلغ 12.49% لأول مرة منذ سنة 1998، ولكن انخفض مجددا سنة 2010، وارتفع مجددا سنة 2011، وانخفض بشكل طفيف في سنة 2013 مقارنة بسنة 2012، وإنهار تماما سنة 2013، أما في سنة 2014 فعاود الارتفاع من جديد، أما فيما يخص الفرق بين العائد الحقيقي والعائد المرجعي في هذه الفترة فكان موجبا واتسع خاصة سنة 2009 إذ بلغ الفرق بينهما 7.36% أما في سنة 2014 فلقد كان الفرق سالبا إلا أنه كان ضئيلاً.

ب. **محفظة الأسهم:** نلاحظ من خلال الجدول أن العائد الحقيقي حقق نتائج سالبة في سنوات 2000 و2001 و2002 و2008 و2011، وعليه يمكن القول بأن العائد الحقيقي مر بالفترات التالية:

• **الفترة الأولى (1998-1999):** حقق العائد الحقيقي نتائج إيجابية بالرغم من أن الفرق بين العائد الحقيقي والعائد المرجعي في سنة 1998 كان سالبا 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 في ما يتعلق بالاستثمار في الأسهم، أما فيما يخص الفرق بين العائد الحقيقي

الفصل الثالث: مساهمة صندوق المعاشات الحكومي العالمي في إدارة الفوائض المالية النفطية

والعائد المرجعي فقد كان سالبا وقارب -1% سنة 2000، أما في سنة 2002 و2003 فقد كان سالبا وضئيلا.

- **الفترة الثالثة (2004-2008):** يبدو أن إدارة الصندوق في هذه الفترة قد تمكنت من تدارك النتائج السلبية للسنوات الثلاث الماضية، إذ حقق العائد الحقيقي معدلات موجبة بالرغم من انها متقلبة، لتتخفف سنة 2007 والسبب هو بداية أزمة الرهون العقارية، وإنهار العائد الحقيقي تماما سنة 2008 بسبب تفاقم أزمة الرهون العقارية .
- **الفترة الرابعة (2009-2011):** وفي سنة 2009 حقق العائد الحقيقي ثاني رقم قياسي بعد سنة 1998 إذ بلغ 34.27%، ثم انخفض سنة 2010 بمقدار 20.93% مقارنة بسنة 2009 ثم حقق نتيجة سالبة سنة 2011 بسبب تفاقم أزمة الديون السيادية خاصة في الولايات المتحدة الأمريكية والاتحاد الأوروبي.
- **الفترة الخامسة (2012-2014):** حقق العائد الحقيقي نتائج موجبة خاصة في سنتي 2012 و2013 أما في سنة 2014 فبالرغم من تحقيق نتيجة موجبة إلا أن الفرق بين العائد الحقيقي و العائد المرجعي كان سالبا واقترب من عتبة -1%.

وبالرغم من محفظة السندات كانت أقل نتائج سلبية من محفظة الأسهم، إلا أن محفظة الأسهم شهد فيها العائد الحقيقي معدلات مرتفعة وبالتالي فإن خيار تغيير الاستراتيجية الاستثمارية سنة 2006 كان في محله فأغلب النتائج السلبية كانت راجعة إلى أزمات شهدها العالم سنة 2007 و2008 و2011.

2. **محفظة العقارات:** اكتمل أول استثمار في العقارات سنة 2011 وبالتالي فإن الاستثمار في العقارات لا يزال حديثا على الصندوق مقارنة بالاستثمار في الأسهم والسندات، وكما أشرنا سابقا فإنه لا يوجد عائد مرجعي لمحفظة العقارات، والجدول الموالي يبين لنا تطور العائد الحقيقي على هذه المحفظة.

جدول رقم (3-13): تطور العائد الحقيقي لمحفظة العقارات من 2011-2014

السنوات	2011	2012	2013	2014
العائد الحقيقي (%)	-4.37	5.77	11.79	10.72

Source : NBIM, GPF annual report, 2014, op-cit, p :16.

نلاحظ من الجدول أن العائد الحقيقي على الاستثمار في العقارات سالب سنة 2011 وهي السنة التي تحقق فيها أول استثمار في العقارات، ولكن في سنة 2012 حقق نتيجة إيجابية والتي تضاعفت سنة 2013، وبالرغم من انخفاض العائد الحقيقي بشكل طفيف سنة 2014 مقارنة بسنة 2013 إلا أن الاستثمار في العقارات يبدو خيارا واعدا في القادم من السنوات.

المطلب الثاني: إدارة مخاطر الاستثمار في صندوق المعاشات الحكومي العالمي

تسعى إدارة صندوق المعاشات الحكومي العالمي (GPFG) لتحقيق أكبر عائد ممكن من خلال الاستراتيجية الاستثمارية التي تتبعها، إذ تستثمر في مناطق مختلفة من العالم بواسطة محفظة الأسهم والسندات ومحفظة العقارات، وبما أن الاستثمار لا يخلو من المخاطر فإدارة الصندوق تأخذ عامل الخطر بعين الاعتبار بما أنها تسعى أو تهدف إلى تحقيق أعلى عائد ممكن، وسنركز في دراستنا على خطرين فقط هما خطر السوق وخطر الائتمان.

1. إدارة خطر السوق (Market risk) تعرف وحدة إدارة الاستثمارات التابعة للبنك المركزي النرويجي (NBIM) خطر السوق على أنه خطر الخسارة أو التغير في القيمة السوقية للمحفظة كلها أو جزء منها نتيجة التغيرات التي تحصل في الأسواق المالية الدولية، وخطر السوق بالنسبة للأسهم والسندات يقاس من خلال الأبعاد المتمثلة في التعرض المطلق "Absolute exposure" والتعرض النسبي "Relative exposure" مقارنة بالمحفظة المرجعية، وكذلك خطر الارتباط والتقلب (عدم الثبات) بالإضافة إلى خطر السيولة، أما فيما يخص خطر السوق بالنسبة للعقارات تقاس على أساس التعرض المطلق "Absolute exposure" وكذلك على أساس توزيع العقارات قيد الإنجاز والعقارات الشاغرة، ويتم أخذ خطر السوق بعين الاعتبار لتوليد عوائد عن الاستثمارات متوافقة مع أهداف الاستثمار للصندوق.¹

واستثمر الصندوق أصوله في الأسواق المالية المتطورة والناشئة سنة 2014، كآتي:

- **محفظة الأسهم:** وهي تمثل نسبة 61.3% من الاستراتيجية الاستثمارية الفعلية، ويستثمر الصندوق 90.2% من محفظة الأسهم في الأسواق المالية المتطورة كالولايات المتحدة الأمريكية واليابان، وألمانيا، وفرنسا، وغيرها من الدول الأخرى، ويستثمر 8.2% في الأسواق المالية الناشئة كالصين وتايوان والهند والبرازيل وغيرها من الدول الأخرى.
- **محفظة السندات:** وهي تمثل نسبة 36.5% من الاستراتيجية الاستثمارية الفعلية، ويستثمر الصندوق 87.2% من محفظة السندات في الأسواق المالية المتطورة كالولايات المتحدة الأمريكية ودول الإتحاد الأوروبي، واليابان، وكندا، وغيرها من الدول الأخرى، ويستثمر 12.8% من محفظة السندات في الأسواق المالية الناشئة كالبرازيل والمكسيك و جنوب إفريقيا وغيرها من الدول الأخرى.

¹ NBIM, GPFG annuel report, 2014, op-cit, p :81.

الفصل الثالث: مساهمة صندوق المعاشات الحكومي العالمي في إدارة الفوائض المالية النفطية

- **محفظة العقارات:** وهي تمثل نسبة 2.2% من الاستراتيجية الاستثمارية الفعلية، ويتم استثمارها في المملكة المتحدة، والولايات المتحدة الأمريكية، وفرنسا، وألمانيا، وسويسرا، وغيرها من الدول الأخرى.

ونلاحظ أن الصندوق يركز كثيرا في استثماراته على الأسواق المالية المتطورة وذلك للتقليل من المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها في الأسواق المالية الناشئة (أنظر الملحق رقم (10))، وكذلك من أجل تفادي خطر تركيز الاستثمارات في سوق مالية واحدة أو في قطاع واحد نجد أن الصندوق ينوع في استثماراته ويستثمر في العديد من الدول سواء تعلق الأمر بمحفظة الأسهم أو محفظة السندات وحتى محفظة العقارات، كما أنه يستثمر في السندات الحكومية وسندات الشركات وأنواع أخرى للسندات، أما في ما يخص القطاعات فالصندوق يستثمر في جميع القطاعات كالمالية والصحة والاتصالات والنفط والغاز وقطاع التكنولوجيا، وبالتالي فإن محفظة الصندوق من أكثر المحافظ الاستثمارية تنوعا من حيث توزع الاستثمارات والقطاعات التي يستثمر فيها (أنظر الملحق رقم (11)).

