



قال الله تعالى { يَرْفَعِ اللَّهُ الَّذِينَ آمَنُوا مِنْكُمْ وَالَّذِينَ أُوتُوا الْعِلْمَ دَرَجَاتٍ وَاللَّهُ  
بِمَا تَعْمَلُونَ خَبِيرٌ } الآية 11 سورة المجادلة

صدق الله العظيم

## شكر و عرفان

بسم الله الرحمن الرحيم و الصلاة و السلام على اشرف المرسلين سيدنا  
محمد و على الله و اصحابه اجمعين

نشكر الخالق سبحانه و تعالى و نحمده الذي اعاننا على اتمام هذا العمل و  
نتقدم بالشكر و العرفان الى الاستاذ الكريم و المشرف ( حفيظ عبد الحميد )  
التي شرفنا بقبوله و على ما قدمه لنا من نصائح و ارشادات طيلة فترة اعداد  
هذه المذكرة و التي كان لنا عوننا و سندا في كل صغيرة و كبيرة .  
كما نتقدم بالشكر الجزيل الى لجنة المناقشة والتي تكرمت بقبول مناقشة هذه  
المذكرة .

و الشكر الكبير لكل من قدم لنا يد المساعدة من قريب او من بعيد فلكم منا  
جزيل الشكر و التقدير.

ف . محمد - ب . مبارك

## اهداء

اهدي هذا العمل الى من اوصانا بهما القران الكريم الى اغلي ما نملك في الدنيا، الى من كانت شمعة تنير دربي الى من كانت تسقيني بالدعاء حتى وصلت الى اسمى المراتب " امي " اطال الله في عمرها واهديه الى اخوتي و الى كل من سندنا و دعمنا في المشوار الذي عملنا و علمنا حب الخير و الاعتماد على النفس و الذي جعلنا نعرف معنى التحدي و النجاح ، الى من علمنا ان الدنيا لا تنال بالتمني و انما تؤخذ بالعمل و الكفاح.  
كما اهدي هذا العمل الى القلوب الطاهرة و النفوس البريئة، الى اخوتنا و اخواتنا الذين كانوا مثلا في الاخلاص و الوفاء و الى كل من نساهم قلمنا وهم في قلوبنا فلحياة ثلاثة : دمة، بسمة، ذكرى / فالدمعة تخف و البسمة تزول و الذكرى تبقي و لا تنسى.

ف . محمد

## الإهداء

إلى أمي وأبي

إلى كل من ساندني وشد على يدي

إلى كل من وسعهم قلبي ولم يسعهم قلبي

اهدي جهدي المتواضع

مبارك بوكاف

## شكر

نشكر الله العلي القدير الذي هدانا لإتمام هذا العمل وما كنا لنهتدي لولا أن هدانا الله  
نتقدم بالشكر الجزيل إلى أستاذي الكريم عبد الحفيظ الذي لم يدخر جهدا في مساعدتي  
وتسهيل الأمور علي جزاه الله كل خيرا

أشكر كل من علمني حرفا خلال مشوارنا الدراسي وخاصة أساتذة كلية العلوم الاقتصادية  
وعلموم التسيير.

وأشكر كل من ساعدني من قريب أو بعيد في إنجاز هذا العمل ولو بكلمة طيبة.

مبارك بوكاف



# فہرست المحتویات



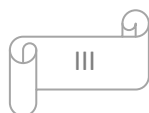
# فهرس المحتويات

الصفحة	البيان
-	العنوان
-	الشكر و العرفان
-	الاهداء
III-I	فهرس المحتويات
V	قائمة الجداول
VI	قائمة الأشكال
أ - ث	المقدمة العامة
	<b>الفصل الأول: الجوانب النظرية للصناديق الاستثمارية</b>
02	تمهيد
03	المبحث الأول: عموميات حول صناديق الاستثمار
03	المطلب الأول: نشأة و مفهوم صناديق الاستثمار
03	اولا: نشأة صناديق الاستثمار
03	ثانيا: مفهوم صناديق الاستثمار
05	المطلب الثاني: انواع الصناديق الاستثمارية
05	اولا: التصنيف العام لصناديق الاستثمار
06	ثانيا: وفقا لمكوناتها التشكيلية
07	ثالثا: حسب اغراض المستثمرين
08	المطلب الثالث: ادارة صناديق الاستثمار
08	اولا: الهيكل التنظيمي لصناديق الاستثمار
09	ثانيا: عمليات صناديق الاستثمار
11	المطلب الرابع: مزايا الصناديق الاستثمارية و مخاطرها
11	اولا: مزايا صناديق الاستثمار
12	ثانيا: مخاطر صناديق الاستثمار
13	المبحث الثاني: الاستراتيجيات الاستثمارية للصناديق الاستثمارية و طرق قياس ادائها
13	المطلب الاول: موارد صناديق الاستثمار
14	المطلب الثاني: استراتيجيات الصناديق الاستثمارية



15	اولا: الاستراتيجية الاستثمارية للصناديق الاستثمارية قبل ازمة الرهن العقاري
15	ثانيا: الاستراتيجية الاستثمارية للصناديق الاستثمارية اثناء ازمة الرهن العقاري
16	ثالثا: الاستراتيجية الاستثمارية للصناديق الاستثمارية بعد ازمة الرهن العقاري
16	المطلب الثالث: قياس اداء صناديق الاستثمار
16	اولا: الاسلوب البسيط
17	ثانيا: الاسلوب المزدوج
18	ثالثا: نموذج جنسن
18	المطلب الرابع: لمحة عن واقع الصناديق الاستثمارية المتواجدة في العالم حاليا
18	اولا: تطور حجم وهيكلة صناديق الاستثمار في العالم
20	ثانيا: موقع الصناديق الاستثمارية العربية في العالم
21	خلاصة الفصل
	<b>الفصل الثاني: الصناديق الاستثمارية كألية لتمويل اقتصاديات الدول النفطية</b>
23	تمهيد
24	المبحث الاول: الاقتصاديات النفطية و تحديات ادارة سياستها الاقتصادية
24	المطلب الاول: مفاهيم حول الاقتصاديات النفطية
24	اولا: تعريف الاقتصاديات النفطية
25	ثانيا: خصائص الاقتصاديات النفطية
28	المطلب الثاني: علاقة اقتصاديات الدول النفطية بظاهرة المرض الهولندي
28	اولا: تعريف ظاهرة المرض الهولندي
28	ثانيا: تصنيف ظاهرة المرض الهولندي
29	ثالثا: اثر ظاهرة المرض الهولندي على الاقتصاديات النفطية
29	المطلب الثالث: التحديات التي تواجهها الدول النفطية
31	المبحث الثاني: دور صناديق الاستثمار في ادارة فوائض الاقتصاديات النفطية
31	المطلب الاول: اثر صناديق الاستثمار على الاقتصاديات النفطية
31	اولا: الاثار الايجابية
32	ثانيا: الاثار السلبية
32	المطلب الثاني: تجارب للدول النفطية العربية في استخدام الصناديق الاستثمارية
32	اولا: التجربة الجزائرية خلال الفترة (2000-2015)
38	ثانيا: تجربة الامارات خلال الفترة (1976-2015)
43	المطلب الثالث: دور الصناديق الاستثمارية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية

45	خلاصة الفصل
	<b>الفصل التطبيقي: دراسة حالة صندوق المعاشات الحكومي الاجمالي النرويجي</b>
47	تمهيد
48	المبحث الاول: تطور الامكانيات النفطية للنرويج و صناديقها الاستثمارية
48	المطلب الاول: الامكانيات النفطية في النرويج
50	المطلب الثاني: تقديم صندوق المعاشات الحكومي الاجمالي النرويجي
50	اولا: نشأة صندوق المعاشات الحكومي الاجمالي النرويجي
51	ثانيا: اهداف صندوق المعاشات الحكومي الاجمالي النرويجي
52	المطلب الثالث: حوكمة صندوق المعاشات الحكومي الاجمالي النرويجي
52	اولا: الهيئات المشرفة على صندوق المعاشات الحكومي الاجمالي النرويجي
53	ثانيا: طرق الرقابة على صندوق المعاشات الحكومي الاجمالي النرويجي
54	ثالثا: الهيكل التنظيمي لبنك ادارة الاستثمارات النرويجي
55	المبحث الثاني: استراتيجيات واليات عمل صندوق المعاشات الحكومي الاجمالي النرويجي
55	المطلب الاول: الاستراتيجية الاستثمارية لصندوق المعاشات الحكومي الاجمالي النرويجي
58	المطلب الثاني: اليات عمل صندوق المعاشات الحكومي الاجمالي النرويجي
61	المطلب الثالث: تطور صندوق المعاشات الحكومي الاجمالي النرويجي و تقييم ادائه
62	خلاصة الفصل
64	<b>الخاتمة العامة</b>
68	قائمة المصادر و المراجع
	قائمة الملاحق
	الملخص





# قائمة الجداول و الأشكال



# قائمة الجداول

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
1	أهم صناديق الاستثمار وحجم أصولها سنة 2017.	19
2	ترتيب أهم الدول النفطية في العالم سنة 2014.	24
3	تطور نسبة مساهمة قطاع المحروقات في الناتج المحلي الإجمالي لأهم الدول النفطية في الفترة "2011 - 2014".	25
4	تطور نسبة مساهمة الجباية البترولية في الإيرادات العامة لأهم الدول النفطية خلال الفترة "2011-2014".	26
5	تطور نسبة الصادرات النفطية من إجمالي الصادرات لأهم الدول النفطية خلال الفترة "2011-2014".	27
6	دور صندوق ضبط الموارد في تمويل عجز الموازنة العامة خلال الفترة "2000-2015".	34
7	تطور الدين الخارجي خلال الفترة "2000-2015".	36
8	تطور الدين العمومي الداخلي خلال الفترة "2000-2015".	37
9	أهم تطورات هيئة الاستثمار لأبوظبي في الفترة "1976 - 2015".	38
10	المحفظة المرجعية حسب الأصول لهيئة الاستثمار لأبوظبي.	40
11	المحفظة المرجعية لهيئة أبوظبي للاستثمار حسب المناطق.	40
12	الصفقات المنجزة من قبل هيئة الاستثمار لأبوظبي في الفترة "2005 - 2015".	41
13	العائد المحقق في الفترة "2005 - 2015" حسب القطاع.	41
14	مساهمات هيئة الاستثمار لأبوظبي في بعض الشركات العالمية.	42
15	نسبة مساهمة القطاع النفطي في الناتج المحلي الإجمالي للنرويج خلال الفترة "2000-2017".	51
16	تطور صندوق المعاشات الحكومي الاجمالي النرويجي خلال الفترة "1990-2012".	51
17	التوزيع الجغرافي لأصول لاستثمارات الصندوق النرويجي في نهاية 2017.	56
18	التوزيع الجغرافي للمحفظة الاستثمارية لصندوق المعاشات الحكومي الاجمالي النرويجي في الأسواق	60

	العالمية لسنة 2017.	
62	تطور العائد على استثمارات صندوق المعاشات الحكومي الاجمالي النرويجي خلال الفترة "2009-2017".	19

# قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
20	أكثر الصناديق الاستثمارية استثمارا في العالم خلال سنتي 2017 و2018 من حيث عدد الصفقات	1
33	تطور إنتاج البترول في الجزائر خلال الفترة "1971 - 2015".	2
39	علاقة هيئة الاستثمار بحكومة أبو ظبي.	3
40	مراحل إعداد وتنفيذ إستراتيجية الاستثمار في هيئة الاستثمار لأبوظبي.	4
52	الهيئات المشرفة على صندوق المعاشات الحكومي الاجمالي النرويجي.	5
54	الهيكل التنظيمي لبنك إدارة الاستثمارات النرويجي.	6
58	دور المجلس الأخلاقي في حوكمة صندوق المعاشات الحكومي الاجمالي النرويجي.	7
58	آلية عمل صندوق المعاشات الحكومي الاجمالي النرويجي.	8
59	آلية عمل صندوق المعاشات الحكومي الاجمالي النرويجي في الأجل الطويل.	9
59	تطور القيمة السوقية لأصول صندوق المعاشات الحكومي الاجمالي النرويجي خلال الفترة "1999 - 2017".	10



# المقدمة العامة



شهد العالم تغيرات وتطورات عديدة في جميع المجالات وبالأخص في المجال الاقتصادي، حيث انتهجت العديد من الدول و بالأخص الدول النفطية سياسات و اجراءات لتحقيق الاستقرار الاقتصادي و الرفع من معدلات النمو، ولكن نتيجة لتقلبات أسعار النفط وما يمكن أن ينتج عنه من آثار سلبية تشمل اقتصاديات الدول المستوردة للنفط، فإن هناك بلدان عديدة استفادت من هذا الوضع على غرار الدول المصدرة للنفط التي حققت مداخيل كبرى من النقد الأجنبي ساهمت في تحسين أداء بعض مؤشرات الاقتصاديات وتسجيل فوائض قياسية في أرصدة كل من ميزان المدفوعات والموازنة العامة لديها من جهة ومن جهة أخرى تعاني اقتصاديات معظم البلدان النفطية من اختلالات هيكلية نتيجة تبعيتها المفرطة لقطاع المحروقات الذي يهيمن على الصادرات السلعية وعلى الإيرادات العامة مما يجعلها عرضة للصدمات خارجية وأزمات دورية بالنظر للتقلبات المستمرة في أسعار المحروقات.

ومن هذا المنطلق حرصت الكثير من الدول النفطية على تنويع مصادر تمويلها من خلال استحداث آليات تمويل جديدة ومستدامة بديلة عن مصادر التمويل الخارجي، حيث قامت معظم هذه الدول بإنشاء صناديق استثمارية خاصة بها، كونها تعتبر أداة تستخدمها من أجل إدارة فوائض اموالها و أداة تمويل جديدة و بديلة عن الأدوات التقليدية المستخدمة في تمويل اقتصاديات هذه الدول و التي تحققها في عدة مجالات كالاستثمار أو الادخار بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني والمجتمع ككل، و كل ذلك من خلال ضمان دخل مستقر وحماية حقوق الأجيال القادمة، كما تعتبر من أبرز الظواهر الاقتصادية ، نظرا لما تشهده من تطور كبير من سنة لأخرى، حيث أصبح ينظر لها على انها آلية فعالة في تحقيق الاستقرار الاقتصادي والمالي العالمي.

### اشكالية الدراسة

بناء على ما سبق فان الاشكالية التي تتبادر الى الذهن ضمن هذا السياق يمكن طرحها على النحو التالي:

"ما مدى مساهمة صناديق الاستثمار في تمويل الاقتصاديات النفطية؟"

### التساؤلات الفرعية

للإجابة عن الاشكالية المطروحة يجب الاجابة على التساؤلات الفرعية التالية:

✓ ماهي خصائص ومميزات اقتصاديات الدول النفطية وعلى أي أساس يتم تصنيف الدول إلى دول نفطية وغير نفطية؟.

✓ ما هو الهدف من إنشاء صناديق الاستثمار ، وهل يقتصر وجودها على البلدان النفطية فقط؟.

✓ فيما تتمثل الاستراتيجيات الاستثمارية المتبعة من طرف هذه الصناديق و ما مدى تأثيرها على الاقتصاديات النفطية؟.

✓ ما مدى نجاح صناديق الاستثمار في تحقيق الاستقرار الاقتصادي والمالي ؟ وكيف يمكن لها تمويل اقتصاديات الدول النفطية ؟.



## مقدمة عامة

### فرضيات الدراسة

على ضوء ما تم طرحه من تساؤلات حول موضوع البحث وأملا في تحقيق أهداف البحث يمكننا تحديد مجموعة من الفرضيات على النحو التالي:

#### - الفرضية الاولى

"تصنف صناديق الاستثمار ضمن مصادر التمويل المحلي، تنفرد بها الدول النفطية دون غيرها من دول العالم".

#### - الفرضية الثانية

"تقوم العديد من الدول النفطية بإنشاء الصناديق الاستثمارية لحماية اقتصادياتها من خطر الصدمات الخارجية".

#### - الفرضية الثالثة

"نجاح اي صندوق استثماري مرتبط بتوفر مجموعة من الشروط و العوامل اهمها مدى استقلالية هذه الصناديق عن تقلبات اسعار النفط و خضوعه للمسالة و الافصاح".

#### - الفرضية الرابعة

"كان لصندوق المعاشات الحكومي الاجمالي النرويجي دور ايجابي في الاقتصاد الوطني النرويجي وذلك بتنوع مصادر الدخل و تقليل الاعتماد على الايرادات النفطية".

### اهداف الدراسة

ان الهدف الرئيسي من هذه الدراسة هو تسليط الضوء على دور و اهمية الصناديق الاستثمارية كاليه لتمويل الاقتصاديات النفطية مع توضيح كفيات الاستغلال الأمثل للموارد الناضبة من خلال هذه الصناديق، و التعرف عن قرب على اليات عمل هذه الصناديق و مختلف الاستراتيجيات المتبعة من طرفها في تحقيق الاستقرار الاقتصادي و المالي، بالإضافة الى اضاء المكنبة الجامعية الجزائرية بدراسة جديدة تتناول قضية اقتصادية معاصرة وقد تكون حافز لباحثين آخرين للإنجاز دراسات مكملة وعميقة.

### اهمية الدراسة

تتمثل اهمية دراستنا في الاهمية و الدور و الاثر البالغ الذي تلعبه الصناديق الاستثمارية في تمويل الاقتصاديات النفطية و معرفة كيفية نجاح النرويج كدولة غير نفطية معتمدة على الموارد الطبيعية بصورة متدنية جدا للنجاح الذي حققته بعد ظهور النفط و انشائها للصناديق الاستثمارية بالأخص صندوق المعاشات الحكومي الاجمالي النرويجي، بالإضافة الى معرفة و دراسة الحثيات التي استطاعت النرويج من خلالها تفادي معضلة الوقوع في الاعتماد الكلي على الاقتصاد النفطي الامر الذي لم يستطع تفادي اغلب دول العالم المتطورة و النامية على حد سواء من مواجهته و الوقوع فيه.

### أسباب اختيار الموضوع

تعود أسباب اختيار للموضوع الى ما يلي:

- ✓ رغبتنا و ميولنا للبحث في هذا الموضوع و دراسته، برغم لقله الابحاث فيه و قلة الدراسات التي تناولت هذا النوع من المواضيع؛
- ✓ ضمن طبيعة التخصص "اقتصاد نقدي بنكي"؛
- ✓ حداثة الموضوع على الساحة الاقتصادية بصفة عامة و على المستوى المحلي بصفة خاصة.

### المنهج المتبع في الدراسة

بغية للإجابة على التساؤلات و اختبار صحة الفرضيات، اعتمدنا على المنهج الوصفي و المنهج التحليلي؛ الذي يوصف أجزاء الدراسة وذلك من خلال إعطاء صورة واضحة وسهلة، ووضع خطة ميدانية أخذين بعين الاعتبار سلفا المبادئ العلمية التي تنطوي تحت هذا المنهج وبصفة عامة أفادنا هذا المنهج عند دراستنا لدور الصناديق الاستثمارية كألية لتمويل الاقتصاديات النفطية في جمع البيانات وتصنيفها وكذا تفسيرها وتحليل النتائج التي توصلنا إليها.

### صعوبات الدراسة

و التي يمكن حصرها في ما يلي:

- ✓ قلة المراجع بمختلف انواعها و صعوبة الحصول على المعلومات من مصادرها الرسمية و بالأخص الاحصائيات و سنوات نشرها مما ادى الى وجود بعض الصعوبات في توحيد الفترات؛
- ✓ ضيق الوقت الازم لإعداد هذا الموضوع؛
- ✓ قلة الدراسات السابقة المتخصصة في هذا النوع من المواضيع.