2. **إدارة خطر الائتمان (Credit risk):** وتعرفه وحدة إدارة الاستثمارات التابعة للبنك المركزي النرويجي (NBIM) على أنه خطر خسارة قرض أو عدم قدرة المقرض على الوفاء بالتزاماته وخطر الائتمان يتعلق في هذه الحالة بمحفظة السندات ويتم أخذ خطر الائتمان بعين الاعتبار هو الآخر لتوليد عوائد عن الاستثمارات تتوافق والأهداف الموضوعية . وقصد إدارة خطر الائتمان محفظة السندات للصندوق تضم السندات المصنفة من طرف أفضل وكالات التصنيف الائتماني والجدول الموالي يوضح لنا محفظة السندات للصندوق مع التصنيف¹.

جدول رقم (3-14): محفظة السندات لصندوق المعاشات الحكومي نهاية سنة 2014

الوحدة: نسب مئوية (%)

المجموع	-BBB	BBB	A	AA	AAA	
55.2	0.1	9.5	11.8	7.9	25.8	سندات حكومية
14.6	0.1	1.4	1.0	6.0	6.1	سندات شبيهة بالسندات الحكومية
19.3	0.4	7.9	9.4	1.6	0.1	سندات الشركات
8.1	0.0	0.8	0.8	0.4	6.1	سندات مؤمنة (مضمونة)
2.7	-	0.9	0.1	0.2	1.5	سندات أخرى
100	0.7	20.6	23.0	16.2	39.5	المجموع

Source : NBIM, GPFG annuel report, 2014, op-cit, p :51.

¹ NBIM, GPFG annuel report, 2014, op-cit, p :81.

الفصل الثالث: مساهمة صندوق المعاشات الحكومي العالمي في إدارة الفوائض المالية النفطية

بعد قراءتنا لمعطيات الجدول رقم(3-14) نستنتج أن الصندوق يستثمر في السندات الحكومية بنسبة 55.2% من إجمالي محفظة السندات إذ لا يخفى علينا أن السندات الحكومية عديمة المخاطر كما نلاحظ أيضا أن 25.8% من إجمالي السندات الحكومية مصنفة في الدرجة "AAA" ، في حين نجد أن إجمالي السندات المصنفة في الدرجة "AAA" تمثل نسبة 39.5% من إجمالي محفظة السندات وأن إجمالي السندات المصنفة في الأربع درجات الأولى تمثل نسبة 99.3%، ونلاحظ أن الصندوق لا يستثمر في السندات المصنفة تحت درجة "BBB-" إلا بحوالي 0.7% من إجمالي محفظة السندات وعليه فإن محفظة السندات للصندوق من بين المحافظ الأقل تعرضا لمخاطر الائتمان ويؤكد كذلك التزام إدارة الصندوق بالتقيد الاستراتيجي الاستثمارية المرجعية.

وانخفضت نسبة الاستثمار في السندات الحكومية المصنفة في الدرجة(AAA) و(AA) مقارنة بسنة 2013 إذ كانت تمثل نسبة 35% و15.8% على التوالي، في حين تعرف السندات الحكومية المصنفة من الدرجة(A) و(BBB) ارتفاعا طفيفا إذ كانت تمثل نسبة 3.8% و8% على التوالي سنة 2013، وانخفض إجمالي السندات المصنفة في الدرجة(AAA) من 48.3% سنة 2013 إلى 39.5% سنة 2014 وكذلك السندات المصنفة في الدرجة(AA) انخفضت في الاجمالي من 22.3% سنة 2013 إلى 16.2% سنة 2014، كما نجد أيضا أن إجمالي السندات المصنفة من الدرجة(A) والدرجة(BBB) ارتفع من 11.6% و17.2% على التوالي سنة 2013 إلى 23.0% و20.6% على التوالي سنة 2014.(أنظر الملحق رقم(12)).

جدول رقم(3-15): محفظة السندات لصندوق المعاشات الحكومي بالعملات الأجنبية سنة 2014

الوحدة: نسب مئوية(%)

المجموع	-BBB	BBB	A	AA	AAA	
39.9	0.2	7.2	7.9	2.8	21.8	الدولار الأمريكي
24.7	0.3	6.3	2.5	4.4	11.2	الأورو-عملة الاتحاد الأوروبي-
8.0	-	-	8.0	-	-	الين الياباني
5.7	-	0.6	0.4	3.9	0.8	الجنيه الإسترليني
3.3	-	0.3	0.4	1.1	1.6	الدولار الكندي
18.4	0.1	6.2	3.9	4.1	4.2	عملات أخرى
100	0.7	20.6	23.0	16.2	39.5	المجموع

Source : NBIM, GPF annual report, 2014, op-cit, p :87.

الفصل الثالث: مساهمة صندوق المعاشات الحكومي العالمي في إدارة الفوائض المالية النفطية

أما من حيث العملات فنجد أن السندات الحكومية المقيمة بالدولار الأمريكي والمصنفة في الدرجة (AAA) عرفت انخفاضا بمقدار 6% مقارنة بسنة 2013، في حين ترتفع نسب السندات الحكومية المقيمة بالدولار الأمريكي والمصنفة في درجات أقل من الدرجة (AAA) مقارنة بسنة 2013، كما نلاحظ أيضا أن السندات المقيمة بالأورو تنخفض هي الأخرى في جميع التصنيفات. (أنظر الملحق رقم (13)).

ومن أجل الالتزام بالاستراتيجية الاستثمارية المرجعية، عمدت وزارة المالية النرويجية إلى وضع حدود للانحراف عن المحفظة المرجعية المتعلقة باستثمارات الأسهم والسندات والعقارات من خلال وضع هامش خطأ أو التوقع النسبي والذي يسمح بوضع سقف معين لتوقع مدى انحراف العائد الحقيقي لاستثمار معين عن العائد المرجعي والذي يوضع وفقا للمحفظة المرجعية، والجدول الموالي يبين لنا مدى التزام إدارة صندوق المعاشات الحكومي بهذه الحدود.

جدول رقم (3-16): مدى التزام إدارة صندوق المعاشات الحكومي بالحدود الموضوعه من طرف وزارة المالية النرويجية من 2012-2014

2012	2013	2014	الحدود الموضوعه من طرف وزارة المالية	
61.1	61.8	61.3	• محفظة الأسهم: 50%-70% من القيمة السوقية للصندوق.	المجال
38.2	37.2	36.5	• محفظة السندات: 35%-40% من القيمة السوقية للصندوق.	
0.7	1.0	2.2	• محفظة العقارات: 0%-5% من القيمة السوقية للصندوق.	
0.5	0.6	0.4	1% هامش الخطأ المتوقع للأسهم والسندات	خطر السوق
0.7	0.6	0.7	5% كحد أعلى للاستثمار في السندات التي تصنف تصنيفا أقل من (BBB)	خطر الائتمان
9.5	9.4	9.7	10% كحد أعلى للاستثمار في رأس مال الشركات	الحد الأعلى للتملك

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على:

- NBIM, GPFG annuel report, 2014, op-cit, p :51.
- NBIM, GPFG annuel report, 2013, op-cit, p :47.
- NBIM, GPFG annuel report, 2012, op-cit, p :37.

نلاحظ من الجدول رقم(3-16) أن إدارة الصندوق تلتزم بالحدود الموضوعه من طرف وزارة المالية النرويجية وهي نقطة إيجابية جدا لتفادي المخاطر، ومن خلال الجدول نلاحظ أيضا أن مكونات المحفظة الفعلية لم تتجاوز المجال المحدد لها ونجد أيضا أن الاستثمار في السندات المصنفة تصنيفا أقل من (BBB) لم يتجاوز الحد الأعلى المسموح به ، وكذلك الالتزام بالحد الأعلى المسموح به للمساهمة في رأس مال الشركات.