### محتوى الدراسة

لمحاولة إعطاء قدر كافي للموضوع و الامام بجميع جوانبه، وبغرض الإجابة عن الإشكالية المطروحة و التأكد من صحة الفرضيات قمنا بتقسيم البحث إلى ثلاث فصول كل فصل يتناول مبحثين ينفرد بتمهيد و خلاصة كتابي:

#### ✓ الفصل الاول: الجوانب النظرية للصناديق الاستثمارية

تناولنا فيه الجانب النظري للدراسة و قصد الامام بأكبر قدر ممكن من المعلومات الخاصة بالصناديق الاستثمارية قمنا بتقسيم هذا الفصل الى مبحثين، حيث تطرقنا في المبحث الاول عموميات حول صناديق الاستثمار و الى الاستراتيجيات الاستثمارية للصناديق الاستثمارية و طرق قياس ادائها في المبحث الثاني.

#### ✓ الفصل الثاني: الصناديق الاستثمارية كألية لتمويل اقتصاديات الدول النفطية

جاء هذا الفصل متضمنا في طياته اساسيات الصناديق الاستثمارية و التعرف على الدور الذي تلعبه في تمويل الاقتصاديات النفطية، و قمنا بتقسيم هذا الفصل الى مبحثين، حيث تطرقنا في المبحث الاول الى

الاقتصاديات النفطية و تحديات ادارة سياستها الاقتصادية، اما البحث الثاني فقد تناولنا فيه دور صناديق الاستثمار في ادارة فوائض الاقتصاديات النفطية.

### ✓ الفصل الثالث: دراسة حالة صندوق المعاشات الحكومي الاجمالي النرويجي

تم تخصيص هذا الفصل لمحاولة اسقاط المفاهيم النظرية على واقع النرويج و دراسة صندوق المعاشات الحكومي الاجمالي النرويجي في تمويل اقتصاد هذه الاخيرة باعتباره اكبر الصناديق الاستثمارية لديها و انجحها حيث قسمنا هذا الفصل الى مبحثين، تناولنا في المبحث الاول الى تطور الامكانيات النفطية للنرويج وصناديقها الاستثمارية، و الى استراتيجيات و اليات عمل صندوق المعاشات الحكومي الاجمالي النرويجي.



## الفصل الأول:

الجوانب النظرية للصناديق الاستثمارية



**تمهيد**

تعتبر صناديق الاستثمار من اهم الوسائل الاستثمارية المستعملة، حيث تلعب دورا هاما في اقتصاديات الدول خاصة النفطية منها، وايضا تعتبر من اهم الادوات التي تسمح بإتاحة الفرص الاستثمارية لصغار المستثمرين المستجدين منهم والذين هم في طور النمو، وذلك بالاستعانة بمختصين وأهل الخبرة بعالم الاستثمارات باعتبار ان المستثمرين لا يملكون الخبرة والمعرفة الكافية خاصة في مجال الاستثمارات النفطية، حيث ان هذه الصناديق تتباين من حيث الانواع والمجالات وحسب ميول وتوجهات المستثمرين المالكين لوثائق هذه الصناديق، وايضا تعتبر المخاطر التي يتعرض لها المستثمر في الصناديق اقل من تلك التي يتعرض لها من يستثمر أمواله في السوق مباشرة دون اي أداة مساعدة، فضخامة عدد السندات والاسهم التي يمكن ان تحتويها الصناديق الاستثمارية تخفف من الآثار التي قد تهاون في سقوط أي من الادوات على الاداء الكلي للأسواق خاصة النفطية منها المكونة للصندوق.

ومنه فصناديق الاستثمار لها دور مهم في تنشيط و تمويل اقتصاديات الدول النفطية، وجلب العديد من المستثمرين سواء المحليين او الاجانب، و من خلال هذا الفصل سوف يتم دراسة صناديق الاستثمار من كل الجوانب وذلك من خلال المبحثين التاليين :

✓ **المبحث الاول:** عموميات حول صناديق الاستثمار.

✓ **المبحث الثاني:** الاستراتيجيات الاستثمارية للصناديق الاستثمارية و طرق قياس ادائها.

**المبحث الأول: عموميات حول صناديق الاستثمار**

تمثل صناديق الاستثمار جزءا أساسيا في التعاملات التي تتم داخل اقتصاديات الدول النفطية وغير النفطية، وايضا داخل الاسواق المالية والنقدية، وذلك نظرا لان المتعاملين في هذه الاسواق يقومون بتعاملاتهم من خلال الصناديق، وهذه الاخيرة وجدت اساسا لخدمة اصحاب الدخول المحدودة اي صغار المستثمرين وخلق فرص استثمارية لأموالهم في السوق بالإضافة الى انها تساهم في رفع اداء السوق المالي ودعم الاقتصاد الوطني بشكل عام.

**المطلب الأول: نشأة ومفهوم صناديق الاستثمار**

برزت فكرة صناديق الاستثمار نتيجة لحاجة صغار المستثمرين لها، حيث ان صغار المستثمرين لا يمكنهم الاستفادة من مزايا التنوع بسبب صغر حجم اموالهم ، وفي هذا المطلب سيتم التطرق الى:

**اولا: نشأة صناديق الاستثمار**

تعود فكرة صناديق الاستثمار الى النصف الثاني من القرن التاسع عشر حيث ظهر اول صندوق استثماري في هولندا عام 1822م، إلا ان البداية الحقيقية للصناديق الاستثمارية بمفاهيمها الحالية بدأت فعليا في الولايات المتحدة الامريكية عام 1924م، حيث تم انشاء اول صندوق استثماري في بوسطن على أيادي اساتذة جامعة هارفارد الامريكية، واستمرت هذه الفكرة في التوسع والانتشار والتنوع داخل الولايات المتحدة الامريكية وخارجها، لاسيما بعد الحرب العالمية الثانية حتى وصلت عام 1966 م الى نحو 550 صندوقا استثماريا، بلغ صافي اصولها بما يقارب 50 مليار دولار امريكي، واستمرت الصناديق في التزايد الى ان وصل عددها الاجمالي في سنة 2005 الى نحو 56 الف صندوق استثماري على مستوى العالم، فاقت اصولها الاستثمارية 16.4 تريليون دولار امريكي، اما بالنسبة للعالم العربي فقد كانت المملكة العربية السعودية السبابة الى الخوض في هذه التجربة عام 1979م ، حيث بلغ عدد صناديق الاستثمار في المملكة السعودية 200 صندوق عام 2005م (187 صندوقا مفتوحا و13 صندوقا مغلقا) ، اما البلدان العربية الاخرى فقد تم خوض التجربة نفسها بنسب متفاوتة من النجاح والاقبال واتسمت وتميزت اغلبية التجارب بصدور الصناديق الاستثمارية قبل صدور التشريعات المنظمة لها وجاءت الكويت ثاني دولة عربية بعد السعودية على خوض تجربة الصناديق الاستثمارية، حيث بداء تجربتها عام 1985، ثم تبعتها بعض الدول العربية بعد عقد من الزمن كما يلي : مصر والبحرين وعمان في عام 1994 م ثم المغرب في عام 1995 م ثم لبنان عام 1996 م واخيرا الاردن وقطر في عام 1997م.<sup>1</sup>

**ثانيا: مفهوم صناديق الاستثمار**

تعتبر صناديق الاستثمار اداة استثمارية توفر للأشخاص الذين لا يملكون القدرة على ادارة استثماراتهم بصورة مباشرة وتمنح الفرص للمشاركة في الاسواق المالية سواء العالمية او المحلية النفطية منها او غير النفطية.

<sup>1</sup> - غسان الطالب، صناديق الاستثمار في الاردن بين النظرية والتطبيق، مداخلة مقدمة ضمن المؤتمر الدولي للمالية والمصرفية الاسلامية ، كلية العلوم الاسلامية ، الاردن ، بتاريخ 6-7 اوت 2014، ص 5.

## 1- تعريف صناديق الاستثمار

- يعرف صندوق الاستثمار بأنه: " اداة مالية مركبة ذات عمر محدد تكونه مؤسسة مالية متخصصة ذات دراية وخبرة في مجال ادارة الاستثمارات (بنك او شركة استثمارات)، وذلك بقصد تجميع مدخرات الافراد وتوجيهها للاستثمار في مجالات مختلفة تحقق للمساهمين والمشاركين فيها عائدا وضمن مستويات معقولة من الخطر عن طريق الاستفادة من مزايا التنوع ومراعاة ما يعرف بالرجل الحريص وذلك في إدارة موجودات الصندوق".<sup>1</sup>

- كما يعرف ايضا بأنه: " عبارة عن كيان مستقل يتم تكوينه لغرض تجميع مدخرات واستثمارها في شركات اخرى، فهي تسمح لصغار المستثمرين بوضع اموالهم مع اموال كبار المستثمرين، حيث يتم استثمار هذه المبالغ على نحو متكامل لا يمكن للمستثمر الصغير القيام به منفردا".<sup>2</sup>

و مما سبق يمكننا ان نستخلص ان صناديق الاستثمار هي مؤسسات مالية تقوم بالاستثمار الجماعي في الاوراق المالية عن طريق تجميع المدخرات من المستثمرين واستثمارها في شراء وبيع الاوراق المالية بواسطة إدارة مخترفة، بهدف تحقيق المنفعة لمؤسسيها وللمستثمرين والاقتصاد الوطني ككل.

## 2- خصائص الصناديق الاستثمارية

تتميز صناديق الاستثمار بمجموعة من الخصائص التي تميزها عن غيرها من الصناديق وتمثل اهمها في:<sup>3</sup>

- ✓ اتاحة المجال لذوي الدخل المحدود للتعامل في السوق اذا امتلك حدا ادنى من الوثائق تمكنه من الاشتراك في احدى صناديق الاستثمار؛
- ✓ تخفيض حجم المخاطر التي تواجه المستثمر حيث تقوم بتنوع استثماراتها في الاوراق المالية فصغار المستثمرين لا يستطيعون ذلك لعدم وجود خبرة وعدم توفر مبالغ كبيرة للاستثمار في هذا المجال؛
- ✓ السيولة وخاصة في الصناديق المفتوحة حيث يستطيع المستثمر سحب قيمة وثائقه من الصندوق المصدر لها خلال اي يوم من ايام العمل؛
- ✓ الاستفادة من خبرات الادارة المتخصصة التي تدير محفظة الاوراق المالية للمستثمر بتكاليف منخفضة؛
- ✓ تحقيق عائد اعلى من عوائد الوثائق المصرفية؛
- ✓ تمكن المستثمر من شراء وثائق بالتقسيط خلال فترة زمنية من تنظيم استرداد كل او بعض راس المال وفق شروط معينة؛
- ✓ تسهيل اتخاذ القرارات بالنسبة للمستثمر لما تتمتع به هذه الصناديق من شفافية وافصاح عن إدارتها بشكل مستمر؛
- ✓ الأنواع المختلفة للصناديق تعطي مرونة للمستثمر في اختيار النوع الذي يتناسب مع ظروفه؛
- ✓ تخضع هذه الصناديق لرقابة من قبل جهاز هيئة سوق المال؛

1 - محمد مطر، ادارة الاستثمارات : الاطار النظري والتطبيقات العلمية، دار وائل للنشر، ط3، الاردن، 2004، ص92.

2 - احمد معجب العتيبي، المحافظ المالية الاستثمارية، دار النفائس للنشر، الاردن، 2007، ص 93.

3 - غدير احمد خليل، تطوير وابتكار صناديق الاستثمار متوافقة مع الشريعة الاسلامية، مداخلة ضمن الملتقى الدولي للمالية والمصرفية الاسلامية، كلية الشريعة، الاردن، بتاريخ 6-7 اوت 2014، ص35.

✓ تعتبر صناديق الاستثمار من اهم المنتجات التي تعمل على جذب الاستثمارات المختلفة ورفع مستوى اداء السوق وبالتالي دعم نمو الاقتصاد المحلي.

### 3- اهمية صناديق الاستثمار

تؤدي صناديق الاستثمار دورا مهما وفاعلا في الاقتصاد الوطني خصوصا في توفير التمويل اللازم للاستثمار في السوق المالي حيث تتمثل أهميتها في ما يلي: <sup>1</sup>

- ✓ تحقق صناديق الاستثمار العديد من المزايا بالنسبة للمتعامل وكذا بالنسبة للاقتصاد القومي؛
- ✓ امكانية المدخر ان يستثمر أمواله استثمارا مباشرا عن طريق شراء وبيع الاوراق المالية في سوق الاوراق المالية ، إلا أن قيامه باستثمار هذه الاموال عن طريق صناديق الاستثمار يتيح له تخفيض درجة المخاطر التي قد يتعرض لها؛
- ✓ تتيح الصناديق الاستثمارية فرصة للمستثمر بالمشاركة في الارباح الرأسمالية الناتجة عن زيادة القيمة السوقية للوثيقة وكذا أرباحها نتيجة الاستفادة من قوة المركز التفاوضي للصندوق وخبراته المتخصصة في هذا النوع من الاستثمار؛
- ✓ المساهمة في جذب رأس المال المكتنز وتحويله الى استثمارات فعالة تساهم في زيادة معدلات النمو الاقتصادي والمساعدة في تحقيق اهداف برامج الاصلاح الاقتصادي وخاصة فيما يتعلق بتوسيع قاعدة الملكية عن طريق تحويل ملكية القطاع العام الى القطاع الخاص.

### المطلب الثاني: انواع الصناديق الاستثمارية

تعدد انواع الصناديق الاستثمارية وفقا لحاجات ورغبات واهداف المستثمرين، وذلك راجع لنمو هذه الصناديق وتطورها وزيادة المنافسة فيما بينها، حيث تختلف هذه الصناديق باختلاف الاسواق التي تدار فيها ويمكن تصنيف صناديق الاستثمار وفقا لما يلي:

#### اولا: التصنيف العام لصناديق الاستثمار

هناك عدة انواع للصناديق الاستثمارية تكونت نتيجة نمو الصناديق و اختلاف وتعدد حاجات وأهداف المستثمرين ولكن مهما تنوعت فهي تندرج تحت نوعين اساسيين هما : صناديق الاستثمار المغلقة وصناديق الاستثمار المفتوحة.

#### 1- صناديق الاستثمار المغلقة

هي احد أنواع صناديق الاستثمار المقتصرة على فئة محدودة او مختارة من المستثمرين ، لها هدف محدد ، اي يحتفظ بها لفترة محددة وبعدها يقوم بتصفية الصندوق وتوزيع عوائده على المستثمرين، وتتاح هذه الصناديق بصفة دورية بين الحين والآخر وذلك اذا ما تبين لخبراء الاستثمار أن هناك فرصا جيدة متاحة للاستثمار في مجال محدد، ويكتسب هذا النوع من الصناديق تسمية من خاصية ثبات رأسماله وذلك بمجرد انتهاء فترة الاكتتاب فيه، كما أن خاصية ثبات راس المال لا تمنع التداول بالأسهم وحصص الصندوق في السوق المالي. <sup>2</sup>

<sup>1</sup> - غسان الطالب، مرجع سابق، ص6.

<sup>2</sup> - مؤيد عبد الرحمن الدوري، إدارة الاستثمار والمحافظة الاستثمارية ، إثناء للنشر والتوزيع، الاردن، 2010، ص 178.



## 2- صناديق الاستثمار المفتوحة

هي صناديق تتميز بكونها مفتوحة في اتجاهين، أي في اتجاه زيادة رأسماله من جهة واتجاه تخفيضه لرأسماله من جهة أخرى، لذا يكون رأسمال هذا النوع من الصناديق متغيراً وليس ثابتاً وصندوق الاستثمار المفتوح يتميز بأن عدد الأسهم التي تحتويها محفظته الاستثمارية غير ثابتة وغير محددة، وإنما يتغير نتيجة عمليات البيع والشراء والاسترداد، ولا يتم طرح وحدات محدودة من الوثائق إنما يبقى الصندوق مفتوحاً للدخول والخروج منه طالما أن نشاطه ظل قائماً، ويمكن أيضاً للمدخر شراء وثائق من هذا الصندوق عندما يشاء و بإمكانه بيعها بعد اخطار قصير المدى لا يتجاوز الاسبوع، وتكون صناديق الاستثمار التي يصدرها في بورصة الأوراق المالية ولكن يتم الشراء والاسترداد عن طريق وكلاء توزيع وثائق الصندوق.<sup>1</sup>

❖ ويعتبر هذا التصنيف الأكثر تداولاً في الأسواق المالية خاصة في بورصة الأوراق المالية.

## ثانياً: وفقاً لمكوناتها التشكيلية

يمكن تصنيف صناديق الاستثمار حسب تشكيلة الأوراق المالية المكونة لها كما يلي:

### 1- صناديق الاسهم العادية

في هذا النوع من الصناديق ينحصر الاستثمار فقط في الاسهم فقد يختص صندوق الاسهم إما على أساس القطاع فيركز مثلاً على اسهم صناعة معينة مثل: اسهم الشركات النفطية والكيمائية او يختص الصندوق بمنطقة جغرافية معينة قد يكون بطريقتين في حال نجاح الشركة في تحقيق أداء مرتفع.

### 2- صناديق السندات

تقوم هذه الصناديق بالاستثمار في السندات حيث يعتبر حامل الوثيقة الاستثمار في صناديق السندات مالك الحصص في السندات التي تمثل محفظة الصندوق، ويتميز هذا النوع من الصناديق بانخفاض درجة تذبذب الاسعار مقارنة الاسهم حيث ان هناك صناديق تتكون من سندات مرتفعة الجودة والتي تولد عائداً منخفضاً ذا مخاطر محسوبة ومنخفضة بما يتناسب مع ظروف المستثمر غير الراغب على تحمل المخاطر، كما توجد الصناديق المختلطة التي تشمل على مجموعات من السندات تختلف من حيث الجودة وتختلف معها المخاطر والعائد المتولد بما يتناسب مع فئات مختلفة من المستثمرين متفاوتة من حيث الرغبة والقدرة على تحمل مخاطر أكبر.<sup>2</sup>

### 3- الصناديق المتوازنة

يقصد بها الصناديق التي تشتمل على مزيج من الاسهم العادية والأوراق المالية الأخرى ذات دخل ثابت محدد مثل السندات التي تصدرها الحكومة ومنشآت الأعمال والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية واسهم ممتازة.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - احمد بن حسن بن احمد الحسني، صناديق الاستثمار : دراسة وتحليل من منظور إسلامي ،مؤسسة شباب الجامعة للنشر، مصر، 1999، ص9.

<sup>2</sup> - ماجد احمد عطا الله، إدارة الاستثمار، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص137.

<sup>3</sup> - سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، دار الرابحة للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص 66.

## 4- صناديق سوق النقد

هي تلك الصناديق التي تتكون من تشكيلة الاوراق المالية قصيرة الاجل التي عادة ما تتداول في سوق النقد من خلال مؤسسات مالية كالبنوك التجارية ومن أمثلة تلك الاوراق أذونات الخزينة وشهادات الايداع والكمبيالات المصرفية وعادة يكون الحد الادنى للمشاركة في أموال تلك الصناديق كبيرا نسبيا وتناسب صناديق الاستثمار الخاصة بأسواق النقد واهداف الاستثمارات قصيرة الاجل، وفي الحالات التي يرغب فيها المستثمر تقليل الخطر وثبات العائد الدوري، حيث تهدف هذه الصناديق الى تحقيق اعلى معدل عائد على الادوات المالية التي تحتفظ بها وتميز بانخفاض درجة الخطر ويقابل ذلك انخفاض في العائد بالمقارنة بالصناديق السابقة وايضا بدرجة عالية من السهولة.<sup>1</sup>

❖ يجد هذا النوع من التصنيف لصناديق الاستثمار في سوق الاوراق المالية الخاصة التي تيسر على المتعاملين استثمار أموالهم في نوع معين من الصناديق.