المطلب الثالث: تقييم عام لصندوق المعاشات الحكومي العالمي

من خلال عرضنا وتحليلنا للنتائج التي حققها صندوق المعاشات الحكومي يمكن القول بأنه تجربة رائدة بكافة المقاييس في مجال إدارة الفوائض المالية النفطية على المدى البعيد، وذلك بحكم شهادة العديد من المؤسسات البحثية وحتى المنظمات الدولية فصندوق المعاشات الحكومي العالمي يحتل المراتب الأولى عالميا سواء من حيث الحوكمة أو من حيث الشفافية، وهناك العديد من العوامل والسياسات التي جعلت من صندوق المعاشات الحكومي العالمي نموذجا يحتذى به سواء في مجال صناديق الثروة السيادية أو في مجال إدارة المصادر النفطية، ويمكن تقسيم تلك العوامل إلى عوامل داخلية وأخرى خارجية، وهي:

1. العوامل الخارجية: إن موقع مملكة النرويج في القارة الأوروبية وحدودها الحيوية كلها عوامل ساعدت مملكة النرويج على الاستفادة من التطور الحاصل في الدول المجاورة لها وخاصة في مجال التجارة الدولية، ضف إلى ذلك ضعف ارتباط اقتصاد مملكة النرويج بالنفط(اقتصادها ليس نفطيا) وتنوعه وفر الظروف الملائمة لعمل الصندوق مقارنة بالدول النفطية الأخرى التي تعاني من لعنة الموارد الطبيعية أو ما يعرف بالمرض الهولندي، فعدم تأثر الاقتصاد بالصدمات الخارجية خاصة تلك المتعلقة بانخفاض أسعار النفط يجعل الصندوق يعمل بعيدا عن الضغوطات وكذلك يساعد على اتخاذ القرارات الملائمة المتعلقة بإدارة الفوائض المالية النفطية هي الأخرى بعيدا عن الضغوطات، هذا وبالإضافة إلى وجود بيئة سياسية مبنية على الشفافية والمسائلة وتحديد المسؤوليات والمبادئ الأخلاقية وفرت للصندوق الجو الاستثماري الملائم لممارسة نشاطاته الاستثمارية حول العالم.

2. العوامل الداخلية: وهي عوامل متعلقة بالصندوق في حد ذاته، يمكن إجمالها في ما يلي:

- وجود هيكل تنظيمي متكامل يوضح بدقة أهداف الصندوق، ويحدد مسؤوليات ومهام الموظفين فيه ويسهل عملية المراقبة والإشراف عليه مما يضمن درجة كبيرة من الفعالية لبلوغ الأهداف المسطرة والمرجوة من إدارة أصول واستثمارات الصندوق.

- يتبع الصندوق استراتيجية استثمارية واضحة المعالم والأهداف، تتصف بالتنوع من حيث مكوناتها وعدم التركيز من حيث توزيعها حسب المناطق وحسب القطاعات، كما تتصف أيضا بالمرونة إذ يمكن التعديل عليها حسب الظروف السائدة، ضف إلى ذلك وجود مبادئ توجيهية تصدرها سلطات عليا متمثلة في وزارة المالية النرويجية والتي تلتزم إدارة الصندوق بإتباعها تفاديا للأخطار المصاحبة للاستثمار.
- تمتع إدارة الصندوق بدرجة عالية من الكفاءة والمسؤولية والتي تمكنهم من تطبيق التعليمات واتباع الخطط والاستراتيجيات وكذلك التعامل مع الأخطار المصاحبة لعمليات الاستثمار باتخاذ القرارات المناسبة.
- 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.
- ما يميز صندوق المعاشات الحكومي توفره على قدر عال من الشفافية، فمن خلال دراسة هذا الصندوق، نجد أنه يتيح المجال للرأي العام وللقارئ والباحث ووسائل الإعلام للاطلاع على القوانين والتشريعات المتعلقة بالصندوق أولا بأول، ضف إلى ذلك نشره لتقارير فصلية وسنوية تبين نتائج الاستثمارات والتي تمكن القارئ والباحث من معرفة أداء الصندوق وتقييمه، وهذا بالتأكيد ما فتح المجال أمام الصندوق من حيث الاستثمارات إذ يمكنه الاستثمار في أي دولة أو أي شركة في كافة أنحاء العالم لطالما يتبنى العديد من المبادئ أهمها الشفافية في التعاملات والاحترافية في التسيير.
- من خلال تتبعنا للنتائج التي حققها الصندوق في الفترة الممتدة ما بين 1998 و 2014 نجد أن العائد الحقيقي على محفظة الصندوق ككل (أسهم وسندات وعقارات) كان إيجابيا في جميع السنوات تقريبا باستثناء بعض السنوات حقق فيها الصندوق نتائج سلبية يمكن تلخيصها في ما يلي:
 - حقق نتائج سالبة في سنتي 2001 و 2002 وذلك كان راجعا للنتائج السلبية المحققة على مستوى محفظة الأسهم لوحدها وذلك لنقص خبرة إدارة الصندوق في مجال الاستثمار في الأسهم والتي شرع الصندوق بالاستثمار فيها منذ سنة 1998، وبالتالي أثرت سلبا على العائد الحقيقي لمحفظة الصندوق ككل.
 - في سنة 2008 كانت النتائج السلبية المحققة بسبب أزمة الرهون العقارية التي بدأت في صيف 2007 وتفاقمت سنة 2008 وما كان لها من أثر كبير في الأسواق المالية الدولية، إذ لا يخفى علينا أن الصندوق يستثمر في الأسهم والسندات واللذان تعتبران أهم الأدوات المالية في الأسواق المالية الدولية.

- في سنة 2011 كانت النتائج السلبية راجعة لسببين، السبب الأول تفاقم أزمة الديون السيادية في منطقتي شمال أمريكا والاتحاد الأوروبي وهما سوقين ماليتين مهمتين يركز عليهما الصندوق في استثماراته، والسبب الثاني راجع للنتيجة السلبية التي حققها العائد الحقيقي على محفظة العقارات ومحفظة السندات وخاصة محفظة العقارات والتي كانت سنة 2011 السنة التي اكتمل فيها أول استثمار للصندوق في مجال العقارات، وبالتالي تأثر محفظة الصندوق ككل بتلك النتائج السلبية.

ولكن كل النتائج السلبية تم التعامل معها وتداركها خاصة بعد أزمة الرهون العقارية سنة 2008، مما يؤكد لنا سلامة وكفاءة إدارة الصندوق التي تسعى لتحقيق أعلى عائد ممكن بأقل تكاليف ممكنة، و بأقل مخاطر ممكنة.

خلاصة الفصل:

تخطت مملكة النرويج الأثار السلبية للموارد الطبيعية على الاقتصاد المحلي الذي يتميز بالتنوع وبالرغم من أن مملكة النرويج دولة منتجة ومصدرة للنفط إلا أن اقتصادها ليس نفطيا مقارنة بالعديد من الدول المنتجة والمصدرة لمادة النفط، ومن أجل الحفاظ على جزء من الثروة النفطية للأجيال القادمة أنشأت صندوق النفط الذي أصبح فيما بعد يسمى صندوق المعاشات الحكومي العالمي (GPF) الذي يحتل المرتبة الأولى كأكبر صندوق ثروة سيادي في العالم من حيث حجم أصوله، والذي يتمتع بقدر عال من الحوكمة والشفافية وكذلك مراعاته وتطبيقه للمعايير الدولية كإمتثاله كليا لمبادئ سانتياغو وذلك بشهادة العديد من المؤسسات البحثية والمنظمات الدولية، ضف إلى ذلك أن صندوق المعاشات الحكومي يتبع استراتيجيات واضحة المعالم في استثماراته ويسعى من خلال ذلك إلى تحقيق أعلى عائد ممكن وبأقل تكاليف ومخاطر ممكنة.

ومن خلال تتبعنا للنتائج المحققة من سنة 1998 إلى 2014 نجد أن العائد الحقيقي على محفظة الصندوق حققت نتائج سالبة في بعض الفترات تعلق بعضها بأزمات كأزمة الرهون العقارية سنة 2008، وأزمة الديون السيادية سنة 2011، وبعضها كان بسبب التعديلات التي شهدتها المحفظة الاستثمارية سنة 1998 و2006 و2008 التي أثرت سلبا على عائد الصندوق ككل لقلّة خبرة إدارة الصندوق في الاستثمار في الأسهم في بداية الأمر، وكذلك نفس الأمر بالنسبة للعقارات سنة 2011 ورغم ذلك نجد أن إدارة الصندوق تتدارك النتائج السلبية بسرعة خاصة بعد أزمة الرهون العقارية إذ حقق نتائج إيجابية جدا سنة 2009.

وتجربة النرويج في مجال إدارة الفوائض المالية النفطية من خلال آلية صناديق الثروة السيادية تعد أنجح التجارب في عالمنا اليوم، وعلى الدول النفطية وخاصة العربية منها أن تنتهج الطرق التي انتهجتها مملكة النرويج في مجال قطاع النفط لتصبح كما عليه اليوم.

الخاتمة

إن المتمعن في التطور التاريخي لأسعار النفط في الفترة ما بين 1973-2008 يجد أن العالم لم يشهد سوى ثلاث طفرات نفطية كان لها أثر كبير في ظهور فوائض مالية لدى الدول النامية المصدرة للنفط نتيجة لضعف الطاقة الاستيعابية لاقتصادياتها، وتعددت أوجه استعمالات تلك الفوائض خاصة في الطفرتين الأولى والثانية والتي لم يتم استغلالها كما يجب ولم تحقق الأهداف المرجوة منها، ومع مرور الزمن برزت إلى الساحة الاقتصادية الدولية آلية ليست بالجديدة لإدارة الفوائض المالية النفطية نالت اهتمام الدول الغربية نظرا لتزايد عددها وحجم أصولها، ولقد تهافتت الدول النامية النفطية على انشاء صناديق الثروة السيادية رغبة منها في تحقيق إدارة أفضل لفوائضها وعدم تكرار ما حصل في الطفرتين السابقتين، وفي حين أصبحت العديد من التجارب الدولية تجارب رائدة على غرار تجربة النرويج، لا تزال تجارب الدول العربية في هذا المجال متواضعة إذ تفتقر لأدنى معايير الحوكمة والشفافية باستثناء صندوق "مبادلة" الذي يخطو على خطى بعض التجارب الرائدة.

1. اختبار فرضيات الدراسة: من خلال الفرضيات التي اقترحت لهذه الدراسة، توصلنا إلى ما

يلي:

- لم تعتمد الدول النامية النفطية على طرق واضحة في استثمار فوائضها المالية النفطية والتي نتج عنها استنزاف لتلك الفوائض بسبب الممارسات التي قامت بها الدول الصناعية الكبرى، وعليه تم إثبات صحة الفرضية الأولى.
- إن معظم التجارب الدولية الناجحة في مجال إدارة الفوائض المالية (نفطية أو غير نفطية) قائمة على معياري الحوكمة والشفافية وليس هذا فقط إذ نجد أن صندوق المعاشات الحكومي العالمي أضاف إلى قائمة المعايير الواجب توفرها في الصندوق مبادئ أخلاقية في إدارة استثمارات الصندوق وكذلك في الاستثمار بحد ذاته، وعليه تم إثبات صحة الفرضية الثانية.
- من خلال النتائج التي حققتها استثمارات الصندوق تعد تجربة صندوق المعاشات الحكومي العالمي تجربة ناجحة، كما أن إدارة الصندوق تتدارك النتائج السلبية بسرعة هذا بالإضافة إلى أنه يأخذ بعين الاعتبار المخاطر المصاحبة للاستثمار، وعليه تم إثبات صحة الفرضية الثالثة.

2. **نتائج الدراسة:** إنطلاقاً من الفرضيات التي قامت عليها الدراسة، توصلنا إلى النتائج التالية:
- سيبقى النفط مصدر الطاقة الأول حسب التوقعات والتنبؤات على الأقل حتى سنة 2030، في ظل غياب البدائل المثلى التي ستخلفه، وعلى الدول النفطية الاستعداد للتحديات التي ستعرض لها خاصة في ما يخص تراجع الطلب على النفط وارتفاع الاستهلاك المحلي له.
 - إن الفوائض المالية التي تحققت لدى الدول النامية المصدرة للنفط كان مصدرها ارتفاع أسعار النفط بفضل بعض العوامل والتي كانت أغلبها سياسية، وفي الفترة الممتدة بين 1973-2008 لم يعرف العالم سوى ثلاث طفرات نفطية لعل أهمها الطفرة النفطية الأخيرة (2002-2008) بلغت فيها أسعار النفط أرقاما غير مسبوقة .
 - إن الطرق الاستثمارية للفوائض المالية النفطية المتبعة من طرف الدول النامية في الطفرتين الأولى والثانية لم تحقق الأهداف المرجوة منها، والتي أدت إلى تناقص وتآكل واستنزاف تلك الفوائض مع مرور الزمن، ضف إلى ذلك وجود عوامل لم تسر في صالح الدول ذات الفوائض المالية النفطية كالتضخم المستورد وكذلك انخفاض قيمة الدولار.
 - بالرغم من انشاء العديد من الدول النامية النفطية صناديق للثروة السيادية إلا أنها لم ترق إلى المستوى المطلوب وكذلك لم تحقق الأهداف المرجوة منها حتى هذه اللحظة، والتي تحتل ذيل الترتيب من حيث الحوكمة والشفافية مقارنة بتجارب دولية، ونستثني من هذا الحديث صندوق الثروة السيادي للإمارات العربية المتحدة "مبادلة" الذي يخطو على خطى بعض التجارب الدولية الناجحة.
 - أصبحت صناديق الثروة السيادية تعرف من بين أهم الآليات المستخدمة في إدارة الفوائض المالية النفطية، وخاصة بعد اهتمام الدول الغربية بها والتي بذلت جهود كبيرة لوضع أطر تنظمها وتبرز أهدافها الاستثمارية وكذلك تقلل من المخاطر التي قد تتجم عنها خاصة في ظل التطور الذي تشهده في وقتنا الراهن، كما اهتمت العديد من المؤسسات البحثية بظاهرة صناديق الثروة السيادية من خلال مؤشرات تقيس أداء هذه الصناديق على غرار مؤشر الشفافية لمعهد صناديق الثروة السيادية وكذلك مؤشر الامتثال لمبادئ سندياغو الذي تعده مؤسسة "GEOeconomica".
 - إن مملكة النرويج تمتلك اقتصادا متنوعا بالرغم من أنها دولة منتجة ومصدرة لسلعة النفط، كما أن تأثير النفط على الاقتصاد النرويجي يكاد يكون منعدما، خاصة بعد نجاح صندوقها

السيادي في إدارة الفوائض المالية النفطية، وبالتالي فمملكة النرويج تمكنت من تحويل نقمة النفط التي تعاني منها الدول النامية النفطية إلى نعمة بفضل الجهود التي بذلتها في قطاع النفط.

- اعتمدت مملكة النرويج عند انشائها لصندوق النفط الحكومي الذي أصبح فيما بعد يعرف بصندوق المعاشات الحكومي على أهداف واضحة وهيكل تنظيمي محكم يبين مسؤوليات الهيئات المشرفة على الصندوق وكذلك الهيئات المكلفة بإدارة استثمارات الصندوق هذا من جهة، ومن جهة أخرى تبنت أيضا معايير الحوكمة والشفافية والمساءلة واستراتيجيات استثمارية طويلة الأجل من خلال الأدوات المالية المتمثلة في الأسهم والسندات والعقارات.
- إن النتائج التي حققتها استثمارات الصندوق كانت ايجابية في معظم السنوات كما أن العائد الحقيقي في معظم السنوات فاق العائد المرجعي في الفترة ما بين 1998-2014، كما تخللت تلك الفترة بعض النتائج السلبية كانت راجعة بدرجة أولى إلى الأزمات المالية كأزمة الرهون العقارية سنة 2008 وأزمة الديون السيادية سنة 2011، وأسباب أخرى تمثلت في الآثار السلبية الناتجة عن التعديلات التي قامت بها إدارة الصندوق على المحفظة الاستثمارية.
- يعتمد صندوق المعاشات الحكومي العالمي في إدارة المخاطر المصاحبة للاستثمار على استراتيجية واضحة خاصة إذا تعلق الأمر بخطر السوق وخطر الائتمان، فنجد أنه يعتمد على الاستثمار في الأسواق المالية المتطورة كما ينوع في استثماراته من حيث المناطق الجغرافية والقطاعات المختلفة لإدارة خطر السوق، كما نجد أيضا أنه يستثمر في السندات التي تصنفها أفضل وكالات التصنيف الائتماني كما يركز على الاستثمار في السندات الحكومية وخاصة المقيمة بالدولار الأمريكي لإدارة مخاطر الائتمان، ضف إلى ذلك التزامه بتطبيق الحدود والمبادئ والاستراتيجيات التي تلزمه بها وزارة المالية النرويجية.
- إن نجاح تجربة مملكة النرويج في مجال صناديق الثروة السيادية أو في مجال إدارة الفوائض المالية ليس راجعا إلى الصندوق في حد ذاته، وإنما راجع لعدة عوامل كالاستراتيجيات التي يتبناها والأهداف التي يسعى إلى تحقيقها والمبادئ التي يلتزم بتطبيقها، كما يرجع أيضا إلى كفاءة الموظفين في الصندوق، كما يرجع أيضا إلى وعي المواطن النرويجي الذي تهمة الثروة النفطية التي تزخر بها بلاده، كما يرجع أيضا إلى البيئة السياسية المبنية على الحوكمة

والشفافية والمسائلة، كما يرجع أيضا إلى الاقتصاد النرويحي الذي يتميز بتنوعه والخالى من التأثيرات السلبية للنفط عليه.