## ثالثا: حسب اغراض المستثمرين

وتنقسم صناديق الاستثمار حسب أغراض المستثمرين إلى ما يلي:

## 1- صناديق النمو

هي صناديق تكون بقصد تحقيق مكاسب رأسمالية تؤدي الى نمو راس مال الصندوق او بلفظ اخر لا تسعى للحصول على عائد منتظر من تكوينها، بل عائد مستقبلي من خلال العمل على تحقيق تحسين القيم السوقية للتشكيلة التي يتكون منها الصندوق، فعادة ما تشمل أسهم عادية للمنشآت التابعة لصناعات تتسم بدرجة عالية من النمو مثل المنشآت التي تتبع سياسات متقدمة وابحاث مكثفة لاختراق أسواق جديدة، وهذه الصناديق عادة تناسب المستثمرين الراغبين في تحقيق عائد مرتفع في نفس الوقت الذي يخضعون فيه لشريحة ضريبية عادية وخاصة في ظل نظام ضريبي يكون فيه معدل الضريبة على الربح الارادي أعلى من معدل الضريبة على الربح الرأسمالي.<sup>2</sup>

## 2- صناديق الدخل

تهدف هذه الصناديق الى المحافظة على أصول الصندوق وتحقيق عائد دوري معقول على الاستثمار لذا تتجه إدارة الصندوق هنا نحو الاستثمار في السندات الحكومية والغير الحكومية متوسطة وطويلة الاجل وعلى أسهم منشآت كبيرة مستقرة توزع الجانب الاكبر من الارباح التي تحققة، وهذه الصناديق تناسب المستثمرين الذين يعتمدون عائد استثماراتهم لتغطية نفقات معيشتهم، ومثل هؤلاء المستثمرين لا يخضعون للضريبة على الارباح الإردادية ومعدل الضريبة على الارباح الرأسمالية.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - محمود صبح، التحليل المالي والاقتصادي للأسواق المالية، دار الجامعة للنشر، مصر، 2002، ص 216.

<sup>2</sup> - نزيه عبد المقصود مبروك، صناديق الاستثمار الاسلامي والوضعي، دار الفكر الجامعي للنشر، 2006، الاسكندرية، ص 98.

<sup>3</sup> - اميرة حسب الله، محددات الاستثمار الاجنبي المباشر والغير المباشر في البيئة الاقتصادية العربية، الدار الجامعية للنشر، الاسكندرية، 2005، ص 85.

### 3- الصناديق ذات الاهداف المزدوجة

الصناديق ذات الهدف المزدوج هي نوع خاص من الصناديق ذات النهاية المغلقة والتي يمكنها تلبية احتياجات فئتين مختلفتين من المستثمرين هما : المستثمرون الذين يرغبون في الحصول على دخل من استثماراتهم، والمستثمرون الذين يهدفون الى تحقيق نمو لاستثماراتهم ويصدر لهم صكوك نمو تولد لهم أرباحاً رأسمالية.<sup>1</sup>

❖ ونظراً لتنوع صناديق الاستثمار وتعددتها ساهم ذلك في تنمية نشاط الاسواق المالية و اقتصاديات الدول المختلفة وتزايد حجم المعاملات فيها وبالتالي تحسين الوضع الاقتصادي للوطن وجذب استثمارات خارجية جديدة.

### المطلب الثالث: ادارة صناديق الاستثمار

يلجأ المستثمرون الى اصحاب الخبرة في إدارة صناديق الاستثمار، حيث ان نشاطاتها تراقب بشكل يومي والمنافسة شديدة بين هذه الصناديق، والقائمون على إدارة صناديق الاستثمار يستفيدون من كل فنون الفكر المالي والاستثماري لتحسين اداء صناديقهم الاستثمارية وضمان سلامتها، ومن ضمن ما يهتم به المختصون لإدارة الصناديق ايضا التعرف على الهيكل التنظيمي للصناديق والعمليات المكلفة بالقيام بها.

### اولا: الهيكل التنظيمي لصناديق الاستثمار

ويتكون الهيكل التنظيمي لصندوق الاستثمار من ما يلي:<sup>2</sup>

#### 1- مدير الصندوق

يتولى إدارة الصندوق في العادة شركة استثمارية متخصصة ويمكن للمدير أن تستند إدارته إلى شركة استثمارية متخصصة في إدارة صناديق الاستثمار ويتقاضى مدير الصندوق مقابل إدارته عمولة أو أتعاباً، يحددها عادة النظام الداخلي للصندوق في صورة نسبة معينة من القيمة البيعية أو العادلة لصافي أصول الصندوق.

#### 2- امين الاستثمار

هو مؤسسه ماليه يتم اختيارها من المؤسسات المالية ذات السمعة الجيدة المركز المالي وغيرها من المؤهلات ويتولى امين استثمار مهمه الاشراف على الصندوق ومراقبه اعمال المدير حيث يعتبر الوكيل عن حمله شهادات الاستثمار ويتقاضى امين الاستثمار هو ايضا الاخر عمله تحديد في صورة نسبة مئوية من القيمة العادلة في اصول الصندوق.

#### 3- وكيل البيع

هو وسيط او مجموعه وسطاء يتولون توزيع شهادات الاستثمار التي يصدرها الصندوق ويمكن لهذا الوكيل ان يكون بنكا او شركة استثمار من تلك الخاضعة لرقابه البنك المركزي.

<sup>1</sup> - منير ابراهيم الهندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، منشأة المصارف للنشر والتوزيع، الاسكندرية، مصر، 1999، ص 38-39.

<sup>2</sup> - متولي عبد القادر السيد، الاسواق المالية و النقدية في عالم متغير، دار الفكر للنشر و التوزيع، القاهرة، مصر، 2010، ص 89.

## 4- الهيئة الاستثمارية

و تضم مجموعه من الخبراء المتخصصين في الاستثمار والتحليل المالي يعينهم مدير الصندوق في تقديم النصح و المشورة اداره الصندوق او توجيه استثماراته الى المجالات المناسبة، و يختلف هيكل صندوق الاستثمار من سوق الى اخر حيث يخضع اعضاءه الى مجموعه من القوانين التي تنظم عملياته وتسير ادائه داخل السوق.

## ثانياً: عمليات صناديق الاستثمار

تتمثل العمليات التي تقوم بها صناديق الاستثمار فيما يلي:<sup>1</sup>

## 1- التسعير

و يقصد به اعلان سعر الوحدة الاستثمارية في الصندوق وتحدد الصناديق الاستثمارية في نظام تأسيسها ما اذا كانت مفتوحة او مغلقة فاذا كانت مغلقة لا يقوم المدير بإعلان سعر الوحدة الا في اخر يوم من عمري الصندوق الا ان ذلك لا يعني انه ليس لها سعر خلال هذه المدة و يمكن التعرف على قيمتها من خلال تبادل طريقه البيع المباشر بين المستثمرين اما اذا كان صندوق مفتوح فان المدير يحدد يوم معيناً مثل الاربعاء من كل اسبوع اذا كان اسبوعياً او اليوم الاول من كل شهر اذا كان شهرياً و هكذا يسمى يوم التسعير، وفي هذا اليوم يعلن المدير سعر الوحدة الاستثمارية و هو السعر الذي يمكن بناء عليه المستثمرين الراغبين الحصول على السيولة و دخول اولئك الذين يرغبون في الاستثمار، ويعتمد السعر الذي يعلنه المدير على تقييم الاصول المملوكة في الصندوق فاذا كان الصندوق خاصاً بالسهم، سعر الوحدة الاستثمارية على السعر السوقي للاسهم التي يمتلكها الصندوق مضافاً اليه الدخل المتوسط المتولد لهذا الصندوق من ارباح الشركات او فروقات سعر الصرف او ما الى ذلك فاذا اراد المستثمر الخروج يمكن له ان يبيع الوحدات التي يملكها الى الصندوق بالسعر المعلن واذا اراد مستثمر جديد الدخول يمكن الشراء بذلك السعر لأنه بإمكان المدير توظيف هذه الاموال الجديدة في اسهم جديدة يشتريها بسعر السوق فهو عندئذ يستمر في اصدار وحدات جديدة للمستثمرين الجدد وقد يفرق بين سعر الدخول والخروج.

## 2- الرسوم على المشتركين

يفرض صناديق الاستثمار أحياناً رسوماً على المنخرطين لتغطية جزء من تكاليفها ولا سيما تلك التي تتعلق بعمليات توظيف الاموال، وتتبنى بعض الصناديق الاستثمارية المفتوحة التي تتداول وحدتها في أسواق الاوراق المالية طريقة فرض الرسوم ابتداءً من الاشتراك وتسمى (LOAD FUNDS) و تظهر هذه الرسوم على صفة زيادة في القيمة الصافية للأصول عند الشراء، ولكن يحصل عليها السوق بينما تتبنى صناديق أخرى طريقة فرض الرسوم عند الخروج من الصندوق، وترتبط بعض صناديق هذه الرسوم بمدة بقاء المستثمر في الصندوق بحيث تتناقص تلك الرسوم بقدر ما تطول هذه المدة، أما اذا كان مصدر الصندوق يقوم بنفسه بتسويقه فلا يفرض في العادة رسوماً على الدخول او الخروج وتسمى هذه الصناديق

<sup>1</sup> - حسين محمد حسين سمحان، دراسات في الادارة المالية الاسلامية، دار الفكر للنشر والتوزيع، الاردن، 2011، ص191.

(NOLOAD FUNDS) و في الصناديق المغلقة التي يجري تداولها في الاسواق المنظمة يتكون احتياج المستثمر الى دفع رسوم السمسار في السوق.<sup>1</sup>

### 3- الاسترداد والتداول

لما كان عنصر السيولة يعد من اهم عناصر الجذب في الصناديق الاستثمارية فقد صممت لتوفر للمستثمرين طرقا فعالة لتحقيق هذا المطلب، وتعتمد الصناديق المفتوحة على ما يسمى بالاسترداد حيث يمكن للمشاركين استرداد أموالهم بصفة دورية اما الصناديق المغلقة فلا تتحقق السيولة فيها الا بتداول الوحدات في سوق المنظمة، ويقوم عمل الصناديق الاستثمارية المفتوحة على حرص المدير على الاحتفاظ بقدر من السيولة يمكنه من شراء وحدات أولئك المستثمرين الذي يرغبون في استرداد أموالهم في يوم التسعير، ويعتمد حجم هذه السيولة على خبرة المدير وعلى عمر الصندوق والظروف والبيئة الاقتصادية التي يعمل فيها الصندوق، ومن الجلي ان هذه السيولة المستبقة لا تدر عائدا للصندوق (او لا تدر عائدا مجزيا لقصر اجلها) و لذلك يحرص على الاحتفاظ بالحد الأدنى منها ويفترض أن جزءا كبيرا من عمليات الاسترداد في يوم التسعير سيتم تغطيته من الاموال الجديدة التي يقدمها الراغبون في الدخول فيه، ولذلك فإن السيولة المتبقية تكون عند الحد الأدنى، وفي كثير من الاحيان يحرص المدير على توزيع الاستثمار بطريقة تتحقق معها قدر من السيولة في كل يوم تسعير دون الحاجة لتعطيل الاموال خلال مدة الصندوق حتى لو كانت مدة قصيرة، ومع ذلك فان المدير يواجه أحيانا حجما من الاسترداد يزيد من السيولة المرجوة من الصندوق وعن حجم الاموال المستثمرة فيه، ولذلك تحرص الكثير من الصناديق على النص في نظامها الاساسي على علاج هذه الحالة بطرق منها ان لا تلتزم في حالة عدم توفر السيولة برد كامل مبلغ الاستثمار بل جزء منه فحسب لمن يأتي اولا وتطالب الآخرين بالانتظار، وفي بعض الاحيان يتفق الصندوق مع احد المؤسسات الكبيرة التي تقدم له مقابل رسوم محددة التزاما بتوفير السيولة عند الحاجة لها او الالتزام بشراء الوحدات التي لا يستطيع الصندوق استردادها لعدم توفر السيولة له.<sup>2</sup>

### 4- رسوم الادارة

يحصل المدير في كل أنواع الصناديق على رسوم مقابل إدارته، وتصمم طريقة احتساب رسوم المدير بحيث تولد الحوافز لديه على تحقيق النمو للصندوق بما يفيد جميع المشاركين، ولذلك يعتمد حسابها على ما يسمى بالقيمة الصافية لأصول الصندوق ويقوم المدير بحساب هذه القيمة الصافية بصفة دورية وفي حالة الصناديق المفتوحة يفعل ذلك في يوم التسعير ويقتطع أجره بالنسبة المتفق عليها، ويتراوح أيجور الادارة العليا بين 1% الى 5% من القيمة الصافية فيزيد أجر المدير كلما كبر أصوله.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الاوراق المالية، رسالة دكتوراه (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التجارية والتسيير، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2011-2012، ص205.

<sup>2</sup> - سمير محي الدين، الصناديق السيادية ودورها في تنشيط الاوراق المالية، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص: تحليل اقتصادي، جامعة الجزائر. 2010-2011، ص105.

<sup>3</sup> - حسين محمد سمحان، مرجع سابق، ص194.

## المطلب الرابع: مزايا الصناديق الاستثمارية و مخاطرها

تسهل صناديق الاستثمار عملية الادخار بالنسبة للمتعاملين واستثمار أموالهم بشكل مهني وبتكلفة اقل و بإدارة رشيدة كما تعمل على تنشيط التداول في السوق وتحقيق عوائد مقبولة ومنافسة المنتجات الأخرى المتداولة، كما أنها ايضا تواجه في ذلك مخاطر تؤثر في ادائها، ومنه في هذا المطلب سيتم التطرق الى :

### اولا: مزايا صناديق الاستثمار

تتميز صناديق الاستثمار بمجموعة من المزايا تتمثل فيما يلي:

- ✓ الادارة الرشيدة المهنية المتخصصة في إدارة المحافظ المالية : من خلال شركات متخصصة في إدارة صناديق الاستثمار تتميز بالانفصال عن الشركة التي أصدرت وثائق الاستثمار مما يحقق مبدأ عدم تضارب المصالح؛
- ✓ التنوع : حيث يتوافر حجم كبير من الاموال يمكن توزيعها على عدد كبير من أدوات الاستثمار في تطبيق مبادئ التنوع الخاصة؛
- ✓ التنوع : القدرة على تعدد انواع الاوعية الاستثمارية (أسهم ، سندات ، وثائق استثمارية، صكوك التمويل ، أدون الخزانة والودائع المصرفية)؛
- ✓ السيولة: تستطيع الصناديق أن تقوم بشراء وبيع كميات كبيرة من الادوات المالية في اي وقت بسبب توافر حجم كبير من الاموال اللازمة للاستثمار؛
- ✓ المصدقية: تناسب هذه الصناديق المستثمر التي تحتاج الى مصداقية جهة الادارة وتوافر شرعية قانونية؛
- ✓ لها القدرة على شراء وثائق الاستثمار: يقوم المستثمر بشراء سهم او وحدة او عدد الوحدات في صندوق الاستثمار مع الاحتفاظ بميزة تنوع محفظة استثمار الصندوق فقد لا يستطيع المستثمر ان يكون محفظة خاصة بها<sup>1</sup>؛
- ✓ سهولة الحفظ والتداول: حيث يستطيع المستثمر من خلال امين الحفظ او البنك الذي يتعامل معه أن يحتفظ بهذه الوثائق وتجميع العائد الدوري الخاص بها بسهولة؛
- ✓ حماية المستثمر: تخضع صناديق الاستثمار الى معايير داخلية لشركات إدارة صناديق الاستثمار بالإضافة الى الرقابة و الاشراف من خلال الهيئة العامة لسوق المال؛
- ✓ الدور المتميز الذي تلعبه صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الاوراق المالية حيث ان هذه الصناديق تتكون من الاوراق المالية المشكلة للسوق، كما ان هذه الصناديق لها من المميزات ما يجعل المستثمر يقبل عليها أكثر من غيرها من أدوات سوق المال؛
- ✓ الإحتياطات تحتفظ الصناديق في العادة باحتياطات تقطعها من الارباح الغرض منها تحقيق الاستقرار في ما يدفعه الصندوق من أرباح للمشاركين فيه وتعويض فيه وتعويض الخسائر التي قد تحصل في بعض الاوقات، وتستمر هذه

<sup>1</sup> - شافية كتاف ، آلية بناء صناديق المؤشرات المتداولة الاسلامية وأهميتها بالنسبة للأسواق المالية ، مداخلة ضمن الملتقى الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية ، جامعة فرحات عباس، الجزائر، بتاريخ: 5-6 ماي 2014، ص5.

الاحتياطات في التراكم داخل الصندوق وتعد جزءا من أمواله بحيث يستحقها الى الذين كانوا يملكون وحداته عند انتهاء مدته ان كان له مدة<sup>1</sup>؛

✓ وتتعدد مزايا الصناديق الاستثمارية نتيجة تعدد انواعها في الاسواق خاصة في سوق الاوراق المالية التي جعلت عمليات التداول اسهل؛

## ثانيا: مخاطر صناديق الاستثمار

يتضمن الاستثمار في الصناديق إمكانية التعرض لمخاطر الاستثمار المتعارف عليها عند الاستثمار في صندوق معين و تتمثل هذه المخاطر فيما يلي:

### 1- المخاطر النظامية أو السوقية

هي المخاطر التي لا يمكن التخلص منها بالتنوع مثل:<sup>2</sup>

#### أ - الخطر الاقتصادي العام

و يقصد به أن يكون مصدر الخطر نابعا من جميع الجوانب الاقتصادية في الدولة مثل الركود العام بجوانبه الكلية المالية والضريرية ... الخ، حيث يكون الركود قد أثر على الشركات بحيث تبدأ هذه الشركات بتخفيض الانتاج والعمالة من أجل الحفاظ على الربحية، وحيث تصبح النظرة تشاؤمية نحو الوضع المالي والضريري وحول المستقبل الاقتصادي العام للدولة وهذا بدوره يؤثر على الجو الاستثماري والبيئة الاستثمارية ككل بما فيها الصناديق الاستثمارية.

#### ب - خطر التضخم والانكماش

يمثل مصدر الخطر الثاني فالتضخم يعني زيادة عدم التأكد بالنسبة لسياسات الأسعار وكلفة التمويل وكلفة العمالة والمواد، كما أنها تميل إلى زيادة بنسبة الفائدة، حيث أن هناك بعض المنشآت قد تستفيد من التضخم ولكن البعض الاخر قد يتضرر لعدم قدرته على تمرير الحيادة وتحميلها للمستهلك.

#### ج - المخاطر السياسية

و تتمثل أهمها في خطر التأميم أو الحروب أو الإضراب العام والعصيان المدني، و تعتبر هذه المخاطر من أهم المخاطر النظامية التي تتعرض لها صناديق الاستثمار.

### 2 - المخاطر الغير نظامية

و هي المخاطر التي يمكن التخلص منها أو تخفيضها الى أدنا حد ممكن من خلال التنوع وتتعلق هذه المخاطر بأعمال المنشأة أو الصندوق و نذكر منها:

#### أ - خطر الاصدارات الخاصة والعمل

و يتمثل في خطر العمل نفسه وخطر الاصدارات الخاصة ويمكن تقسيمها إلى ثلاث مجموعات تتمثل فيما يلي:  
✓ **خطر العمل:** ونعني به الخطر المنبعث من ممارسة نفس العمل وما يواجهه من أخطار طبيعية فالعمل يمر بظروف عديدة منها مرحلة المنافسة والتطور وتغير أسعار التكلفة للمواد وتغير أسعار السوق والمتغيرات التي تحكم سياسة السوق وتطور السلعة وتغير أذواق المستهلكين.

<sup>1</sup> - اسامة عبد الخالق الانصاري، الدليل العلمي للاستثمار بالبورصة، السحاب للنشر والتوزيع ، 2008، القاهرة، ص240.

<sup>2</sup> - عصران جلال عصران، الاستثمار الغير مباشر في محافظ الاوراق المالية، دار التعليم الجامعي للنشر، الاسكندرية، 2010، ص84.

✓ **الخطر المالي:** يعتمد هذا الخطر على كمية المال التي وفرها الدائنون لهذه المنشأة (أي كمية الدين على المنشأة).  
 ✓ **خطر الإصدارات الخاصة:** ينبع مصدره من نوع الإصدارات والضمانات التي تصدرها المنشأة مثل الأسهم والسندات ، فبالنسبة للمستثمر يكون التعامل بالأسهم أكثر خطورة من السندات وذلك لان لها الاولوية بالدفع قبل الاسهم خصوصا عند المطالبة القانونية.

### ب- الخطر العالي المتعلق بأعمال الشركة

وهو من المصادر الرئيسية لحالة عدم التأكد، فمثلا صناعة السيارات في أمريكا تواجه باستمرار الخطر بسبب المنافسة العالمية، وعلى غرار الشركات المصنعة التي تبيع منتجاتها في الاسواق العالمية حيث يزداد أثر الخطر في حالة الازمات المالية العالمية وكذلك تتأثر بأسعار النفط والحروب، وأكثر المنشآت التي تتضرر تلك التي لها علاقة بالأسواق العالمية.<sup>1</sup>  
 مما سبق يمكن استخلاص أن صناديق الاستثمار تعد أحد الطرق لتهيئة المناخ امام الاستثمار حيث يتطلب الامر تحويل عدد كبير من صغار وكبار المدخرين الى مستثمرين في سوق الاوراق المالية وذلك بدلا من ايداع أموالهم في المصارف، كما تتسم صناديق الاستثمار بعدة مزايا نظرا لتعدد أنواعها وقلة مخاطرها التي تساهم في تنشيط وتسيير حركة التداول في سوق الاوراق المالية ودعم تنمية السوق الاقتصادي الوطني.

### المبحث الثاني: الاستراتيجيات الاستثمارية للصناديق الاستثمارية و طرق قياس ادائها

يرى معظم الخبراء أن ظهور صناديق الاستثمار هو مؤشر إيجابي في عالم أسواق المال العالمية، وقد بلغت الصناديق السيادية أوجها بعد عزوف بنوك كبرى عن الإقراض أو رفع معدلات الفائدة، مما جعل تلك الصناديق تزداد وتتجه نحو الاستثمار في العقارات والطاقة والمؤسسات الصناعية الكبرى، بعد أن كانت تركز استثماراتها في مجالات أسواق المال والسندات وبدأت في توفير المدخرات للأجيال القادمة وتنميتها، لتقلل من آثار الأزمات المالية على الاقتصاديات المحلية، لذا ومن خلال هذا المبحث سنوضح الاستراتيجيات الاستثمارية للصناديق الاستثمارية و طرق قياس ادائها.

### المطلب الأول: موارد صناديق الاستثمار

هناك نوعان أساسيان من الموارد للصناديق الاستثمارية هما:<sup>2</sup>

#### 1- الموارد الذاتية

و المتمثلة في رأس مال الشركة المساهمة او الجهة الاخرى المنشئة للصندوق سواء كان "بنكا او شركة تامين ويكون رأس المال المذكور في صورة صكوك استثمار.

#### 2- الموارد الخارجية

وهي المتمثلة في قيمة الوثائق الخاصة بالاستثمار التي يتم إصدارها تجميعا للمدخرات كجانب اساسي في موارد الصندوق.

<sup>1</sup> - bodies,kane and marcos, "essential of investement", mc graw-hill,4,rdition,usa,2002,p189

<sup>2</sup> - كمال العقرب، تقييم واقع ودور صناديق الثروة السيادية في تحقيق الاستقرار في الاقتصاد العالمي، مجلة الإقتصاد الجديد، جامعة خميس مليانة،المجلد01، العدد 10، 2014، ص118-119.



ومن الطبيعي ان صناديق الاستثمار كنوع من المؤسسات المالية تمثل مشاركة بين مال الجهة المنشئة للصندوق وبين مال المدخرين حاملي وثائق الاستثمار.

❖ وبناء على ذلك فموارد الصندوق تمثل خليطاً بين رأسمال الصندوق و قيمة وثائق الاستثمار لحاملها، وكل منها يعبر عن أدوات تمويل بالملكية بعيداً عن ما قد يحدث من تمويل بأدوات المديونية سيتم تناولها ومدى مشروعيتها من خلال مجال استثمار موارد الصندوق تجنباً للتكرار.

وتأتي موارد صناديق الاستثمار من الفوائض المالية التي تتحقق في الدول المنشأة لهذه الصناديق، لكن مصدر هذه الفوائض يختلف من بلد لآخر، ومن أهم هذه المصادر:

✓ صناديق تكونت مواردها من تصدير المواد الأولية خاصة المحروقات، نتيجة الارتفاع الكبير الذي عرفته أسعار هذه الموارد، حيث أدى ذلك إلى زيادة المداخيل الناتجة عن تصدير المحروقات، وهذه الأخيرة فاقت بكثير حاجة هذه الدول لتمويل متطلبات التنمية فيها، فجاءت فكرة إنشاء صناديق لهذه الموارد، واستثمارها في قطاعات مختلفة خارج الوطن للحفاظ عليها وزيادة قيمتها، مثل صناديق دول الخليج العربي، النرويج... الخ؛

✓ كما أن هناك صناديق تكونت مواردها من الفوائض التجاري الناتج عن زيادة قيمة الصادرات عن قيمة الواردات نتيجة ارتفاع تنافسية صادراتها، فزادت احتياطات الصرف بشكل كبير أدى ببعض الدول إلى إنشاء صناديق لاستثمار جزء من هذه الفوائض، وتوظيفها والحصول على موارد إضافية بدلاً من تركها احتياطات لدى البنك المركزي؛

✓ كما أن هناك صناديق سيادية تكونت مواردها من بيع العديد من المؤسسات العمومية لصالح الخواص في إطار الخصخصة التي اعتمدها العديد من الدول، و نظراً لضخامة هذه العوائد وتخوفاً من أن تقود إلى توسع كبير في الإنفاق العمومي يكون أكبر من الطاقة الاستيعابية للاقتصاد، والذي يمكن أن يؤدي إلى حالة من التضخم غير المقدر على التحكم فيها، و انطلاقاً من كون المؤسسات المخصصة هي ملك عام لجميع الأجيال يتم تحويل كل أو جزء من عوائد الخصخصة إلى صناديق الاستثمار؛

✓ وهناك أيضاً صناديق تكونت مواردها بفعل زيادة فوائض الميزانية العامة، أي أن الإيرادات التي تم تحصيلها فاقت النفقات بشكل كبير، وتلجأ بعض الحكومات إلى توظيف جزء من هذه الإيرادات أو الفوائض الزائدة عن حاجة الدول للتمويل إلى تكوين صناديق استثمارية قصد استثمارها و تنميتها بشكل أفضل.

## المطلب الثاني: استراتيجيات الصناديق الاستثمارية

تختلف قرارات استثمار إيداعات الصناديق الاستثمارية بين الدول، إذ يقتصر بعضها على الاستثمار في الخارج (كي لا يزاحم الاستثمار الحكومي) بأدوات وآجال يتم تحديدها أو تترك لاجتهاد القائمين على تلك الصناديق، والبعض الآخر من الصناديق يتم استثمار إيداعاته في الداخل، ومن بين الاستراتيجيات الاستثمارية للصناديق الاستثمارية ما يلي:<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - محمد جعفر هني ، صناديق الثروة السيادية من منظور إسلامي، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة غليزان، الجزائر، العدد 13، 2015، صص 9-13.

**أولاً: الإستراتيجية الاستثمارية للصناديق الاستثمارية قبل أزمة الرهن العقاري**

عملت هذه الصناديق في ظل مناخ داخلي ملائم ومساند لها إلى حد بعيد بالنظر إلى الاستقرار الداخلي المدعم بالتراكم المستمر في الاحتياطيات الدولية لاقتصادياتها، وقد انعكس ذلك على سلوكها الاستثماري، حيث اتجهت الصناديق الاستثمارية ذات الأصل الآسيوي إلى الاستثمار المحلي أو مناطق جغرافية قريبة منها، في حين فضلت الصناديق الاستثمارية للشرق الأوسط الاستثمار في الولايات المتحدة الأمريكية في أدوات استثمارية عمومية (سندات الخزانة)، لغياب مراكز وفرص الاستثمار في أسواقها المحلية.

**ثانياً: الإستراتيجية الاستثمارية للصناديق الاستثمارية أثناء أزمة الرهن العقاري**

ظهرت أهمية الصناديق الاستثمارية خاصة السيادية في الأزمة المالية العالمية وكان الدور الذي قامت به عندها إيجابياً لأنها لم تتجه إلى الاستفادة من فرصة تدهور الأصول في الدول الصناعية، بل العكس أعاد الكثير منها توجيه أمواله نحو توظيفات أقل مخاطرة أو إلى أسواقها المحلية، وهذا بسبب ضعف الأداء في الدول الصناعية، ولاحتياجات التمويل المتزايدة في دولها الأصلية بفعل الأزمة، فمنذ حدوث الأزمة المالية العالمية الأخيرة كثر الجدل حول الصناديق الاستثمارية و دورها السلبي والايجابي في هذه الأزمة، فإذا كان صندوق النقد الدولي يشجع الدول المصدرة للموارد غير المتجددة على إنشاء هذه الصناديق، تحسباً لأيام عجاف قد تتعرض لها اقتصادياتها في المستقبل، فقد رحب خبراءه كثيراً بعمليات ضخ السيولة التي قامت بها هذه الصناديق نظراً لما تحققه من أثر إيجابي على استقرار الأسواق العالمية، وقد سارعت هذه الصناديق إلى القيام بذلك العمل اتجاه الاقتصاد الأمريكي في الوقت الذي فر فيه معظم المستثمرين خوفاً من تعرضه للركود والانكماش، و في ما يلي بعض الاستراتيجيات التي استخدمتها صناديق الاستثمارية أثناء الأزمة:

**1- استراتيجية الاستحواذ**

لقد شهد الربع الأخير من العام 2008م، ميل الحكومات التي تسيطر على صناديق الاستثمار إلى استخدام فوائضها المالية للقيام بعمليات استحواذ على نطاق ضيق، بما في ذلك بلدان منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، من شأنها دعم أهدافها التنموية الاقتصادية الوطنية.

تعد الاستثمارات الخليجية في ألمانيا على سبيل المثال لا الحصر، إحدى أبرز الاستثمارات الواعدة لتلك الصناديق، إذ استحوذت قطر على نحو 15% من أسهم شركة "فولس فاغن" لصناعة السيارات، كما قامت بشراء نحو 10% من أسهم شركة "هوكنيف" وهي إحدى أكبر شركات البناء الألمانية، كما نجد إمارة أبو ظبي التي كانت حاضرة أيضاً بقوتها الاقتصادية من خلال استثماراتها في ألمانيا، وشملت تلك الاستثمارات امتلاك نحو 29% من شركة الطيران "إير برلين"، واستثمارات أخرى في مجال الطاقة المتجددة والصناعات الإلكترونية الدقيقة، كما كان لدولة الكويت نصيباً من الاستثمارات الخليجية في ألمانيا، إذ استحوذت على نحو 6% من عملاق الصناعات الألمانية "شركة دايملر" لصناعة السيارات.

**2 - استراتيجية اشتري واحتفظ**

حيث تقوم الصناديق الاستثمارية بشراء أصول مقومة بأقل من قيمتها وتحتفظ بها في محفظتها، ثم تعيد بيعها لما ترتفع قيمتها.

### 3- استراتيجية الاستثمار في القطاع الحقيقي

تستثمر صناديق الاستثمار في القطاعات الأكثر حساسية ذات العائد المالي والاجتماعي الكبيرين و المخاطر العالية والتي تعود بالنفع للدول المستقبلية والتي تحتاج إلى مدخرات هائلة لدفع عجلة التنمية فيها وتمويل خططها التنموية ومن بين تلك القطاعات قطاع البنية التحتية و الطاقة و التكنولوجيا.

#### ثالثاً: الاستراتيجية الاستثمارية للصناديق الاستثمارية بعد أزمة الرهن العقاري

على الرغم من الدور المميز الذي لعبته في تحقيق الاستقرار المالي خلال الأزمة والاستقرار الاقتصادي للدول المالكة ذاتها، لكن مع ذلك ظلت النزعة الحمائية هي الغالبة في الدول المتلقية لاستثماراتها، انطلاقاً من النظرة الغربية لها كفاعلة جيوسياسية وأنها تخفي أهدافاً غير تجارية، كل ذلك هدف توجيه الاستراتيجية المستقبلية لاستثمارات الصناديق الاستثمارية بما يخدم مصالحها الاقتصادية والسياسية، رغم ذلك عززت الصناديق الاستثمارية مركزها، بوصفها فاعلة في الأسواق المالية الدولية فور تجاوزها محنة الأزمة مباشرة، حيث بلغت أصولها نهاية 2009م إلى 24 تريليون دولار حسب المنتدى الدولي للصناديق الاستثمارية كما اتجهت استثماراتها إلى فئات الأصول خارج سندات الدين.

#### المطلب الثالث: قياس اداء صناديق الاستثمار

يمكن قياس اداء صناديق الاستثمار من خلال التقارير المالية والقوائم المالية ( الميزانية العمومية وقائمة الدخل ) التي تنشر دورياً في الصحف والتي تركز على القيمة الصافية للأصل الاستثماري للصندوق بالإضافة إلى الأرباح والإيرادات و الرأسمالية الموزعة خلال الفترة، و بالاعتماد على التقارير المالية والبيانات المنشورة عن صناديق الاستثمار يمكن قياس أدائها من خلال اسلوبين اساسيين هما :

#### أولاً: الأسلوب البسيط

يناسب هذا الأسلوب المستثمر الذي يملك الدراية الكافية باستثماراته و ذلك لسهولة أسلوبه، إضافة إلى توفر البيانات المالية عند أداء الصناديق اللازمة لتطبيق الأسلوب البسيط حيث تنشر الصناديق الاستثمارية، المفتوحة بيانات دورية عن قيمة الاصل الصافية للسهم وكذلك الأرباح الموزعة لكل صندوق و تعد هذه المعلومات كافية لحساب قيمة معدل العائد على الاستثمار في ظل الاسلوب البسيط، وذلك من خلال استخدام العلاقة التالية :

$$T_N = \frac{(p - p_1) + R_I + R}{p}$$

حيث ان:

$T_N$  : تمثل العائد على الاستثمار

$p$  : تمثل قيمة الاصل في بداية الفترة .

$p_1$  : تمثل قيمة الاصل في نهاية الفترة .

$R_I$  : تمثل الأرباح الإيرادية خلال الفترة .

وعلى الرغم من بساطة هذا الاسلوب وسهولة تطبيقه، الامر الذي يجعله متناسبا مع المستثمر البسيط الا انه لا يعتبر الاسلوب الامثل للقياس ومن تقييم اداء صناديق الاستثمار، فكما يبدو واضحا استخدام هذا الاسلوب بالاعتماد على العائد فقط دون اخذ المخاطر في الحسبان، ومما لا شك فيه انه ربما يحقق صندوق ما عائد أكبر من العائد الذي يحققه صندوق آخر غير ان الزيادة في العائد لهذا الصندوق قد لا يكفي للتعويض عن زيادة المخاطر التي قد ينطوي عليها الاستثمار مقارنة بالصندوق الاخر.<sup>1</sup>

## ثانياً: الاسلوب المزدوج

يجمع هذا الاسلوب بين العائد والمخاطرة كمدخل لتقييم اداء الصندوق، حيث يقوم بمبادلة العائد بالمخاطرة ويتدرج تحت هذا الاسلوب طريقتين للقياس هما:

### 1- التقييم وفقاً لمقياس شارب

قدم وليام شارب نموذجاً لقياس المحفظة الاستثمارية خلال فترة زمنية معتمداً في ذلك على ربط متوسط معد العائد للمحفظة بمخاطرها الاستثمارية من خلال العلاقة التالية:

$$Tn = E Ri - Rf / \delta$$

حيث ان:

$E(R_i)$ : تمثل العائد على الاستثمار.

$R_f$ : تمثل العائد الحالي من المخاطرة.

$\delta$ : تمثل الانحراف المعياري.

ويلاحظ ان بسط المؤشر المتوسط لمعدل العائد مطروحاً منه معدل العائد الحالي من الخطر هو علاوة المخاطر التي يتحملها المستثمر نتيجة لاستثماراته فهو يطالب بعائد يرتفع مع ارتفاع المخاطر، ويلاحظ انه كلما زادت قيمة المؤشر كان أداء الصندوق أفضل.<sup>2</sup>

### 2- وفقاً لنموذج ترينور

يأخذ هذا الاسلوب بعين الاعتبار احتراف الادارة وخبرتها في إدارة اصول الصندوق الاستثماري (المخاطر الغير المنظمة) لتقليل المخاطر التي يتعرض لها الصندوق (اي المخاطر المنتظمة)، وتقوم فكرة النموذج وفق الاتي :

حيث ان:

$$T_{N=\frac{E(R_i)-R_f}{\beta_i}}$$

$\beta_i$ : معامل بيتا، وهي مقياس المخاطر المنتظمة التي تتعرض لها اصول الصندوق، وهي ادق من الانحراف المعياري لقياس درجة المخاطر التي تتعرض لها اصول الصندوق خلال فترة زمنية، ويمكن استخدام الاسلوبين مع (شارب وترينور) بقصد

<sup>1</sup> - قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص228.  
<sup>2</sup> - اسامة عبد المنعم الخولي، المحاسبة في صناديق الاستثمار، دار التعليم الجامعي للنشر والتوزيع، الاسكندرية، 2010، ص102.

المقارنة بين اداء الصناديق الاستثمارية مع بعضهما لاختيار بينهما، وأن الاختلاف بين الاسلوبين هو في كيفية قياس المخاطر التي تتعرض لها استثمارات الصناديق.<sup>1</sup>

و يمكن ملاحظة انه كلما كانت قيمة المؤشر أعلى كلما كان اداء الصندوق افضل حيث ان الاسلوب البسيط يتم حسابه بالاعتماد على فترات قصيرة عكس المؤشرات الاخرى (شارب وترنور).

### ثالثاً: نموذج جنسن

يعتمد جنسن على العلاقة بين قيمة الزيادة في العوائد الخاصة بالمحفظة التي تزيد على العائد الخالي من المخاطرة وقيمة الزيادة في عوائد السوق التي تزيد عن العائد الخالي من المخاطرة وتعبّر المعادلة التالية عن هذه العلاقة:<sup>2</sup>

$$R_{it} - R_{ft} = a_i + \beta_i R_{nt} - R_f$$

حيث ان:

$R_{it}$ : تمثل معدل العائد للمحفظة في الفترة  $t_i$

$R_{ft}$ : تمثل معدل العائد الخالي من المخاطر للفترة  $t_f$

$a_i$ : تمثل قدرة تنبؤ مدير المحفظة

$B_i$ : تمثل مقياس المخاطرة المنتظمة

$R_{nt}$ : تمثل معدل العائد لمحفظة السوق

وتعتبر هذه المقاييس من اهم ادوات قياس اداء صناديق الاستثمار التي تعتمد على الاسواق المالية.

### المطلب الرابع: لمحة عن واقع الصناديق الاستثمارية المتواجدة في العالم حالياً

في تقريره الأخير، يكشف معهد الصناديق الاستثمارية " SWFInstitute " عن قائمة أكبر الصناديق الاستثمارية في العالم من حيث الأصول، في ظل وجود 78 صندوقاً استثمارياً في العالم تضم أصولاً بقيمة 35.7 ترليون دولار.

### أولاً: تطور حجم وهيكل صناديق الاستثمار في العالم

لقد برزت الصناديق الاستثمارية على الساحة المالية الدولية منذ خمسينات القرن الماضي، و بداءة تشهد نمواً منذ بداية الألفية الثالثة لتلعب دوراً كبيراً في ادخار واستثمار الفوائض المالية المحققة من عوائد النفط والعوائد الأخرى غير النفطية، إذ بلغت حجم أصول الصناديق الاستثمارية في العالم 7.2 ترليون دولار أمريكي في الربع الأخير من سنة 2014، مقارنة بمبلغ 6.5 ترليون دولار أمريكي في نهاية سنة 2012، ولقد نمت بعد ذلك لتصل في نهاية سنة 2015 إلى 7.7 ترليون دولار ثم إلى 7.9 ترليون دولار في جوان 2016 و ذلك وفقاً لبيانات صندوق الاستثمار العالمية، و في الجدول التالي أهم صناديق الاستثمار وحجم أصولها و مصادر عوائدها في سنة 2017.