3. اقتراحات الدراسة: من خلال النتائج المتوصل إليها يمكن تقديم جملة من الاقتراحات، تتمثل

في ما يلي:

- على الدول النامية النفطية أن تعيد التفكير مليا فيما يتعلق بإدارة فوائضها المالية والاهتمام أكثر بصناديق الثروة السيادية باعتبارها آلية أثبتت نجاعتها في إدارة الفوائض المالية النفطية والغير نفطية.
- استغلال الفوائض المالية النفطية لتحقيق التنمية الاقتصادية من خلال تنويع الاقتصاد المحلي بالتركيز على الاستثمار في قطاعات أخرى على غرار قطاع النفط كقطاع الصناعي والسياحي وغيرها، وذلك للتخلص من الآثار السلبية لمادة النفط والتي تعرف بالمرض الهولندي.
- على الدولة الجزائرية باعتبارها دولة نفطية وشديدة الارتباط بالنفط أن تعمل على تطوير صندوقها الذي ينظر إليه كصندوق ثروة سيادي ولكن في الحقيقة هو ليس كذلك مقارنة بصناديق الثروة السيادية لدول أخرى، وذلك من خلال اجراء العديد من التعديلات عليه كجعله ذو طبيعة استثمارية على المستويين المحلي والدولي، وعليه نقترح تقسيم الصندوق إلى شطرين مستقلين من حيث الأهداف، أحدهما يحافظ على الأهداف التقليدية المتمثلة في تمويل العجز في الميزانية وتسديد الديون الخارجية، والأخر ذو أهداف استثمارية محليا ودوليا، على أن تكون أصول الصندوق الممنوحة للاستثمار أكبر من الأصول الممنوحة لتحقيق الاستقرار.
- ينبغي على الدول النامية النفطية المالكة لصناديق الثروة السيادية اعتماد الحوكمة والشفافية من خلال الاستعانة بالتجارب الدولية الناجحة كتجربة النرويج وإن كانت الظروف الاقتصادية مختلفة، فالمهم هنا هو العمل بالمعايير التي تبنتها هذه الدولة في إدارة فوائضها المالية.
- على الدول النامية النفطية البحث عن بدائل طاغوية أخرى لمواجهة التحديات المستقبلية والتي يتعلق معظمها بخاصية النضوب التي يتمتع بها النفط هذا من جهة، أو تناقص الطلب عليه بسبب الطاقات البديلة من جهة أخرى، وذلك من خلال استغلال الفوائض المالية في عمليات البحث والتطوير.

4. **أفاق الدراسة:** يمكن اقتراح بعض العناوين المستقبلية في ما يخص موضوع صناديق الثروة السيادية:

- دور صناديق الثروة السيادية في إدارة الفوائض المالية الغير نفطية- دراسة حالة صندوق "TEMASEK" الصندوق السيادي السنغافوري-؛
- بناء نموذج لصندوق ثروة سيادي يحل محل صندوق ضبط الموارد الجزائري على ضوء بعض التجارب الدولية؛
- دور صناديق الثروة السيادية في ترشيد عوائد الموارد الطبيعية-دراسة مقارنة بين صندوق سيادي نفطي وآخر غير نفطي-.

قائمة المراجع

أولاً: باللغة العربية

أ. الكتب:

1. حسين القاضي، محاسبة النفط في ظل العقود السائدة، الطبعة الأولى، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، 2013.
2. حسين عبد الله وأخرون، الفوائض المالية العربية بين الهجرة والتوطين، دار الفارس للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2007.
3. صديق محمد عفيفي، تسويق البترول، مكتبة عين شمس، القاهرة- مصر، 2003.
4. ضياء مجيد الموسوي، ثورة أسعار النفط، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005.
5. عبد الخالق مطلق الراوي، محاسبة النفط والغاز، الطبعة الأولى، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2011.
6. قصي عبد الكريم ابراهيم، أهمية النفط في الاقتصاد والتجارة(النفط السوري أنموذجاً)، الهيئة العامة السورية للكتاب، دمشق، 2010.
7. محمد أحمد الدوري، محاضرات في الاقتصاد البترولي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1983.
8. محمود عبد الفضيل، النفط والمشكلات المعاصرة للتنمية العربية، المجلس الوطني للثقافة والفنون والآداب، الكويت، 1979.
9. الوكالة الدولية للطاقة، ادخار الموارد: تقانات النفط والغاز من أجل أسواق الطاقة المستقبلية، ترجمة: مظهر بايرلي، سلسلة كتب التقنيات الاستراتيجية والمتقدمة، الرياض، 2010.

ب. الرسائل والمذكرات:

10. أحمد محمد أحمد المنصوري، اقتصاديات النفط في دول مجلس التعاون الخليجي، مذكرة ماجستير، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية، 1991.
11. أمينة مخلفي، أثر أنظمة استغلال النفط على الصادرات(دراسة حالة الجزائر بالرجوع إلى بعض التجارب العالمية)، رسالة دكتوراه، جامعة قاصدي مباح-ورقلة، الجزائر، 2011/2012.
12. درويش صديق جستاني، التنمية الصناعية في ظل الفوائض المالية(التجربة السعودية 1970-1980)، رسالة دكتوراه، جامعة القاهرة، مصر، 1983.
13. رزاق حسن الحلفي، النرويج بين نمو الرفاهية الاقتصادية والتلوث البيئي، مذكرة ماجستير، الأكاديمية العربية المفتوحة في الدانمارك، 2008.
14. 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.

15. سمية موري، أثار تقلبات أسعار الصرف على العائدات النفطية دراسة حالة الجزائر، مذكرة ماجستير، جامعة أبي بكر بلقايد- تلمسان-، الجزائر، 2010/2009 .
16. عبد الحميد لخديمي، أثار تغيرات سعر النفط على الاستقرار النقدي في الاقتصاديات النفطية (دراسة تحليلية وقياسية لحالة الجزائر)، مذكرة ماجستير، جامعة تلمسان، الجزائر، 2011/2010.
17. علام خلاف، توطين الفوائض المالية للدول العربية النفطية ودورها في تفعيل التكامل الاقتصادي العربي- دراسة حالة دول مجلس التعاون الخليجي-، مذكرة ماجستير، جامعة محمد خيضر-بسكرة-، الجزائر، 2013/2012.
18. عيسى مقلد، قطاع النفط في الجزائر في ظل التحولات الاقتصادية، مذكرة ماجستير، جامعة الحاج لخضر- باتنة-، الجزائر، 2008/2007.
19. نبيل بوفليح، دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية الواقع والافاق مع الإشارة إلى الجزائر، رسالة دكتوراه، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2011/2010.
20. نعيمة حمادي ، تقلبات أسعار النفط وانعكاساتها على تمويل التنمية في الدول العربية خلال الفترة 1986-2008، مذكرة ماجستير، جامعة حسيبة بن بوعلي- الشلف-، الجزائر، 2009/2008.
21. وهيبة مشدن، أثر تغيرات أسعار البترول على الاقتصاد العربي خلال الفترة 1973-2003، مذكرة ماجستير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2005/2004.

ج. بحوث ومدخلات ومجالات:

22. أمينة محمد علي، مقومات نجاح النظام السياسي النرويجي، مجلة دراسات دولية، مركز الدراسات الدولية- جامعة بغداد -، العدد الخامس والأربعون.
23. أمينة مخلفي، النفط والطاقات البديلة المتجددة والغير متجددة، مجلة الباحث، العدد رقم 09، 2011.
24. حسان خضر، أسواق النفط العالمية، مجلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، العدد 57، الكويت، نوفمبر 2006.
25. خميس محمد، تأثير الطفرة النفطية الثالثة في السياسات النفطية لدول مجموعة الأوبك، دفاثر السياسة والتعاون، العدد السادس، جانفي 2012.
26. رمضان بطوري، قراءة في دور صناديق الثروة السيادية ومساهماتها 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.
27. سفين برينت، حين يتكلم المال: صناديق الثروة السيادية العربية في خطاب العولمة، مركز كارنيغي للشرق الأوسط، العدد 12، أكتوبر 2008.
28. سفين بيرينت، صناديق الثروة السيادية الخليجية: إدارة الثروة في زمن الاضطراب، استشرافات في السياسة، مؤسسة كارنيغي للسلام الدولي، فيفري 2009.