<sup>1</sup> - عماد صالح سلام ، البنوك العربية والكفاءة الاستثمارية ، اتحاد المصارف العربية للنشر، لبنان، 2004، ص ص 259 - 260.  
<sup>2</sup> - شقيري نوري موسى، صالح الزرقان وآخرون، إدارة الاستثمار ، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2012، ص ص 198-200.

## الجدول رقم (01): أهم صناديق الاستثمار وحجم أصولها في العالم سنة 2017

(الوحدة: مليار دولار)

البلد	اسم الصندوق	تاريخ الانشاء	حجم الاصول	مصدر العوائد
النرويج	صندوق المعاشات الحكومي	1990	954,07	النفط
الامارات العربية	هيئة استثمار ابوظبي	1976	828	النفط
الصين	شركة الاستثمار الصينية	2007	813,8	عملات اجنبية
الكويت	هيئة استثمار الكويت	1953	524	النفط
السعودية	الشركة القابضة الخارجية	-	514	النفط
سنغافورة	شركة الاستثمار الحكومي	1981	359	فائض الميزانية
قطر	هيئة الاستثمار القطرية	2005	320	نفط و غاز
الامارات العربية	شركة دبي للاستثمار	2006	209,2	النفط
سنغافورة	تيماسك القابضة	1974	197	فائض الميزانية
السعودية	صندوق الاستثمار العمومي	2008	183	النفط
الامارات العربية	شركة مبادلة للاستثمار	2002	125	النفط
كوريا الجنوبية	شركة الاستثمار الكورية	2005	122,5	احتياطي الصرف
الامارات العربية	مجلس ابوظبي للاستثمار	2007	110	النفط
ايران	الصندوق الوطني للتنمية	2011	91	نفط وغاز
روسيا	صندوق الاستقرار	2008	72,2	النفط
ليبيا	هيئة الاستثمار الليبية	2006	66	النفط
ا.و.م.	صندوق الاسكا	1976	54,8	النفط
الامارات العربية	هيئة الاستثمار الامارات	2007	34	النفط
البحرين	شركة ممتلكات القابضة	2006	10,6	-
الجزائر	صندوق ضبط الموارد	2000	7,6	نفط وغاز
عمان	صندوق استثمار عمان	2006	6	النفط
مجموع الصناديق النفطية			4201,10	
مجموع باقي الصناديق			3215,80	
المجموع الكلي			7416,90	

Source: Sovereign Wealth Fund Institute, Fund Rankings, "September 2017 ", Over web site :

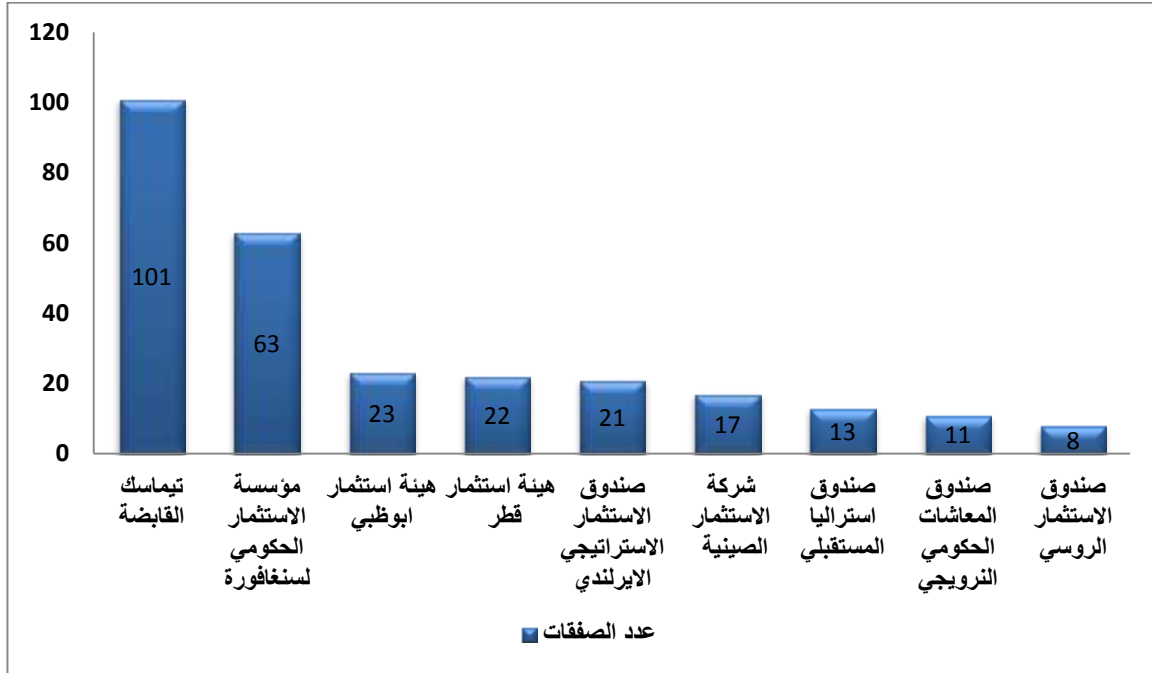
[www.swfinstitute.org](http://www.swfinstitute.org) .le 19-04-2019/17: 02

❖ حسب التقرير الصادرة عن " Javier Santiso Javier Capapé " من مخبر الصناديق الاستثمار بجامعة

(IE Business school) بإسبانيا، فقد تم تصنيف الصناديق الاستثمارية خلال سنتي 2017 و2018 من حيث عدد

الصفقات المنجزة كما هو موضح في الشكل رقم (01).

الشكل رقم (01): أكثر الصناديق الاستثمارية استثماراً في العالم خلال سنتي 2017 و 2018 من حيث عدد الصفقات



Source : Javier Santiso, Javier Capapé, Sovereign Wealth Funds 2018, Sovereign Wealth Lab, IE Business School, investin Spain, p18, Over web site: <http://www.investinspain.org>. le 20-04-2019/18:45

### ثانياً: موقع الصناديق الاستثمارية العربية في العالم

تحتل الصناديق الاستثمارية العربية موقعا هاما لا سيما في منطقة الخليج التي زادها عدد هذه الأخيرة بزيادة العوائد النفطية، وأضحت أهم آليات تفعيل توظيفها بما يضمن مداخيل تكون احد عوامل تحقيق الاستقرار المالي والاقتصادي خصوصا في الأزمات المالية والنفطية العكسية، وقد بلغ عدد الصناديق الاستثمارية العربية 18 صندوق من أصل 78 صندوق استثماري في العالم، أغلبها دول منتجة للنفط والغاز وتملك احتياطات مالية ضخمة، وبلغ مجموع أصول الصناديق الاستثمارية العربية حوالي 5.3016 مليار دولار.

تتركز أغلب الاستثمارات التي تديرها الصناديق الاستثمارية العربية على قطاع الطاقة، إذ يستثمر 13 صندوقاً استثمارياً عربياً ضمن التصنيف العالمي في مجالات النفط والغاز، باستثناء مؤسسة دبي للاستثمارات الحكومية التي جاءت في المركز 11 عالمياً بأصول بلغت 5.200 مليار دولار وتنوعت استثماراتها وأصولها في قطاعات شتى<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> - معهد صناديق الاستثمار و الثروة السيادية " SWF Institute " على الموقع :

تم الاطلاع عليه بتاريخ: 22 /04/ 2019- 14:00 /<http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-ranking>

## خلاصة الفصل

تعتبر صناديق الاستثمار من اهم ادوات التمويل في الآونة الاخيرة، حيث تساهم مساهمة بارزة في تشجيع الاستثمار والمستثمرين وأيضا تحث على وجود إدارة محترفة وتنويع كفاء وتوفير قدر من المرونة في حرية تحويل إستثماراتهم، بالإضافة إلى رغبات المستثمرين في تمويل الأنشطة التي لها آثار إيجابية على المجتمع. ومع ذلك فان وجود صناديق الاستثمار وحده ليس كفيلا بتقوية الدول المالكة لها، لذا يتوجب وجود بعض الوسائل والطرق لتسهيل عملها، وايضا لتحفيز المستثمرين على العمل بها، وايضا تعتبر الموارد التي تنشأ من أجلها صناديق الاستثمار سببا أساسيا لنجاح الصناديق الاستثمارية خاصة في الدول التي تمتلك الموارد الطبيعية الطاقوية ولا تحتكر الصناديق الموارد الطبيعية بل تستثمر ايضا في العديد من المجالات التي تتمتع بالتنوع والمسؤولية والابداع والابتكار.





## الفصل الثاني:

الصناديق الاستثمارية كآلية لتمويل

اقتصاديات الدول النفطية



## تمهيد

أصبح من المعترف به أن الصناديق الاستثمارية عبارة عن مؤسسات إستثمارية مستقرة وأطراف مشاركة في الاقتصاديات المحلية والعالمية، وايضا اصبحت مصدرا للاستثمار بشكل كبير في الدول النفطية التي تتمتع بتصنيف مختلف عن باقي الدول بسبب الموارد الطاقوية التي تمتلكها ، حيث تتميز الدول النفطية عن باقي الدول بارتباط نموها بمستوى أداء المحروقات لديها، وأيضا تعاني من ظواهر وعوائق ليست متواجدة في الدول الغير النفطية.

وهذه الأعراض تصيب البلدان التي يتوقع ان تستنفذ منها الموارد المكتشفة فيها حديثا وبسرعة، وايضا تتعرض هذه البلدان للكثير من التحديات الاستثمارية فيما يتعلق بالتسيير والادارة والتطور والرقابة على الأداء، وفي هذا الفصل سوف يتم تطرق إلى ما يلي:

- ✓ **المبحث الاول:** الاقتصاديات النفطية وتحديات إدارة سياستها الاقتصادية.
- ✓ **المبحث الثاني:** دور صناديق الاستثمار في إدارة فوائض الاقتصاديات النفطية.

### المبحث الأول: الاقتصاديات النفطية وتحديات إدارة سياساتها الاقتصادية

تتميز الدول النفطية عن باقي دول العالم بارتباط معدلات نموها الاقتصادي بمستويات أداء قطاع المحروقات يتحد بمجم الإنتاج الكمي وتقلبات أسعار النفط في الأسواق العالمية وفي معظم الدول النفطية يساهم قطاع النفط أو المحروقات نسبة معتبرة في الناتج المحلي الإجمالي وعلى هذا الأساس يمكن اعتبار قطاع المحروقات القطاع الرائد والمؤثر بشكل كبير في معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي لهذه الدول و من خلال ما سبق سوف يتم التطرق في هذا المبحث الى:

#### المطلب الأول: مفاهيم حول الاقتصاديات النفطية

وسوف يتم التطرق في هذا المطلب الى ما يلي:

#### أولاً: تعريف الاقتصاديات النفطية

اختلف تعريف وتصنيف الدول النفطية عن باقي دول العالم باختلاف حجمها وموقعها الجغرافي وتركيبية سكانها حيث تعتبر بعض الهيئات الدولية أن الدول النفطية هي دول تتوفر على احتياطات نفطية قابلة للاستغلال بينما تعتبر جهات أخرى أن الدول النفطية هي الدول التي تقوم باستغلال وإنتاج الثروة النفطية.

وفي نظرنا فإن اقتصار تصنيف الدول النفطية على أساس معياري الوفرة والإنتاج يبدو غير كاف، إذ أن الاعتماد على معيار الإنتاج سيصنف دولاً مثل : الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا ضمن الدول النفطية بالنظر لحجم إنتاجها بالرغم من أن إنتاجها اليومي لا يكفي لتغطية طلبها من النفط وعلى هذا الأساس فإن التصنيف الحقيقي للدول النفطية يجب أن يعتمد على المفهوم التالي: "إن الدول النفطية هي دول تتوفر على احتياطات نفطية قابلة للاستغلال وقدرة إنتاج تمكنها من تغطية طلبها المحلي وتصدير الفائض نحو باقي دول العالم، و بالتالي فإن الدول النفطية هي الدول المصدرة للنفط وباعتماد هذا المبدأ فإن عدد الدول النفطية يقدر بـ 28 دولة يمكن ذكر أهمها فيما يلي:<sup>1</sup>

#### الجدول رقم (02) : ترتيب أهم الدول النفطية في العالم سنة 2014<sup>2</sup>

الرقم	الدولة	الصادرات	الرقم	الدولة	الصادرات
01	المملكة العربية السعودية	8,406	09	الجزائر	1,888
02	روسيا	6,874	10	نيجيريا	1,883
03	الامارات العربية المتحدة	2,521	11	العراق	1,769
04	ايران	2,433	12	المكسيك	1,71
05	الكويت	2,390	13	ليبيا	1,597
06	النرويج	2,246	14	كزاخستان	1,185
07	انغولا	1,948	15	كندا	1,089
08	فينزولا	1,893	16	قطر	1,085

المصدر: قاعدة بيانات إدارة معلومات الطاقة الأمريكية، ترتيب الدول المصدرة للنفط في العالم.

<sup>1</sup> - إن حساب الدول النفطية تم بالاعتماد على قاعدة بيانات منظمة الأمم المتحدة للتجارة والتنمية وإدارة معلومات الطاقة الأمريكية  
<sup>2</sup> - باقي الدول النفطية : الكونغو، الغابون، غينيا الاستوائية، الإكوادور، ترينيدادو توباغو، البحرين، اليمن، السودان، أذربيجان، بروناي، اندونيسيا، عمان.

### ثانياً: خصائص الاقتصاديات النفطية

تباين خصائص ومميزات اقتصاديات الدول النفطية بما مدى تأثير النفط على النشاط الاقتصادي وتميز خصائص اقتصاديات الدول النفطية وفقاً لثلاث مستويات نذكرها في ما يلي:<sup>1</sup>

#### 1- تأثير النفط على معدل النمو الاقتصادي

تتميز الدول النفطية عن باقي دول العالم بارتباط معدلات نموها الاقتصادي بمستويات أداء قطاع المحروقات يتحد بحجم الإنتاج الكمي وتقلبات أسعار النفط في الأسواق العالمية و في معظم الدول النفطية يساهم قطاع النفط أو المحروقات نسبة معتبرة في الناتج المحلي الإجمالي وعلى هذا الأساس يمكن اعتبار قطاع المحروقات القطاع الرائد والمؤثر بشكل كبير في معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي لهذه الدول.

#### الجدول رقم (03): تطور نسبة مساهمة قطاع المحروقات في الناتج المحلي الإجمالي لأهم الدول النفطية في الفترة " 2011 - 2014 " (الوحدة%)

البلد	2011	2012	2013	2014	المتوسط
المملكة العربية السعودية	41,00	48,30	50,70	51,10	47,77
روسيا	13,20	14,31	13,94	12,95	13,60
الإمارات العربية المتحدة	31,80	35,50	37,10	34,70	34,77
إيران	24,32	28,95	27,89	28,24	27,35
الكويت	44,80	52,00	55,80	54,60	51,80
النرويج	25,01	28,64	30,36	27,25	27,81
المكسيك	8,55	8,65	9,86	9,39	9,12
الجزائر	37,71	44,32	45,56	43,94	42,88

المصدر: من إعداد الباحثين بناء على معطيات قاعدة بيانات صندوق النقد الدولي " 8-05-2019 [www.imfarg/eternal/data.htm](http://www.imfarg/eternal/data.htm)

من خلال الجدول رقم (03) يتضح ما يلي:

- ✓ يقدر متوسط مساهمة قطاع المحروقات في الناتج المحلي الإجمالي للكويت بـ: 51,80% وللسعودية 47,77% في فترة الدراسة بينما قدرت نفس النسبة في الجزائر بـ: 42,88% وتراوح في باقي 34,77% و 9,12% بين الدول؛
- ✓ تعتبر نسبة مساهمة قطاع النفط في الناتج المحلي الإجمالي لكل من المكسيك وروسيا وبدرجة أقل النرويج وإيران منخفضة مما يبين تنوع الهيكل الاقتصادي لهذه البلدان مقارنة بباقي الدول النفطية؛
- ✓ يتحدد معدل النمو الاقتصادي في معظم الدول النفطية أساساً بمعدل نمو قطاع المحروقات فعلى سبيل المثال يؤدي تغير معدل نمو قطاع المحروقات في الكويت بمقدار نقطتين مئويتين 2% إلى تغير معدل النمو الاقتصادي بمقدار نقطة مئوية 1% وهي نسبة تغير معتبرة تبين هيمنة قطاع النفط على باقي القطاعات الاقتصادية في السعودية وفي معظم الدول النفطية؛

<sup>1</sup> - أنظر إلى اثر السوق النفطية الدولية على اقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي. تقييم كمي وتوقعات، دراسة صادرة اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي أسيا ن منظمة الامم المتحدة، نيويورك، 2007.

✓ إن معدل نمو قطاع المحروقات يتحدد بعامل داخلي يتمثل في مستوى الإنتاج الكمي بالإضافة إلى عامل خارجي مهم يتمثل في مستويات أسعار النفط في الأسواق الدولية، مما يؤدي إلى عدم استقرار معدلات نمو اقتصاديات معظم الدول النفطية نتيجة تقلبات أسعار النفط في الأسواق الدولية.

## 2- تأثير النفط على الموازنة العامة للدولة لبعض الاقتصاديات

يؤثر النفط بصورة مباشرة على الإيرادات العامة للدولة النفطية حيث تعد الجباية البترولية المورد الرئيسي لإيرادات الدولة في معظم الدول النفطية وهو ما يبيته الجدول التالي:

**الجدول رقم (04): تطور نسبة مساهمة الجباية البترولية في الإيرادات العامة لأهم الدول النفطية خلال الفترة "2014-2011" الوحدة "%"**

المتوسط	2014	2013	2012	2011	البلد
78,84	82,45	82,05	78,57	72,5	المملكة العربية السعودية
35,54	39,14	50,67	31,05	21,31	روسيا
73,97	70,33	76,72	75,01	73,83	الإمارات العربية المتحدة
47,05	36,78	44,03	48,18	59,21	إيران
77,82	90,36	72,13	68,42	80,39	الكويت
31,53	31,43	34,91	32,16	27,63	النرويج
72,06	73,53	74,56	73,56	66,62	الجزائر
36,74	35,58	37,89	37,44	36,08	المكسيك

المصدر: من إعداد الطالبين بناء على معطيات قاعدة بيانات صندوق النقد الدولي "12-05-2019" [www.imfarg/eternel/data.htm](http://www.imfarg/eternel/data.htm)

من خلال الجدول (04) يتضح ما يلي:

✓ تعد الجباية البترولية المورد الرئيسي للإيرادات العامة في معظم الدول النفطية حيث تراوحت نسبتها في كل من السعودية، الكويت، الإمارات، الجزائر بين 78,84% و 72,06%، وهي نسب تبين مستوى التأثير الكبير للمداخيل النفطية على استقرار وتوازن الموازنة العامة في هذه الدول، وفي المقابل تراوحت نسبة الجباية البترولية من الإيرادات العامة في كل من إيران، روسيا، المكسيك، النرويج ما بين 47,05% و 31,53% وهي نسب مهمة رغم أنها منخفضة قياسا بباقي الدول مما يعني أن تأثير النفط على الموازنة العامة في هذه الدول يكون أقل بالمقارنة مع الدول السابقة الذكر؛

✓ إن حجم الإيرادات المتأتية من الجباية البترولية يتحدد أساسا بمستوى مداخيل الصادرات البترولية التي ترتبط بدورها بمستويات الأسعار في الأسواق الدولية مما يعني أن الموازنة العامة في معظم الدول النفطية تتأثر بشكل مباشر بالتغيرات التي تسجلها أسعار النفط على المستوى العالمي، وباعتبار أن تمويل وتنفيذ سياسات وبرامج التنمية الاقتصادية يتم

بواسطة الموازنة العامة للدولة فإنه يمكن القول أن أداء القطاع النفطي يعد المحدد الرئيسي لمدى استقرار واستمرار تنفيذ مختلف السياسات الاقتصادية في الدول النفطية مما يعني عدم تمتع هذه الدول باستقلالية القرار الاقتصادي.