قائمة المراجع

29. سليمان فرحات زواري، الصناديق السيادية الخليجية بين متطلبات الدول المتلقية لاستثماراتها والبدائل الأخرى، مداخلة في المؤتمر السنوي الثالث "دول مجلس التعاون الخليجي: السياسة والاقتصاد في ظل المتغيرات الإقليمية والدولية"، المركز العربي للأبحاث ودراسة السياسات بالدوحة - قطر، أيام من 6 إلى 8 ديسمبر 2014.
30. 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.
31. فتيحة مزارشي، حسيبة مداني، استراتيجيات ترقية الكفاءة الاستخدمية للثروة البترولية في الاقتصاديات العربية في إطار ضوابط التنمية المستدامة، مداخلة مقدمة ضمن الملتقى الدولي "التنمية المستدامة والكفاءة الاستخدامية للموارد المتاحة"، جامعة سطيف، أيام 07-08 أبريل 2008.
32. ماجد عبد الله المنيف، صناديق الثروة السيادية ودورها في إدارة الفوائض المالية، مداخلة في ملتقى الطاقة العربي، بيروت، سبتمبر 2009.
33. ماجد عبد الله المنيف، منظمة الدول المصدرة للبترول(أوبك): نشأتها وتطورها والتحديات التي تواجهها، بحوث اقتصادية وعربية، العدد 41، 2008 .
34. محمد رمضان، تقلبات أسعار النفط ولعنة الموارد والحاجة إلى الميزانية الصفرية، سنيار كابيتال، جويلية 2012.
35. مصطفى بودرامة، التحديات التي تواجه مستقبل النفط في الجزائر، مداخلة مقدمة ضمن الملتقى الدولي "التنمية المستدامة والكفاءة الاستخدامية للموارد المتاحة"، جامعة سطيف، أيام 07-08 أبريل 2008.
36. مفتاح صالح، الأزمة المالية العالمية، أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد الثامن، ديسمبر 2010.
37. نبيل بوفليح، دراسة تقييمية لسياسة الإنعاش الاقتصادي المطبقة في الجزائر في الفترة 2000-2010، أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد الثاني عشر، ديسمبر 2012.
38. نبيل بوفليح، دور الذكاء الاقتصادي في تحسين أداء صناديق الثروة السيادية "صندوق الثروة السيادي النرويجي نموذجاً"، 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 .
39. نبيل بوفليح، دور صناديق الثروة السيادية في معالجة الأزمة المالية والاقتصادية العالمية، العددان 48-49، خريف 2009- شتاء 2010.
40. نبيل بوفليح، فعالية صناديق الثروة السيادية كأداة لتسيير مداخيل النفط في الدول العربية، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد الرابع، 2010.
- د. تشریحات، تقارير، دوريات:**
41. حمد السويدي، هايم كاروانا، المبادئ والممارسات المتعارف عليها، مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية، صندوق النقد الدولي، أكتوبر 2008.
42. صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، الفصل الخامس، 2011.

43. مبادلة، التقرير السنوي، 2010.
44. مبادلة، التقرير السنوي، 2012.
45. مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية، مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية تعرض " مبادئ سانتياغو" على اللجنة الدولية للشؤون المالية والنقدية، بيان صحفي رقم 08/06، 11 أكتوبر 2008 .
46. منظمة الأقطار العربية المصدرة للنفط(OAPEC)، تقرير الأمين العام السنوي الـ39، 2012.
47. وقائع موجزة عن النرويج، وزارة الخارجية النرويجية، أوسلو، مارس 2014.

ثانيا: باللغة الأجنبية

أ. بحوث ومجلات:

48. **David chambers, Elroy dimson and Antti ilmanen, the Norway model**, the journal of portfolio management, winter 2012.
49. **Evind Øy, the Government Pension Fund Global: long-horizon investement in infrastructure**, Norwegian ministry of finance, 4 june 2014.
50. **GEOECONOMICA, The Santiago Compliance Index 2014**, october 2014.
51. **lars-jakob alveberg, EldbjØrg vaage melberg, FACTS 2013: the norwegian petroleum sector**, ministry of petroleum and energy and Norwegian directorate, march 2013.
52. **Revevne Watch Institute, The Resource Governance Index**, 2013..
53. **Roland Beck and Michael Fidora, The Impact of Sovereign Wealth Funds on Global Financial Markets**, occasional paper series N° 91, European Central Bank, July 2008.
54. **yngvild tormodsgard, FACTS 2014: the norwegian petroleum sector**, ministry of petroleum and energy, 2014.

ب. تقارير:

55. **Banque d'Algérie, rapports annuels**, 2008.
56. **Banque d'Algérie, rapports annuels**, 2013.
57. **BP statistical review of world energy**, full report, june 2014.
58. **NBIM , GPFG responsible investement** , 2014.
59. **NBIM, GPF annual report**, 1998.
60. **NBIM, GPFG annual report**, 2004.
61. **NBIM, GPFG annual report**, 2005.
62. **NBIM, GPFG annual report**, 2006.
63. **NBIM, GPFG annual report**, 2007.
64. **NBIM, GPFG annual report**, 2008.
65. **NBIM, GPFG annual report**, 2009.
66. **NBIM, GPFG annual report**, 2010.
67. **NBIM, GPFG annuel report**, 2011.

68. NBIM, GPFPG annuel report, 2012.
69. NBIM, GPFPG annuel report, 2013.
70. NBIM, GPFPG annuel report, 2014.
71. TEMASEK, the TEMASEK review, 2014.

ثالثا: المواقع الإلكترونية

72. www.bank-of-algeria.dz
73. www.eia.gov
74. www.mapsofworld.com
75. www.mubadala.com
76. www.nbim.no
77. www.opec.org
78. www.swfinstitute.org
79. www.temasek.com.sg