### 3- تأثير النفط على ميزان المدفوعات

يظهر تأثير النفط على ميزان المدفوعات من خلال تأثيره المباشر على الميزان التجاري حيث تشكل الصادرات النفطية نسبة هامة من إجمالي صادرات الدول النفطية وهو ما يبينه الجدول الموالي:

**جدول رقم (05) : تطور نسبة الصادرات النفطية من إجمالي الصادرات لأهم الدول النفطية خلال الفترة "2011-2014" الوحدة (%)**

المتوسط	2014	2013	2012	2011	البلد
87,05	86,15	87,84	88,06	86,17	المملكة العربية السعودية
60,07	61,68	62,84	61,07	54,69	روسيا
40,44	33,68	41,85	41,75	44,49	الإمارات العربية المتحدة
82,72	83,51	81,13	83,40	82,84	إيران
47,78	94,16	94,86	93,82	92,35	الكويت
47,78	46,16	49,71	49,25	46,00	النرويج
98,18	98,34	97,98	98,27	98,13	الجزائر
14,72	25,81	15,60	14,89	12,60	المكسيك

المصدر: من إعداد الطالبين بناء على معطيات قاعدة بيانات صندوق النقد الدولي " 12-05-2019 [www.imfarg/eternel/data.htm](http://www.imfarg/eternel/data.htm)

يبين الجدول رقم (05) ما يلي:

✓ أن الصادرات النفطية تهيمن على صادرات معظم الدول النفطية باستثناء المكسيك وبدرجة أقل الإمارات العربية المتحدة والنرويج حيث احتلت الجزائر المرتبة الأولى في هذا المجال بنسبة تقدر بـ 98,18% كمتوسط خلال 2014 تليها الكويت والسعودية وإيران بنسب قدرت بـ 93,76% / 87,05% / 82,72% على التوالي ما يبين مدى التأثير الكبير للصادرات النفطية على الميزان التجاري إذ يتوقف استقرار وتوازن هذا الأخير على مستوى المداخيل الناتجة عن الصادرات البترولية والتي تحدد بدورها بمستوى أسعار النفط في الأسواق الدولية؛

✓ تعدد المكسيك وبدرجة أقل الإمارات العربية المتحدة والنرويج من بين أهم الدول النفطية التي تتميز صادراتها بالتنوع حيث تمثل نسبة الصادرات البترولية 40% من إجمالي الصادرات في الإمارات و 47,78% في النرويج بينما لا تتعدى نسبة 14,72% في المكسيك، مما يؤدي إلى التقليل من فرص تعرضها للصدمات الخارجية الناتجة عن تقلبات أسعار النفط في الأسواق الدولية؛

✓ يعتبر الميزان التجاري من أهم مكونات ميزان المدفوعات وبسبب ارتباط الميزان التجاري بالصادرات النفطية فإن وضعية موازين مدفوعات هذه الدول تتحدد أساساً بمستوى أسعار النفط في الأسواق العالمية.

كخلاصة لما سبق يمكن القول أن الدول النفطية تتميز عن غيرها من دول العالم بالخصائص الاقتصادية التالية:

- ✓ عدم استقرار معدلات نموها الاقتصادي نتيجة عدم تنوع هيكلها الاقتصادي الذي يهيمن عليه قطاع المحروقات مما يقلل من قدرة هذه على التحكم في معدلات النمو التي تخضع بدرجة كبيرة لتقلبات الأسواق العالمية للنفط؛
- ✓ اعتماد الهيكل التمويلي الداخلي والخارجي لمعظم اقتصادياتها على مداخيل الثروة البترولية مما يؤدي إلى زيادة فرص تعرض هذه الدول للصدمات الخارجية، وبالتالي عدم استقرار كل من الموازنة العامة للدولة وميزان المدفوعات نتيجة ارتباطهما بتقلبات الأسواق العالمية للنفط.

### المطلب الثاني : علاقة اقتصاديات الدول النفطية بظاهرة المرض الهولندي

تتميز الدول النفطية عن غيرها من دول العالم بظاهرة المرض الهولندي، و هي ظاهرة تنشأ وتزايد أعراضها خاصة في فترات الطفرات النفطية، و هذه الفترات تتميز بتحقيق الدول النفطية لمداخيل قياسية ناجمة إما عن ارتفاع أسعار النفط في الأسواق العالمية أو الزيادة الكمية في مستوى الصادرات النفطية.

#### أولاً: تعريف ظاهرة المرض الهولندي

✓ يعرف المرض الهولندي بأنه: "الانتعاش الاقتصادي الناتج عن الارتفاع المفاجئ في الدخل والناجم عن اكتشاف موارد طبيعية ضخمة، أو الارتفاع الكبير لأسعار الموارد الطبيعية في الأسواق العالمية الموجودة سيؤدي إلى آثار وخيمة على القطاعات الإنتاجية وخاصة الأنشطة الزراعية والصناعية مما يؤدي إلى تدهورها وتراجع إنتاجها."<sup>1</sup>

✓ كما عرفه صندوق النقد الدول بأنه: " هو مجموعة من الآثار الاقتصادية الكلية السلبية، التي تنشأ من حدوث زيادة كبيرة في الإنفاق الممول بإيرادات النفط والغاز، فإذا كان هذا الإنفاق موجهاً أساساً إلى سلع منتجة محلياً، يمكن أن ترتفع السلع المحلية وترتفع قيمة سعر الصرف ويمكن أن يؤدي ذلك إلى تحول رأس المال والعمالة إلى إنتاج سلع غير تجارية، وإلى تآكل القدرة التنافسية للاقتصاد غير النفطي."<sup>2</sup>

#### ثانياً: تصنيف أعراض ظاهرة المرض الهولندي

يمكن تصنيف أعراض المرض الهولندي حسب الفترة الزمنية إلى نوعين هما كالتالي:

##### 1- أعراض قصيرة المدى

وهي أعراض تصيب البلدان التي يتوقع أن تستنفد فيها الموارد المكتشفة حديثاً بسرعة، حيث سرعان ما يعود الاقتصاد إلى وضعه الطبيعي بعد نفاذ أو انخفاض حجم الموارد الطبيعية التي يتم تصديرها مع العلم أن التخفيف من حدة هذا النوع من الأعراض يتم عن طريق تنفيذ مجموعة من السياسات أهمها التدخل في سوق الصرف للحفاظ على استقرار سعر صرف العملة وعدم تحويل العملات الأجنبية إلى عملة محلية، كما أن ترشيد مستويات الإنفاق الحكومي يساهم في ضبط الطلب الكلي وبالتالي الحفاظ على استقرار المستوى العام للأسعار، وهي الحالة التي تنطبق على هولندا التي استطاعت اقتصادها أن يعود إلى

<sup>1</sup> يوسف علي عبد الأسدي، ميثم عبد الحميد روضان، تحليل المرض الهولندي على الطاقة الاستيعابية للاقتصاد العراقي، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد 10، العدد 37، تشرين الثاني 2014، ص 40.

<sup>2</sup> - سلسلة تقارير سامبيا، دول مجلس التعاون الخليجي: اقتصاديات أخذة في التنوع المتزايد، مجموعة سامبا المالية، المملكة العربية السعودية، أبريل 2010، ص 13.

وضعه الطبيعي خلال فترة السبعينات من القرن العشرين بعدما أصيب بأعراض المرض الهولندي في فترة الستينات وهذا بسبب انخفاض ونفاذ الثروة الغازية المكتشفة سابقا.

### 2- أعراض طويلة المدى

هي أعراض تصيب البلدان التي تتميز معظم ثروتها الطبيعية بالاستدامة النسبية على غرار الدول النفطية، حيث تتزايد حدة هذه الأعراض عند حدوث طفرات نفطية بسبب ارتفاع الأسعار في الأسواق الدولية أو ارتفاع حجم الصادرات.

### ثالثا: أثر ظاهرة المرض الهولندي على الاقتصاديات النفطية<sup>1</sup>

إن الانعكاسات السلبية لظاهرة المرض الهولندي على الدول النفطية تظهر من خلال أثرين هما أثر الإنفاق و أثر إنتقال الموارد اللذان يمكن تفسيرهما عن طريق المثال التالي:

ليكن لدينا اقتصاد بلد معين متكون من ثلاثة قطاعات، قطاع المحروقات، القطاع الصناعي، وقطاع التجهيز و الخدمات، مع العلم أن قطاعي المحروقات والصناعي يقومان بتصدير منتجاتهما نحو الخارج بينما توجه منتجات قطاع البناء والخدمات للاستهلاك المحلي، كما ان ارتفاع صادرات المحروقات يؤدي إلى ارتفاع مداخيل البلد من الصرف الأجنبي فإذا أنفق الصرف الأجنبي كله على الواردات فإن ذلك لن يكون له تأثير مباشر على عرض النقود أو الطلب عليها في البلد وذلك بالنسبة للسلع المنتجة محليا و لكن إذا ما تم تحويل النقد الأجنبي إلى عملة محلية وتم إنفاقه على السلع المحلية المنتجة من قبل قطاع التجهيز والخدمات فإن ذلك يؤدي في حالة إتباع البلد نظام سعر الصرف الثابت إلى زيادة عرض العملة في البلد وبالتالي ارتفاع أسعار السلع المحلية، و هو ما ينتج عنه ارتفاع سعر الصرف الحقيقي للبلد مما يضعف صادرات البلد الصناعية على المنافسة في الأسواق الخارجية، أما في حالة إتباع نظام سعر الصرف المرن فإن العرض المتزايد من العملة الأجنبية يرفع قيمة العملة الحقيقية و هو ما يعني أيضا زيادة قيمة سعر الصرف الحقيقي للبلد و في هذه الحالة من خلال الارتفاع في سعر الصرف الاسمي وليس في الأسعار المحلية وهو ما يؤدي كذلك إلى إضعاف القدرة التنافسية الخارجية للقطاع الصناعي في البلد وبالتالي انكماش وانخفاض معدلات نمو القطاع الصناعي في إن هذا التأثير يسمى "بأثر الإنفاق" ، أما أثر انتقال الموارد أو عوامل الإنتاج فيحدث عندما يؤدي ارتفاع مداخيل الثروة النفطية إلى ازدهار أسعار السلع المحلية الغير المتداولة خارجيا "سلع قطاع التجهيز والخدمات" نتيجة ارتفاع الطلب المحلي، مما يؤدي إلى انتقال الموارد "رأس المال والعمل" من القطاع الصناعي إلى قطاع التجهيز والخدمات لتلبية الطلب المتزايد، وهو ما يسبب ضعف وانكماش القطاع الصناعي وتراجع صادراته نحو الخارج.

### المطلب الثالث: التحديات التي تواجهها الدول النفطية

واجهت الدول النفطية بشكل عام العديد من التحديات وخاصة الدول النامية، نتيجة لارتباطها الشديد بالنفط، وهذه التحديات بعضها سيكون في المستقبل القريب وبعضها في المستقبل البعيد، وفي ما يلي أهم هذه التحديات:<sup>2</sup>

- مادة النفط مادة ناضبة، وبالتالي لا بد من الاستثمار في الطاقة النووية وتشجيع مصادر الطاقة المتجددة كالشمس والرياح؛

<sup>1</sup> - يوسف علي عبد الأسدي، ميثم عبد الحميد روضان، مرجع سابق، ص45.

<sup>2</sup> - مصطفى بودرامة، التحديات التي تواجه مستقبل النفط في الجزائر، المؤتمر العلمي الدولي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس ، سطيف، ص ص14-16.



### 1- ضريبة الكربون

هي ضريبة تعتمزم دول الإتحاد الأوروبي فرضها على استهلاك الوقود العضوي (بتروول- فحم) بغرض الحد من الاستهلاك من هذا الوقود، وكذلك استخدام حصيلة هذه الضريبة في معالجة آثار تلوث البيئة بغاز ثاني أكسيد الكربون الناتج عن استخدام هذا الوقود، ومن آثارها أن فرض ضريبة على سلعة يؤدي إلى ارتفاع سعرها وهذا الارتفاع في السعر يؤدي إلى انكماش الكمية المطلوبة من السلعة و كذلك من السلع الأخرى المكملة لهذه السلعة، و من الطبيعي أن ارتفاع ثمن سلعة ما بسبب فرض الضرائب عليها تدفع المستهلكين إلى تخفيض طلبهم من هذه السلعة أو إيجاد بدائل لها، أو إتباع الأسلوبين معا، وتكون المحصلة النهائية انخفاض الطلب على السلعة، وكذلك الحالة بالنسبة للبتروول.

### 2- اندماج الشركات النفطية العالمية

أصبحت عمليات الاندماج بين الشركات المتعددة الجنسيات مسألة لاقتة لأنها تسير بخطى متسارعة لا مثيل لها من قبل، وأضح في الوقت ذاته إحدى الإستراتيجيات المهمة التي تطبقها الشركات من أجل الحصول على حصة أكبر في السوق و تكوين اتحادات إستراتيجية مع شركات أجنبية أخرى، بهدف الحصول على إنتاج ذي تقنية عالية وبكلفة منخفضة مما يمكنها من الحصول على إيرادات أعلى ومن ثم السيطرة على النشاط الاقتصادي العالمي.

### 3- الطاقات المتجددة

يطلق هذا المصطلح على مصادر الطاقة التي لها صفة التجدد والديمومة أي أن مخزونها غير قابل للنفاذ بحكم الاستهلاك الدائم، وتميز 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، و أهم 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. وتشترك الطاقات المتجددة من حيث خصائصها وخاصة المستخدمة حاليا انها تتميز بالوفرة، وسهولة تحويلها إلى مختلف أشكال الطاقة، وكذلك انها صديق للبيئة.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - أمينة مخلفي، النفط والطاقات البديلة المتجددة والغير متجددة، مجلة الباحث الاقتصادي، الجزائر، العدد 09، 2011، ص ص 225-226.

### المبحث الثاني: دور صناديق الاستثمار في ادارة فوائض الاقتصاديات النفطية

توفر صناديق الاستثمار قدرات تمويل عالية تمكنها من تمويل اقتصاديات الدول النفطية عن طريق رفع مستوى ملاءمتها المالية وتوفير مصدر تمويل بديل عن مصادر التمويل الأجنبية، مما يؤدي إلى التخلص من مشكلة المديونية، كما تساهم صناديق الاستثمار في الحفاظ على الاستقرار الاقتصادي وتعزيز قدرة الاقتصاد على التصدي لمختلف الأزمات الاقتصادية العالمية عن طريق تعويض الانخفاض المتوقع في المداخيل على مستوى الصادرات أو الإيرادات العامة للدولة.

### المطلب الاول: آثار صناديق الاستثمار على الاقتصاديات النفطية

تختلف آثار صناديق الاستثمار على الاقتصاديات النفطية من حال لآخر، حيث يمكن تقسيمها إلى آثار إيجابية وأخرى سلبية على الدولة الأم وعلى الدولة المضيفة لتلك الصناديق كما يلي:<sup>1</sup>

#### أولاً: الآثار الإيجابية

و تتمثل هذه الآثار الإيجابية في ما يلي:

✓ تمارس الصناديق الاستثمار تأثيرات على الدولة الأم من أوجه عديدة و يأتي هذا التأثير الإجمالي من خلال آثارها على المتغيرات الاقتصادية الكلية والسياسات الكلية في الاقتصاد المحلي، حيث يمكن استخدام الصناديق الاستثمارية كأداة من أدوات السياسة المالية لتحقيق العديد من أهداف الاقتصاد القومي، وأهمها الاستقرار المالي وتعبئة الموارد المالية لأغراض طويلة الأجل من جهة ولتقديم إطار متكامل ومهني لإدارة المخاطر والاستثمار، ولتأكيد الشفافية والمصدقية في إدارة الأصول المالية الحكومية من جهة أخرى، فضلاً عن أن دورها في خفض تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالاحتياطيات، وقد أثبتت الخبرات أن استخدام سياسات مالية تقليدية وانفصال سياسة الإنفاق الحكومي عن سياستها الإدارية قد يؤدي إلى إهدار الموارد النفطية مثلاً في الدول المصدرة للنفط دون الاستفادة الكاملة بتلك الموارد وقد يحدث ذلك أيضاً في حالات انخفاض الكفاءة في توزيع الموارد وإدارة السيولة وغياب الرقابة وانخفاض فعاليتها على النشاط الحكومي وتصرفاتها، ولتحقيق هدف الشفافية والمصدقية في إدارة الصناديق السيادية فإنه يجب إدراج نتائج أعمال الصناديق في ميزانية الدولة؛

✓ يأتي تأثير صناديق الاستثمار في سعر صرف عملة الدولة الأم سواء من خلال تحويل الأصول المحلية للاستثمار بالخارج، أو من خلال تحويل الإيرادات من الخارج لداخل الاقتصاد الوطني أو كليهما، فضلاً عن تأثير الصناديق من خلال الاستثمار في الأصول المحلية، حيث سيؤدي ذلك إلى زيادة الطلب على تلك الأصول فتتضخم أسعارها، مما ينجم عنه مشكلات تضطر معها السلطات النقدية إلى ضخ أموال في الاقتصاد وما لذلك من آثار تضخمية وخيمة على كافة نواحي الاقتصاد الوطني؛

✓ تمارس صناديق الاستثمار تأثيرها على الاستقرار الخارجي للدولة من خلال رؤوس أموال تلك الصناديق وعوائدها من وإلى الدولة، والذي يظهر في ميزان المدفوعات، كما وتمارس الصناديق الاستثمارية أثراً إيجابياً من زاوية أخرى، حيث أن

<sup>1</sup> - هشام هنضل عبد الباقي، رؤية لتفعيل دور صناديق الاستثمار لتجنب الأزمات المالية والاقتصادية في دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية، مجلة التعاون الصادرة عن الأمانة العامة لمجلس التعاون لدول الخليج العربي، السعودية، العدد 99، 2010، ص 28.

استثمار الفوائض المالية، سواء في الداخل أو الخارج، يؤدي إلى توزيع تلك الفوائض والعوائد المتحققة من استثمارها على قطاعات عديدة بالاقتصاد القومي، وربما لكافة القطاعات من خلال عمل المضاعفات النقدية والإنفاقية بالاقتصاد، ومن ثم يتجنب الاقتصاد الوقوع في الآثار السلبية التي تنجم عن المرض الهولندي؛

✓ تمارس صناديق الاستثمار آثارا على الأسواق المالية في الدول المضيفة، حيث يشير المحللون إلى إمكانية قيام الصناديق الاستثمارية بدور توازني في أسواق المال العالمية وذلك من عدة أوجه هي:

✓ تستثمر أصولها في الأسواق في أوقات تدني التعامل فيها وربما تسير في عكس اتجاه حركة السوق، ومن ثم تساهم في علاج هذه المشكلة؛

✓ تعاني الصناديق الكبيرة بإعادة توزيع محفظتها تدريجيا، مما يحجم من الأثر السلبي لأسعار معاملاتها؛

✓ تساهم صناديق الاستثمار ولاسيما في الأجل الطويل ومن خلال التنوع في استثماراتها و في زيادة كفاءة الأسواق وانخفاض تقلباتها.

### ثانيا: الآثار السلبية

تتحلى الآثار السلبية للصناديق الاستثمارية في ما يلي:<sup>1</sup>

✓ قد تؤدي صناديق الاستثمار نتيجة لضخامتها إلى تقلبات في الأسواق المالية أو تعقد إدارة الأزمات وتقليل تأثير تدخل البنوك المركزية في حالات الأزمات المالية، وذلك من خلال التأثير على القطاعات أو من خلال إتباع استراتيجيات استثمارية أكثر مخاطرة، ومن هنا فإن الدول المضيفة صاحبة الأسواق المالية الناشئة أو الضيقة لابد عليها بالعمل على إدارة تلك التدفقات الرأسمالية الكبيرة؛

✓ قد يؤدي الاستثمار في هذه الصناديق في الأصول طويلة الأجل ذات المخاطر العالية، إلى التأثير على أسعار الفائدة وأسعار حقوق الملكية من ناحية، وقد يؤدي التحول عن الاحتفاظ بالعملة الوطنية للدولة المضيفة والاستثمار في حقوق ملكية دولية إلى انخفاض التدفقات الرأسمالية الداخلة، وربما يسبب في زيادة سعر الفائدة الحقيقي وتدهور سعر الصرف وانخفاض الطلب المحلي وما ينجم عنه من آثار انكماشية تتزايد بفعل مضاعفات الإنفاق في الاقتصاد الوطني.

### المطلب الثاني: تجارب للدول النفطية العربية في استخدام الصناديق الاستثمارية

#### اولا: التجربة الجزائرية خلال الفترة (2000-2015)

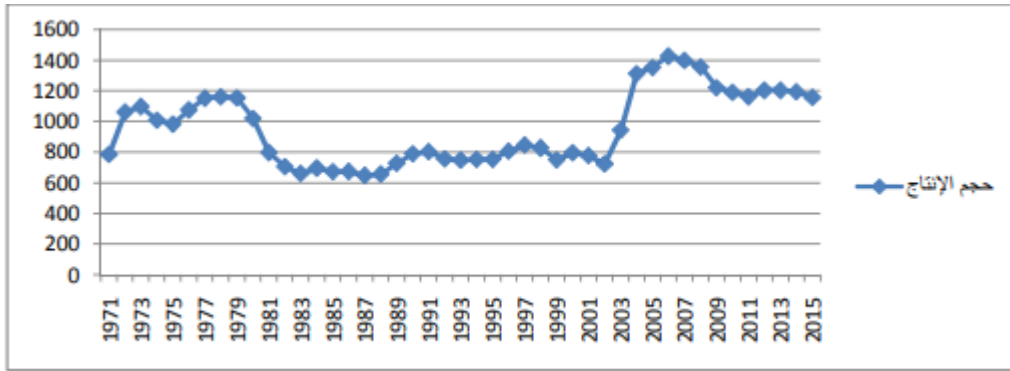
تميزت سنة 2000 بتحقيق الجزائر لفوائض مالية معتبرة شملت الموازنة العامة، بسبب الارتفاع العام لأسعار المحروقات في الأسواق العالمية خلال نفس السنة، ومن أجل استغلال هذه الفوائض واستعمالها في الحفاظ على استقرار الموازنة العامة للدولة بالنظر لعدم الاستقرار الذي يميز أسعار النفط، قررت الحكومة تأسيس صندوق ضبط الموارد.

<sup>1</sup> - هشام هنضل عبد الباقي، المرجع السابق، ص 29.

## 1- إنتاج النفط في الجزائر

شكل قطاع المحروقات سنة 2010 ثلث الناتج المحلي وما يعادل 98% من مجموع الصادرات، وأكثر من 70% من إيرادات الموازنة العامة، حسب التقرير السنوي لشركة سوناطراك سنة 2010 فقد بلغ حجم الإنتاج الأولي للمحروقات قرابة 214 مليون طن منها 55,3 مليون طن من البترول الخام و 8.145 مليار متر مكعب من الغاز الطبيعي كما قدر حجم الصادرات الجزائرية من البترول سنة 2014 بـ 56,7 مليار دولار حسب شركة سوناطراك وحسب التقرير السنوي لمنظمة الأوبك سنة 2014 فقد بلغت العائدات النفطية للجزائر 65.644 مليار دولار سنة 2013، وحسب شركة سوناطراك الجزائرية تتوقع إرتفاع الإنتاج الجزائري من المحروقات مطلع 2020 ليلعب 230 مليون طن من النفط مقابل 200 مليون طن من النفط سنة 2013.

الشكل رقم (02): تطور إنتاج البترول في الجزائر خلال الفترة "1971-2015"



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على:

- ✓ التقرير العربي الموحد 2012، الملاحق الإحصائية، ص 375 .
- ✓ التقرير الإحصائي السنوي 2016، منظمة الاقطار العربية المصدرة للبترول (الابوك)، ص 28.

## 2- نشأة وتطور صندوق ضبط الموارد

تأسس صندوق ضبط الموارد من خلال قانون المالية التكميلي الذي صدر في 27 جوان 2000، حيث حدد هذا القانون نوع و أهداف و مجال عمل الصندوق مع العلم أنه قد أدخلت عليه تعديلات على بعض القواعد المسيرة للصندوق من خلال كل من قانون المالية لسنة 2004، وقانون المالية التكميلي لسنة 2006.<sup>1</sup>

صندوق ضبط الموارد هو صندوق استثماري سيادي ينتمي إلى الحسابات الخاصة للخزينة، يقيد في هذا الحساب من جانب الإيرادات فائض جباية المحروقات الناتجة عن مستوى أعلى لأسعار المحروقات عن تلك المتوقعة ضمن قانون المالية وكل الإيرادات الأخرى المتعلقة بسير الصندوق، أما من جانب النفقات فتشمل كل من ضبط نفقات وتوازن الميزانية المحددة عن طريق قانون المالية السنوي والحد من المديونية العمومية.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - جبابلية فاطمة الزهراء، صاحي حكيمة، دور صندوق الثروة السيادية في تمويل عجز الموازنة العامة دراسة حالة الجزائر، مذكرة ماستر أكاديمي، تخصص نقود ومالية دولية، جامعة محمد الشريف مساعدي سوق أهراس، 2016، ص 100-101.

<sup>2</sup> - المادة 10 من قانون المالية التكميلي لسنة 2000، قانون رقم 02-2000 المؤرخ في 24 ربيع الأول 1421، الموافق ل 27 جوان 2000 والمتعلق بقانون المالية التكميلي لسنة 2000.

### 3- أهمية صندوق ضبط الموارد

تمكن أهمية صندوق ضبط الموارد في النقاط التالية<sup>1</sup>:

- ✓ مساهمة الموارد المالية للصندوق في التقليل من مديونية الدولة؛
- ✓ ضبط فوائض البترول وتوجيهها في مجال يخدم مصلحة الإقتصاد الوطني؛
- ✓ تغطية العجز في الموازنة العامة والانتقال من حالة العجز إلى حالة التوازن.

### 4- دور صندوق ضبط الموارد في تمويل عجز الموازنة العامة خلال الفترة (2015-2000)

و هذا ما يوضحه الجدول الموالي:

#### الجدول رقم (06): دور صندوق ضبط الموارد في تمويل عجز الموازنة العامة خلال الفترة (2015-2000)

الاستخدامات				الموارد			السنوات
رصيد الصندوق في نهاية السنة	سداد تسيقات بنك الجزائر	سداد الدين العمومي	تمويل عجز الخزينة العمومية	تسيقات بنك الجزائر	فائض قيمة الجباية البترولية	رصيد السنة القادمة	
232,14	0	291,10	0	0	453,217	0	2000
171,53	0	184,47	0	0	123,86	232,14	2001
27,97	0	170,06	0	0	26,50	171,53	2002
320,89	0	165,56	0	0	448,91	27,53	2003
721,69	57,14	247,84	0	0	623,50	320,89	2004
2931,04	0	617,11	0	0	1368,84	721,69	2005
2931,04	0	314,46	91,53	0	1798,00	1842,69	2006
3215,53	0	465,44	315,95	0	1738,84	2931,05	2007
4280,47	0	0	785,18	0	2288,2	3215,53	2008
4316,47	0	0	364,28	0	400,68	4280,07	2009
4842,84	0	0	791,94	0	1318	4316,47	2010
5381,70	0	0	1761,46	0	2300,32	4842,84	2011
5381,70	0	0	1761,46	0	2535,3	5381,70	2012
5563,51	0	0	2132,47	0	2062,23	5633,75	2013
4408,46	0	0	2965,67	0	1810,62	5563,51	2014
-	0	0	3448,97	0	2634,14	5284,84	2015

Source :Ministre des Finance,rapport de présentation de loi finances pour 2015,P34.

<sup>1</sup> - زغيب شهرزاد وحليمي حكيمة، القطاع النفطي بين واقع الارتباط وحتمية الزوال في الإقتصاد الجزائري، مجلة دراسات اقتصادية، الجزائر، العدد 11، أوت 2008، ص 09.

- من خلال الجدول نلاحظ أن الصندوق سجّل تطوّرات هامة في وضعيته منذ إنشائه، وكان ذلك خلال الفترات التالية:<sup>1</sup>

### 4-1- الفترة الأولى "2004-2000"

حددت أهداف الصندوق في هذه الفترة في تمويل عجز الميزانية العامة للدولة الناتج عن انخفاض إيرادات الجباية البترولية لمستوى أقل من تقديرات قانون المالية وتخفيض حجم المديونية العمومية، مع العلم أن النشاط الفعلي للصندوق خلال هذه الفترة قد اقتصر فقط على سداد الدين العمومي، حيث اعتمدت الدولة على الاقتراض الداخلي وذلك من أجل الحفاظ على موارد الصندوق واستعمالها فقط لتمويل أي عجز يحدث بسبب انهيار أسعار النفط وكذا الحفاظ على استقرار الأسعار كما شهدت الفترة الممتدة بين سنة 2000 و 2002 تراجعاً هاماً في رصيد الصندوق بانتقاله من 232,13 مليار دج إلى 27,97 مليار دج مع نهاية سنة 2002؛ علماً أن هذا التراجع يعزى إلى انخفاض فائض الجباية البترولية من 123,56 مليار دج سنة 2001 إلى 26,50 مليار دج سنة 2002.

كما تميزت هذه الفترة بإدخال تعديل على القواعد المنظمة لنشاط الصندوق سنة 2004، حيث تم إضافة مورد جديد للصندوق يتمثل في تسيقات بنك الجزائر الموجهة للتسيير للنشاط للمديونية الخارجية من أجل دعم عمليات الصندوق الخاصة بالسداد المسبق للمديونية العمومية الخارجية، وهي سياسة جديدة شرعت الحكومة في تنفيذها ابتداء من سنة 2004.

### 4-2- الفترة الثانية "2009-2005"

تميزت بإدخال تعديلات على أهداف الصندوق في 2005، لتصبح على النحو التالي: تمويل عجز الخزينة العمومية دون أن يقل رصيد الصندوق عن 740 مليار دينار جزائري وتخفيض حجم المديونية العمومية؛ حيث شرعت الحكومة في استخدام موارد الصندوق في تمويل عجز الخزينة العمومية المتزايد من سنة لأخرى نتيجة ارتفاع الإنفاق الحكومي الاستثماري حيث بلغ العجز 91,53 مليار دينار سنة 2006، وارتفع ليصل بعد ذلك إلى 758,18 مليار دينار سنة 2008 بالإضافة إلى الاستمرار في عمليات سداد الدين العمومي بما فيها عمليات التسديد المسبق للمديونية العمومية الخارجية التي شرع فيها ابتداء من سنة 2004، وتسديد تسيقات بنك الجزائر الممنوحة للحكومة في فترات سابقة، علماً أنه لم تسجّل أي عملية تسديد للدين العمومي خلال سنة 2009.

وفيما يتعلّق بجانب الموارد فقد تلقى الصندوق تحويلات إجمالية تجاوزت 6225,68 مليار دج بسبب تحقيق الحكومة لفوائض مالية معتبرة نتيجة استمرار ارتفاع أسعار المحروقات في الأسواق الدولية في الفترة (2006-2008).

### 4-3- الفترة الثالثة "2015-2010"

تميزت هذه الفترة بتعديل أهداف الصندوق لتتماشى مع برنامج الانعاش الاقتصادي "البرنامج الخماسي 2010-2014"، علماً أنه تم تخصيص مبلغ 21214 مليار دج، حيث تم تقسيمه إلى ثلاثة برامج فرعية هي: قطاع التنمية المحلية والبشرية الذي استفاد من برنامج خاصّ خصّص له مبلغ 9903 مليار دج، أي نسبة 45,42% من إجمالي المبلغ الكلي

<sup>1</sup> - هاجر يحي، "سياسات ترشيد دور صناديق الثروة السيادية - دراسة حالة صندوق ضبط الموارد بالجزائر"، مجلة الاستراتيجية والتنمية، جامعة عبد الحميد بن باديس مستغانم، العدد 11، جويلية 2016، ص ص 34-36.

كما استفاد قطاع الأشغال العمومية والهياكل القاعدية بمبلغ 8400 مليار دج " 38,52%"، واستفادت قطاعات الصناعة والصيد البحري والتشغيل من مبلغ 3500 مليار دج بنسبة 16,05% من النسبة المتبقية من المبلغ الكلي المخصص للبرنامج الخماسي، و يمكن القول أنّ التوزيع القطاعي للبرامج سابقة الذكر يعكس رغبة الحكومة في استهداف القطاعات التي تؤثر بصورة مباشرة في معدلات النمو الاقتصادي ومستويات التشغيل، واصل صندوق ضبط الموارد في تمويل العجز الذي بلغ 791,94 مليار دينار سنة 2010 وارتفع ليصل إلى 2132,47 مليار دينار سنة 2013، وتواصل العجز ليصل إلى مبلغ 1257,3 مليار دينار سنة 2014 و 255,3 مليار دينار سنة 2015 ما أدى إلى ارتفاع الاقتطاع من موارد صندوق ضبط الموارد والذي قدر بـ: 2965,67 مليار دينار و 3448,97 مليار دينار خلال السنوات 2014، 2015 ومنه يمكن القول بأن صندوق ضبط الموارد له دور فعال في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة من خلال تغطية الفارق الناتج عن زيادة النفقات العامة عن الإيرادات العامة وبالتالي فإن صندوق ضبط الموارد يساهم في تحقيق التوازن والاستقرار للموازنة العامة.

### 5- دور صندوق ضبط الموارد في تخفيض حجم الدين العمومي

من أجل إبراز دور صندوق ضبط الموارد في تخفيض حجم المديونية نقوم بدراسة تطور كل من الدين الخارجي و الداخلي في الجزائر:<sup>1</sup>

#### 1-5- الدين العمومي الخارجي

سجل الدين العام الخارجي انخفاضا ملحوظا من سنة لأخرى كما يبينه الجدول الموالي:

#### الجدول رقم (07): تطور الدين الخارجي خلال الفترة (2000-2015)

السنة	الدين العمومي الخارجي	السنة	الدين العمومي الخارجي
2000	25,261	2008	5,586
2001	22,701	2009	5,687
2002	22,642	2010	5,536
2003	23,353	2011	4,410
2004	21.821	2012	3,694
2005	17,192	2013	3,396
2006	5,612	2014	3,735
2007	5,606	2015	3,020

المصدر: تقارير بنك الجزائر للسنوات "2000-2008-2013-2015"

من خلال معطيات الجدول أعلاه يتضح لنا تراجع مستمر في الدين العمومي الخارجي حيث انتقل من 25,261 مليار دولار سنة 2000 إلى 5,612 مليار دولار سنة 2006، و يعزى هذا الانخفاض إلى قيام الجزائر بتبني سياسة محكمة في استعمال هذه الفوائض المالية لإدارة ديونها الخارجية من خلال سياسة الدفع المسبق للديون مع التوقف عن الإقتراض الخارجي والتي تم تطبيقها سنة 2006، وتواصل بعد ذلك تراجع حجم الدين الخارجي لكن بوتيرة أقل، حيث تراجع إلى

<sup>1</sup> - هدى بوحنيك، دور بنك الجزائر في تسيير عمليات المالية المرتبطة بالخارج، مجلة الباحث الاقتصادي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 20 اوت 1955، سكيكدة، العدد 8، 2010، ص 113.

3,02 مليار دولار سنة 2015 مقابل 3,735 مليار دولار سنة 2014 و396.3 مليار دولار سنة 2013 مقابل 3,694 مليار دولار سنة 2012، ولقد بلغت تحويلات صندوق ضبط الموارد الموجهة لسداد الدين العمومي الخارجي إلى غاية سنة 2008 ب 465,43 مليار دج، وهذا راجع إلى قيام الحكومة بالتسديد المسبق للدين الخارجي والذي بلغ 57,14 مليار دج.

## 5-2- الدين العمومي الداخلي

يعد تسديد الدين العمومي الداخلي من بين أهداف الصندوق التي حددت له، والجدول الموالي يوضح تطور الدين العمومي الداخلي في الجزائر خلال الفترة (2000-2015).

### الجدول رقم (08): تطور الدين العمومي الداخلي خلال الفترة (2000-2015)

السنة	الدين العمومي الداخلي	السنة	الدين العمومي الداخلي
2000	1022,9	2008	734
2001	1001,5	2009	816,3
2002	982,5	2010	1107,4
2003	982,5	2011	1214,8
2004	1000	2012	1312,1
2005	1038,9	2013	1172,8
2006	1847,3	2014	1239
2007	1103,9	2015	2442,2

المصدر: تقارير بنك الجزائر للسنوات: 2000-2008-2013-2015

تبين معطيات الجدول أعلاه أن الدين العمومي الداخلي قد شهد انخفاضا معتبرا خلال الثلاث سنوات الأولى من الدراسة حيث انخفض من 1022,9 مليار دينار سنة 2000 ليصل إلى 982,5 مليار دينار سنة 2002 ليستمر في الانخفاض إلى غاية سنة 2003 ب: 982,2 مليار دينار، وذلك بسبب استخدام الحكومة موارد صندوق ضبط الموارد في تخفيض الدين العمومي الداخلي، ثم ارتفع من 982,2 مليار دينار سنة 2003 ليصل إلى 1847,3 مليار دينار سنة 2006 وهي أعلى قيمة، حيث يعود ذلك إلى لجوء الحكومة للإقتراض الداخلي لتمويل عجز الموازنة بدلا من الاعتماد على موارد الصندوق، أما خلال الفترة (2007-2009) سجل الدين العمومي الداخلي تراجعا قدر ب: 1103,9 مليار دينار سنة 2007 ليبلغ أدنى قيمة له سنة 2008 و المقدرة ب: 734 مليار دينار، ليستمر في الانخفاض حتى سنة 2009 بمبلغ 816,3 مليار دينار وهذا راجع إلى التعديل الذي أدخل على أهداف الصندوق الخاصة بتمويل العجز الموازني منذ سنة 2006، والذي ينطوي على توسيع مصادر تمويل عجز الموازنة العامة ليشمل صندوق ضبط الموارد مع التقليل قدر المستطاع من الاعتماد على الدين العام الداخلي في تمويل هذا العجز، في حين نجد بان الدين العمومي الداخلي سجل ارتفاعا ملحوظا سنة 2012 قدر ب 1312,1 مليار دينار ليستمر في الإرتفاع إلى غاية سنة 2015 والذي بلغ فيها أعلى قيمة قدرت ب 2442,2 مليار دينار، وهي الفترة التي لم تستغل موارد الصندوق في تسديد الدين.



## 6- تقييم التجربة الجزائرية

عمل صندوق ضبط الموارد منذ انشائه عام 2000 على ضبط وتعديل ميزانية الدولة، وتحقيق الاستقرار الاقتصادي الوطني، لكن مع انهيار أسعار النفط في منتصف 2014 بداية عيوب تسييره وضبايتها تطفو إلى السطح فعوض أن يساهم في مشاريع خلاقة للثروة والعملية الصعبة، فإنه لا يعدو إلا أن يكون صمام أمان للحكومات المتعاقبة، التي تفتقر إلى إستراتيجية فعالة على أرض الواقع.

إن مستقبل صندوق ضبط الموارد المجهول والمرهون بفائض الجباية البترولية خاصة بعد إلغاء الحد الأدنى لرصيده في قانون المالية 2017 أضحى يهدد مستقبل الاقتصاد الجزائري بأكمله، فلقد أدى جفاف الصندوق الراجع أساسا إلى الفرق بين مدخلاته المتهاوية ومخرجاته المتعاطمة من جهة إلى عودة الصندوق إلى الوضعية التي بدأ عليها عام 2000.