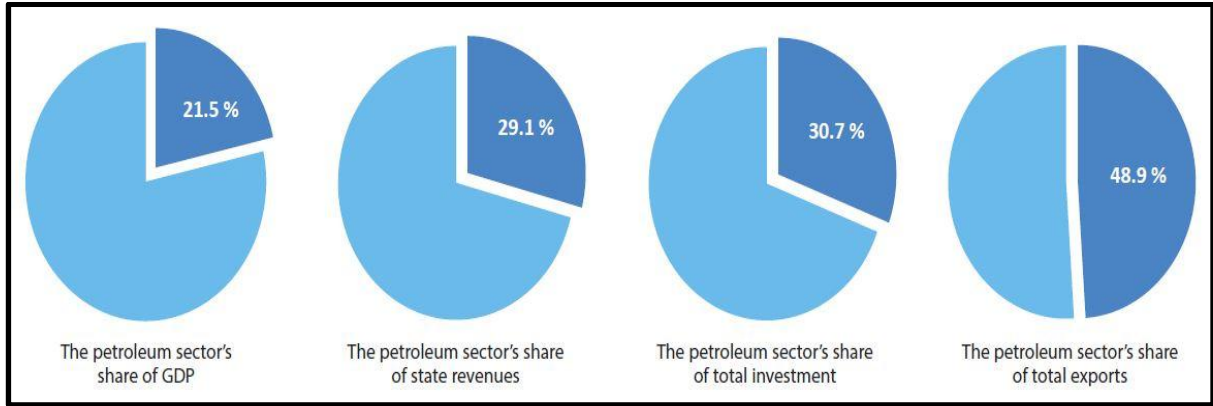
الملاحق

ملحق رقم(1): الموقع الجغرافي لمملكة النرويج



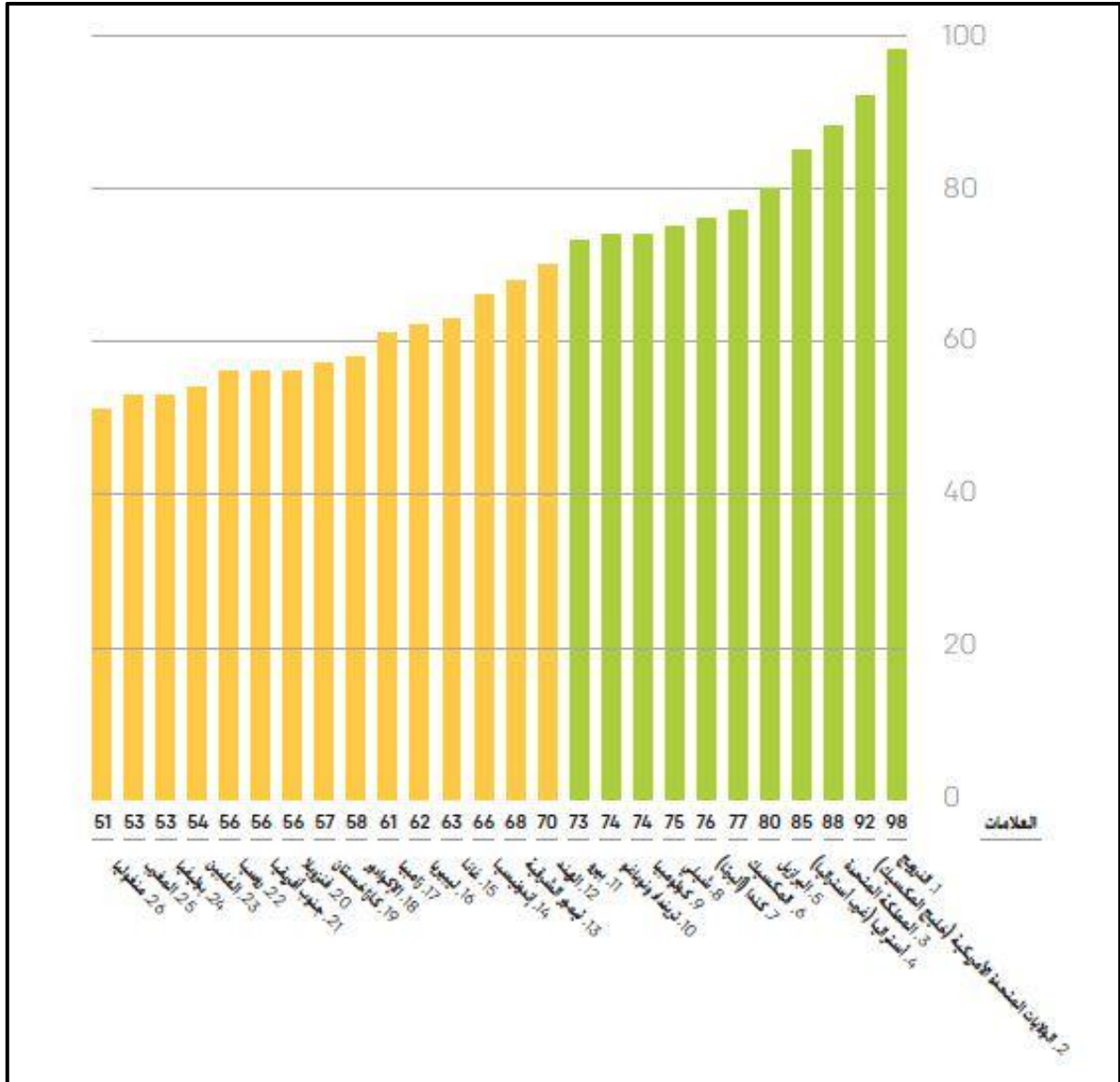
Source : maps of the world, on web site : « <http://www.mapsofworld.com/norway/> », in 26/03/2015, at 16:30.

ملحق رقم (2): مساهمة قطاع النفط في الإقتصاد النرويجي سنة (2013)

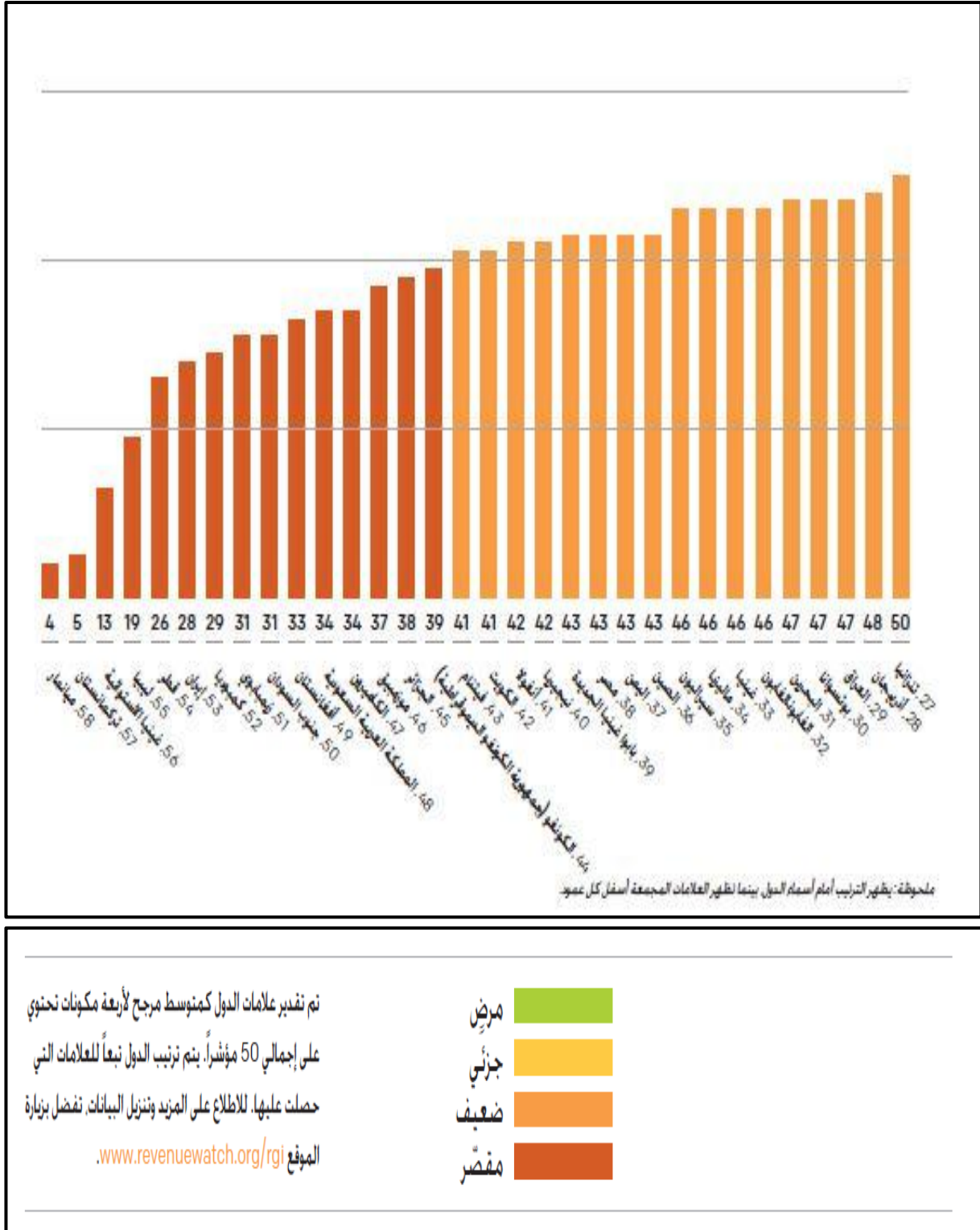


Source : yngvild tormodsgard, FACTS 2014: the norwegian petroleum sector, ministry of petroleum and energy, 2014, p: 12.

ملحق رقم (3): ترتيب الدول من حيث الشفافية في الصناعة الاستخراجية (2013)



الملاحق



تم تقدير علامات الدول كمتوسط مرجح لأربعة مكونات تحتوي على إجمالي 50 مؤشراً. يتم ترتيب الدول تبعاً للعلامات التي حصلت عليها. للاطلاع على المزيد وتنزيل البيانات، نفضل بزيارة الموقع www.revenuewatch.org/rgi.

مرض
جزئي
ضعيف
مفصر

Source : Reevnue Watch Institute, The Resource Governance Index, 2013, pp :4,5.

ملحق رقم(4): ترتيب صناديق الثروة السيادية من حيث الشفافية(2013)

الترتيب (من 23)	الدولة	الصندوق المالي	تقييم الصندوق المالي (من 100)
1	النرويج	صندوق التقاعد الحكومي	100
2	ترينداد وتوباغو	صندوق الميراث والاستقرار	98
3	البحرين	صندوق الاحتياطي للأجيال المستقبلية	96
4	شيلي	صندوق استقرار النحاس	88
5	تيمور الشرقية	صندوق النفط	83
6	المكسيك	صندوق استقرار دخل النفط	79
7	كندا (ألبرتا)	صندوق ائتماني لمدخرات الميراث في ألبرتا	73
8	كازاخستان	الصندوق الوطني	67
9	فنزويلا	صندوق التنمية الوطنية (FONDEN)	58
10	بوتسوانا	صندوق بولا	52
11	إيران	صندوق استقرار النفط	50
12	ماليزيا	صندوق الائتمان الوطني	46
13	روسيا	صندوق الاحتياطي صندوق الرخاء الوطني	46
14	أذربيجان	SOFAZ	44
15	الغابون	Fond pour les Généralions Futures	35
16	أنغولا	Fundo de Reserva do Tesouro Nacional	25
17	المملكة العربية السعودية	صندوق الاستثمارات العامة	19
18	نيجيريا	صندوق الثروة السيادية حساب فائض النفط الخام	17
19	الكويت	هيئة الاستثمار الكويتية	15
20	الجزائر	Fonds de Régulation des Recettes	6
21	قطر	هيئة الاستثمار القطرية	2
22	غينيا الاستوائية	صندوق الأجيال المستقبلية	0
23	ليبيا	هيئة الاستثمار الليبية	0

Source : Revenue Watch Institute, The Resource Governance Index, 2013, p :17.

الملاحق

ملحق رقم(5): أكبر استثمارات صندوق المعاشات الحكومي العالمي من خلال الأسهم (2014)

الوحدة: مليون كرونة

الشركة	الدولة	تملك
Nestlé SA	سويسرا	47.924
Novartis AG	سويسرا	36.318
Apple Inc	الولايات المتحدة	35.509
Royal Dutch Shell Plc	المملكة المتحدة	32.501
Blackrock Inc	الولايات المتحدة	31.439
Roche Holding AG	سويسرا	28.610
HSBC Holding Plc	المملكة المتحدة	24.737
Daimler AG	ألمانيا	22.699
Microsoft Corp	الولايات المتحدة	21.304
Exxon Mobil Corp	الولايات المتحدة	21.303

Source : NBIM, GPFG annual report, 2014, p: 31.

ملحق رقم(6): أكبر استثمارات صندوق المعاشات الحكومي العالمي في سوق الأسهم (2014)

النسبة المئوية (%)	الدولة	الشركة
9.3	إيرلندا	Smurfit Kappa Groupe Plc
8.2	فنلندا	Stora Enso OYJ
7.9	المملكة المتحدة	Monities Plc
7.8	الصين	CNinsure Inc
7.6	فنلندا	UPM-Kymmene OYJ
7.2	المملكة المتحدة	Tesco Plc
7.0	الولايات المتحدة	BlackRock Inc
6.8	المملكة المتحدة	Telecity Group Plc
6.7	ألمانيا	Linde AG
6.6	السويد	Svenska Cellulosa AB SCA

Source : NBIM, GPFG annual report, 2014, p: 31.

الملاحق

ملحق رقم(7): أكبر عشرة دول يستثمر فيها صندوق المعاشات الحكومي العالمي (2014)

الوحدة: نسب مئوية

العقارات	السندات	الأسهم	المجموع	الدولة
0.7	11.1	20.4	32.3	الولايات المتحدة الأمريكية
0.6	2.5	7.6	10.7	المملكة المتحدة
–	3.2	4.7	7.9	اليابان
0.2	2.8	3.7	6.7	ألمانيا
0.3	1.3	3.6	5.2	فرنسا
–	0.8	3.5	4.3	سويسرا
–	1.6	1.4	3.0	كندا
–	1.5	1.1	2.6	إسبانيا
–	0.4	1.8	2.2	الصين
–	0.9	1.3	2.2	أستراليا

Source : NBIM, GPF annual report, 2014, p: 23.

ملحق رقم(8): أكبر الدول التي يستثمر فيها صندوق المعاشات الحكومي العالمي من خلال السندات (2014)

الوحدة: مليون كرونة

القيمة	الدولة	المصدر
422.200	الولايات المتحدة الأمريكية	الولايات المتحدة الأمريكية
186.044	اليابان	حكومة اليابان
84.021	ألمانيا	الجمهورية الفدرالية الألمانية
76.341	المملكة المتحدة	حكومة المملكة المتحدة
52.369	إيطاليا	جمهورية إيطاليا
46.731	إسبانيا	حكومة إسبانيا
46.620	المكسيك	حكومة المكسيك
43.505	البرازيل	الحكومة الفدرالية البرازيلية
41.107	كوريا الجنوبية	حكومة كوريا الجنوبية
37.121	هولندا	حكومة هولندا

Source : NBIM, GPF annual report, 2014, p: 37.

الملاحق

ملحق رقم (9): توزيع إستثمارات صندوق المعاشات الحكومي حسب القطاعات

الوحدة: نسب مئوية

القطاع	نهاية سنة 2014
مباني إدارية	52.8
مباني صناعية	13.1
أخرى	12.3
إجمالي الإستثمارات المباشرة في العقارات	78.2
إستثمارات العقارات المدرجة أو المقيدة	21.8
الإجمالي	100

Source : NBIM, GPFPG annual report, 2014, p: 84.

الملاحق

ملحق رقم (10): الأسواق المالية التي يستثمر فيها صناديق المعاشات الحكومي سنة 2013 و 2014

Asset class	Market	Market value in percent by country and currency*		Market value in percent by asset class		Assets minus liabilities excluding management fee		
		31.12.2014	Market	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2013
Equities	Developed	90.2	Developed	90.2				
	US	33.7	US	29.2				
	UK	12.5	UK	14.8				
	Japan	7.4	Japan	6.7				
	Germany	6.1	Germany	6.7				
	France	5.8	France	6.7				
	Total other	24.7	Total other	26.1				
	Emerging	9.8	Emerging	9.8				
	China	2.9	China	2.5				
	Taiwan	1.5	Taiwan	1.4				
	India	1.0	Brazil	1.3				
	Brazil	0.9	Russia	0.7				
	South Africa	0.6	India	0.7				
	Total other	2.9	Total other	3.1				
Total equities					61.3	61.7	3 939 923	3 106 945
Fixed income	Developed	87.2	Developed	88.0				
	US Dollar	41.4	US Dollar	38.4				
	Euro	24.5	Euro	27.8				
	Japanese Yen	7.4	Japanese Yen	7.4				
	British Pound	5.3	British Pound	5.2				
	Canadian Dollar	3.3	Canadian Dollar	3.5				
	Total other	5.3	Total other	5.8				
	Emerging	12.8	Emerging	12.0				
	Mexican Peso	1.8	Mexican Peso	1.7				
	Brazilian Real	1.5	South Korean Won	1.6				
	South Korean Won	1.5	Brazilian Real	1.5				
	Turkish Lira	1.1	Russian Rouble	1.3				
	Indian Rupee	1.0	Polish Zloty	0.8				
	Total other	5.9	Total other	5.1				
Total fixed income					36.5	37.3	2 349 948	1 878 996
Real estate	UK	30.9	UK	27.0				
	US	30.7	France	22.5				
	France	15.9	US	18.7				
	Germany	9.7	Switzerland	13.8				
	Switzerland	5.5	Germany	8.5				
	Total other	7.3	Total other	9.6				
Total real estate**					2.2	1.0	140 868	51 794

Source : NBIM, GPFG annual report, 2014, p: 82.

الملاحق

ملحق رقم(11): القطاعات التي يستثمر فيها صندوق المعاشات الحكومي العالمي في أكبر الشركات(2014)

الوحدة: مليون كرونة

الشركة	القطاع	السندات	الأسهم	الإجمالي
Nestlé SA	المواد الغذائية	669	47924	48593
Novartis AG	الصحة	1709	36318	38027
Apple Inc	تكنولوجيا	2482	35509	37991
Kreditanstalt für wiederaufbau	علاقة حكومية	35924	-	35924
Royal Dutch Shell Plc	نفط وغاز	1991	32501	34492
Blackrock Inc	مالية	1072	31439	32511
Bank of america corp	مالية	20743	10814	31558
Lloyds banking group Plc	مالية	17953	12395	30348
HSBC Holding Plc	مالية	5260	24737	29997
Roche Holding AG	الصحة	1246	28610	29856

Source : NBIM, GPFG annual report, 2014, p: 83.

ملحق رقم(12): محفظة السندات لصندوق المعاشات الحكومي العالمي في نهاية سنة (2013)

الوحدة: نسب مئوية

المجموع	-BBB	BBB	A	AA	AAA	
62.8	0.1	8	3.8	15.8	35	سندات حكومية
12	0.1	1.1	0.6	4.5	5.6	سندات شبيهة بالسندات الحكومية
13.1	0.3	1.6	5.8	0.6	6.7	سندات الشركات
10.4	0.1	5.8	1.4	1.2	0	سندات مؤمنة
1.6	-	0.7	0	0.1	0.9	سندات أخرى
100	0.6	17.2	11.6	22.3	48.3	المجموع

Source : NBIM, GPFG annual report, 2013, p: 47.

الملاحق

ملحق رقم(13): محفظة السندات بالعملات الأجنبية لصندوق المعاشات الحكومي العالمي (2013)

الوحدة: نسب مئوية

المجموع	-BBB	BBB	A	AA	AAA	
38.3	0.1	4.7	4.1	2.1	27.3	الدولار الأمريكي
27.9	0.4	6.3	3.2	4.9	13.1	الأورو-عملة الإتحاد الأوروبي-
7.4	-	-	-	7.4	-	الين الياباني
5.2	-	0.6	0.5	3.4	0.8	الجنيه الإسترليني
3.4	-	0.3	0.2	0.7	2.2	الدولار الكندي
17.8	0.1	5.4	3.7	3.7	4.9	عملة أخرى
100	0.6	17.2	11.6	22.3	48.3	المجموع

Source : NBIM, GPFG annual report, 2013, p: 101.