### ثانيا: تجربة الامارات خلال الفترة: (1976-2015)

تعتبر الإمارات من الدول النفطية الأكثر جرأة في استثمار وتوظيف ثروتها المالية، حيث تمتلك سبعة صناديق استثمارية بمجموع أصول يفوق 675 مليار دولار وبنسبة تعادل 17,34 % من إجمالي أصول الصناديق الاستثمارية المتواجدة في العالم، كما تمتلك الإمارات أكبر صندوق استثماري في العالم "هيئة الاستثمار لأبوظبي" بقيمة أصول تتجاوز 627 مليار دولار أمريكي<sup>1</sup>.

#### 1- نشأة وتطور هيئة الاستثمار لأبوظبي "ADIA"

تم تأسيس الصندوق الاستثماري لأبوظبي من قبل حكومة الامارة<sup>2</sup> في سنة 1976 تحت مسمى هيئة الاستثمار لأبوظبي "ADIA"، وهي مؤسسة مستقلة عن الحكومة عهد إليها مهمة إدارة واستثمار فوائض الموازنة العامة المحولة من طرف حكومة أبو ظبي من أجل تحقيق أهداف حالية تتمثل في الحفاظ على استقرار الموازنة العامة للحكومة وحمايتها من الصدمات الخارجية، وأهداف مستقبلية تتمثل في تحويل موارد الثروة النفطية إلى موارد مالية مستدامة تضمن الحفاظ على رفاهية الأجيال القادمة، وقد سجلت الهيئة منذ ظهورها تطورات مهمة يمكن إبرازها فيما يلي:

#### جدول رقم (09) : أهم تطورات هيئة الاستثمار لأبوظبي في الفترة "1976- 2015".

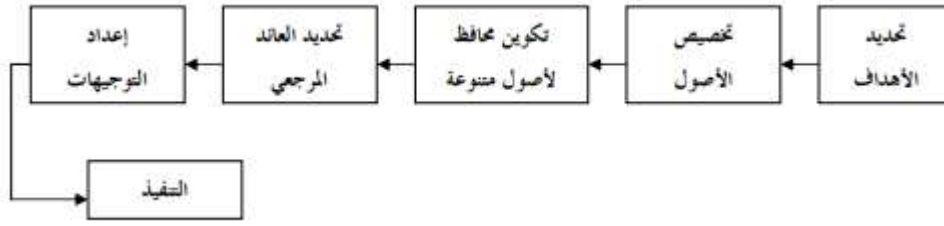
الحدث	الفترة
تأسيس هيئة الاستثمار لأبوظبي مع تكوين محفظة استثمار تضم : الأسهم، السندات، العقارات	1976
توسيع المحفظة الاستثمارية للهيئة لتشمل الاستثمارات البديلة على غرار الاستثمار في صناديق التحوط والتقاعد	1986
تجاوز مستخدمى الهيئة 500 موظف.	1988
توسيع المحفظة الاستثمارية لتشمل الاستثمار في الأسهم الخاصة.	1989
الشروع في العمل بمبدأ المحفظة المرجعية	1993
توسيع المحفظة الاستثمارية لتشمل الاستثمار في المنشأة و الهياكل القاعدية	1997

<sup>1</sup> - قاعدة بيانات معهد صناديق الاستثمار والثروة السيادية "جوان 2010".

<sup>2</sup> - تعتبر إمارة أبو ظبي أكبر وأغنى إمارة في دولة الإمارات.



الشكل رقم (04): مراحل إعداد وتنفيذ إستراتيجية الاستثمار في هيئة الاستثمار لأبوظبي



Source : Abu Dhabi Investment Authority, ADIA Review, Ibid, p10.

يتم إعداد إستراتيجية الاستثمار من قبل لجنة الاستثمار والتي تكون محفظة مرجعية متناسبة مع أهداف الهيئة علماً أن مراجعة وتعديل هذه المحفظة تتم من قبل قسم الإستراتيجيات التابع للهيئة، تتضمن المحفظة المرجعية الاستثمار في أصول متنوعة وفي أماكن متعددة وضمن مجالات محددة يتعين على الهيئة أن لا تتجاوزها.

3-2- مكونات المحفظة المرجعية لهيئة الاستثمار ابوظبي

و هذا ما يوضحه الجدول الموالي:

الجدول رقم (10): المحفظة المرجعية حسب الأصول لهيئة الاستثمار لأبوظبي

الوحدة : (%)

الحد الاعلى	الحد الادنى	الأصول
45	35	اسهم اسواق متقدمة
20	10	اسهم اسواق ناشئة
05	01	اسهم اسواق صغيرة
20	10	سندات حكومية
10	05	قروض
10	05	استثمارات بديلة
10	05	اصول عقارية
08	02	اسهم خاصة
05	01	هياكل قاعدية
10	00	سيولة نقدية

Source : Abu Dhabi Investment Authority, ADIA Review, Ibid, p10

- كما يمكن تقسيم المحفظة المرجعية وفقاً لمناطق الاستثمار كما يوضحه الجدول التالي :

الجدول رقم (11): المحفظة المرجعية لهيئة أبوظبي للاستثمار حسب المناطق

الوحدة : (%)

الحد الاعلى	الحد الادنى	المناطق
50	35	امريكا الشمالية
35	25	اوروبا
20	10	دول اسيا المتقدمة
25	15	الاسواق الناشئة

Source : Abu Dhabi Investment Authority, ADIA Review, Ibid, p11

#### 4- تقييم أداء هيئة الاستثمار لأبوظبي

تشير البيانات المتوفرة على أن عدد صفقات المساهمة المنجزة من قبل الهيئة في الفترة "2005-2015" يقدر بـ 23 صفقة توزعت على القطاعات التالية:

#### الجدول رقم (12): الصفقات المنجزة من قبل هيئة الاستثمار لأبوظبي في الفترة "2005-2015"

النسبة%"	عدد الصفقات	القطاع
39	09	القطاع المالي
22	05	قطاع العقارات
22	05	قطاع الطاقة
09	02	قطاع الاستهلاكي
04	01	قطاع الكيران
04	01	القطاع الصناعي
100	23	المجموع

Source: Victoria Barbary, Edward chin, Testing Time, Idem, p100

- كما أن عائد هذه الصفقات تجاوز 19,6 مليار دولار أمريكي في نفس الفترة، وقد تم تحقيقه في القطاعات التالية:

#### الجدول رقم (13): العائد المحقق في الفترة "2005 - 2015" حسب القطاع

النسبة%"	العائد " مليار دولار"	القطاع
50	9,8	القطاع المالي
39	7,6	قطاع العقارات
06	1,176	قطاع الطاقة
01	0,196	قطاع الاستهلاكي
01	0,196	قطاع الكيران
03	0,588	القطاع الصناعي
100	19,6	المجموع

Source: Victoria Barbary, Edward chin, Testing Time, Ibid, p100

يشير الجدول رقم (18) إلى أن 50 % من العائد قد تحققت في القطاع المالي، كما أن نسبة 95 % من العائد تحققت في القطاع المالي، والعقارات، وقطاع الطاقة وهو أمر طبيعي بسبب تركيز الهيئة على الاستثمار في القطاعات السابقة الذكر بنسبة 83 % من إجمالي الصفقات المنفذة في الفترة "2005-2015"، إن تفضيل الهيئة الاستثمار في القطاعات المالية، العقارية، والطاقة يرجع بالدرجة الأولى إلى ارتفاع عائد هذه القطاعات مقارنة بقطاعات أخرى وتحسن أداء الشركات التابعة على وجه الخصوص لقطاعي المالية والطاقة في الفترة "2005-2011"، كما يمكن إبراز مساهمة الهيئة في بعض الشركات العالمية، و ذلك ما يوضحه الجدول التالي:

الجدول رقم (14): مساهمات هيئة الاستثمار لأبوظبي في بعض الشركات العالمية

الشركة المستفيدة	القطاع	البلد	نسبة المساهمة في رأس المال "%
بنك "AIG"	الخدمات المالية	سويسرا	100
شركة "MCAG"	الخدمات المالية	استراليا	100
شركة "Ap Alternative"	الخدمات المالية	ايرلندا	40
بنك تونس والإمارات	الخدمات المالية	تونس	38,9
المؤسسة البنكية العربية	الخدمات المالية	البحرين	27,6
البنك الخارجي العربي	الخدمات المالية	مصر	25,00
شركة "Cosmo Oil"	الطاقة	اليابان	20,85
شركة قطر للاتصالات	اتصالات	قطر	10
مجموعة "Citigroup"	الخدمات المالية	الولايات المتحدة الامريكية	4,9

Source: Victoria Barbary, Edward chin, Testing Time, Ibid, p100

### 5- تقييم تجربة هيئة الاستثمار أبوظبي

إن دراسة تجربة هيئة الاستثمار لأبوظبي مكنتنا من الإطلاع على مميزات هذه التجربة بالإضافة إلى اكتشاف نقائص متعددة تؤثر على أداء الهيئة.

#### 5-1- مميزات تجربة هيئة الاستثمار أبوظبي

و تتمثل فيما يلي:

- ✓ حيازة الإمارات لأكبر صندوق استثماري سيادي في العالم يساهم في زيادة وزن ونفوذ البلد في النظام المالي والاقتصادي العالمي، ويعزز من مستوى الملاة المالية للبلد، وحماية الاقتصاد من خطر الصدمات الخارجية الناجمة عن تقلبات أسعار النفط في الأسواق الدولية؛
- ✓ توفر الهيئة على خبرة نشاط تفوق الثلاثين سنة يمكن استخدامها في تحسين الأداء ومواجهة مختلف الأوضاع الاقتصادية؛
- ✓ تطور الهيكل التنظيمي للهيئة والاستعانة بالخبرة الأجنبية في تسيير استثمارات الهيئة يساهم في رفع العائد وتقليل مخاطر الاستثمار المختلفة.

#### 5-2- نقائص تجربة هيئة الاستثمار أبوظبي

و تتمثل فيما يلي:

- ✓ عدم وجود رقابة خارجية مستقلة<sup>1</sup> مما يؤدي إلى التقليل من إمكانية تعرض الهيئة للمساءلة؛
- ✓ سيطرة الحكومة على مجلس إدارة الهيئة بتواجد ستة أعضاء من الحكومة في المجلس من ضمن عشرة أعضاء مما يقلل من استقلالية الهيئة؛
- ✓ عدم نشر تقارير فصلية أو سنوية عن الأداء والنتائج المحققة، مما يؤدي إلى التقليل من مستوى شفافية وإفصاح الهيئة

<sup>1</sup> - لا تتوفر إمارة أبوظبي على برلمان حيث تتركز جميع السلطات لدى حاكم الإمارة.

❖ إن هذه النقائص جعلت الهيئة تصنف ضمن المراتب الأخيرة في مؤشرات الأداء، حيث تصنف الهيئة في المرتبة الأخيرة وفقا لمؤشر "ترومان" بنسبة أداء لا تتجاوز 9% ونسبة 0% في معيار الحوكمة والشفافية، كما صنف مؤشر "لينبرغ-ماديوال" الصادر في الربع الأول من سنة 2015 ان هيئة الاستثمار في المراتب الخيرة بمجموع 3 نقاط من أصل 10 نقاط يتضمنها المؤشر.

### المطلب الثالث: دور الصناديق الاستثمارية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية

تواجه البلدان النفطية معضلة كانت ولا تزال أهم هاجس لمخططي التنمية في تلك الدول تتمثل في الاستعداد لعصر ما بعد نضوب النفط سواء كان نضوبا طبيعيا أو انحصار دوره بسبب التطور التقني للمصادر البديلة . ولقد شهدت سوق النفط العالمية ارتفاعا في الأسعار لم يسبق لها مثيل، حيث حققت العديد من الدول المصدرة للنفط فوائض مالية هائلة، حيث اتجهت إلى توظيف فوائض عوائد النفط إما للتعامل مع الطبيعة غير المستقرة للعوائد الناتجة عن النفط، أو للقيام بادخار تلك العوائد للأجيال القادمة<sup>1</sup>.

ويوفر ارتفاع أسعار النفط فرصة حقيقية لتحقيق التنمية في الدول المصدرة للنفط ولكنه في الوقت نفسه يفرض تحديات كبرى، من بينها ما إذا كان الارتفاع في الأسعار في مصلحة أو ضد مصلحة الدولة، و يتوقف ذلك بشكل كبير على إدارة العوائد النفطية، لذلك تسعى معظم الدول النفطية إلى التنوع الاقتصادي أي تنوع مصادر الدخل الوطني أو تنوع مصادر الدخل الحكومي بتطوير القطاعات أو الإيرادات غير النفطية، وذلك عن طريق إما استخدام جزء من العائدات النفطية لتطوير البنية الأساسية اللازمة لتنمية القطاعات الإنتاجية والخدمية الملائمة لظروفها، ويختلف الجزء المستخدم للتنمية المحلية باختلاف البلدان واختلاف الظرف الزمني أيضا، أو ادخار جزء من الإيرادات النفطية الآنية وتميئها بالاستثمار الداخلي والخارجي لتشكيل دخلا بديلا للنفط عند نضوبه في الأجل الطويل، وهذا المسار ينطوي على تحويل أصل حقيقي "النفط" إلى أصل مالي أو تحويل ثروة في باطن الأرض إلى ثروة على الأرض ويتم ذلك من خلال إنشاء صناديق بمسميات وقواعد مختلفة<sup>2</sup>. وبشكل عام فإن نجاح صندوق الاستثمار في تمويل اقتصاديات الدول النفطية والمساهمة في تحقيق الاستقرار الاقتصادي والانضباط المالي يعتمد على معايير عدة نذكر منها<sup>3</sup>:

✓ ينبغي توخي الوضوح في تحديد الآليات المعنية بالتنسيق بين عمليات الصناديق وغيرها من أنشطة المالية العامة، فمن الأفضل إدارة الصناديق المعنية بالموارد كجزء لا يتجزأ من إطار سياسة المالية العامة، بغية التأكد من وضع خطط للإنفاق على مسار قابل للاستمرار؛

✓ مرونة الإيداع والسحب والاستثمار لتلك الصناديق؛

<sup>1</sup> - حسين عبد الله، الفوائض المالية العربية بين الهجرة والتوطن، المؤسسة العربية للدراسات والنشر، الأردن، 2007، ص63.  
<sup>2</sup> - بنبيل بوفليح، دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية - الواقع والأفاق مع الإشارة إلى الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2011، ص115.  
<sup>3</sup> - بلقلة إبراهيم، سياسات الحد من الآثار الاقتصادية غير المرغوب لتقلبات أسعار النفط على الموازنة العامة في الدول العربية المصدرة للنفط، مع الإشارة إلى حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه، تخصص نقود ومالية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2015، ص213.

## الفصل الثاني: الصناديق الاستثمارية كألية لتمويل اقتصاديات الدول النفطية

✓ تعتبر الحوكمة المؤسسية السليمة لصناديق الاستثمار مسألة حاسمة للأطراف المعنية المحلية، فمن المسلم به أن جوانب كثيرة من الحوكمة المؤسسية السليمة قابلة للتطبيق بوجه عام على هذه الصناديق، فالمبادئ العامة المتعلقة بوظائف الملكية الرئيسية، والإفصاح والشفافية، وتدفق المعلومات بين الإدارة العليا ومجلس الإدارة كلها مسائل تنطبق على صناديق الاستثمار، ويتعين على هذه الصناديق أيضا أن تضمن وجود عمليات كافية لإدارة المخاطر، والموارد البشرية والنظمية، لأغراض إدارة المخاطر المالية والتشغيلية على نحو سليم؛

✓ إنه من الضروري وضع سياسات و إستراتيجيات استثمارية سليمة ومحددة المعلم، وبناء أطر لإدارة المخاطر من أجل ضمان اتساق القرارات الاستثمارية لصندوق الاستثمار مع أغراضه وأهدافها الاستثمارية.

## خلاصة الفصل

مع كل الأهمية التي يحظى بها النفط فله آثار جانبية خاصة على الدول النفطية والمعروفة بظاهرة المرض الهولندي، و الذي يظهر الآثار السلبية للثروة النفطية على اقتصاد البلد من خلال أثري الإنفاق وانتقال الموارد، إذ تتجلى عوارضه من خلال ركود القطاعات المنتجة للسلع التبادلية وازدهار القطاعات المنتجة للسلع غير التبادلية. ومن هذا المنطلق حرصت الدول النفطية على تنويع مصادر تمويلها من خلال تبني آليات تمويل تمثلت في صناديق الاستثمار، وذلك بهدف زيادة الضبط المالي وتحسين إدارة الإيرادات النفطية بغية استغلال الفوائض المالية المسجلة خلال فترات ارتفاع أسعار النفط، عن طريق ادخارها، أو استثمارها، أو استخدامها في تمويل مختلف سياساتها التنموية وتسديد ديونها الخارجية، لكن نجاح هذا النوع من الصناديق في بلوغ أهدافه مرتبط بنمط تصميمه وآليات تسييره والرقابة عليه.





## الفصل التطبيقي:

دراسة حالة صندوق المعاشات

الحكومي الأجمالي الذرويحي

خلال الفترة (2010-2017)



## تمهيد:

يتصف أداء معظم اقتصاديات الدول المعتمدة على صادراتها من الموارد الطبيعية الناضبة بتدن واضح، كما تعاني من مشكلات اقتصادية يفترض أن ما يتوافر لها من موارد يجعلها أقدر على إيجاد حلول لها، الامر الذي ظهر معه وصف ينعت هذه الظاهرة بـ"نقمة الموارد"، أي أن الموارد الطبيعية الناضبة يمكن أن تكون نقمة لا نعمة على البلدان الغنية بها، ومن بين بلدان العالم القليلة التي نجحت في تفادي كل ذلك النرويج، حيث يتصف اقتصادها اليوم بأداء قوي وبعدم معاناتها من المشكلات العديدة التي تعاني منها البلدان المصدرة للموارد الطبيعية الأخرى، مثل ارتفاع معدلات البطالة، وعدم عدالة توزيع الدخل، وتفشي الفقر، والاعتماد المبالغ فيه على قطاع الموارد.

وتعتبر النرويج إحدى أكثر الدول الأوروبية استقراراً على الصعيدين السياسي والاقتصادي، كما تتمتع بأعلى مستويات المعيشة في العالم، حيث أصبح النفط لا يشكل إلا نسبة ضعيفة من إيرادات الدولة، إذ قامت باستغلال العوائد النفطية بشكل مستقل لتفادي الصدمات الاقتصادية الناجمة عن تذبذب أسعار النفط ما جنبها نقمته، وذلك من خلال إنشاء صندوق المعاشات الحكومي الإجمالي الذي توجه إليه الإيرادات النفطية، و تستثمر موجودات الصندوق في الأسواق المالية العالمية، كما أن إيرادات إنتاج النفط لا تنفق مباشرة، وما يتم إنفاقه هو جزء فقط لإعادة استثمارها لخدمة الأجيال القادمة، إلى جانب تصدر صندوقها الاستثماري التصنيفات الدولية في مجال الحوكمة و إرساء مبادئ الشفافية والإفصاح، و كل هذه العوامل كانت من أهم ملامح نجاح التجربة النرويجية لاسيما في مجال صناديق الاستثمار التي اعتمدها كمفاتيح رئيسية للتنمية الاقتصادية والاجتماعية.

و في هذا الفصل سيتم دراسة حالة صندوق المعاشات الحكومي النرويجي، وذلك من خلال المبحثين التاليين :

- ✓ **المبحث الأول:** تطور صناديق الاستثمار النرويجية وإمكاناتها النفطية
- ✓ **المبحث الثاني:** إستراتيجيات وآليات عمل صندوق المعاشات الحكومي الاجمالي النرويجي

## المبحث الأول: تطور الامكانيات النفطية للنرويج و صناديقها الاستثمارية

تعتبر النرويج من الدول التي من الدول التي تعاني من تدن واضح في الاعتماد على صادراتها من الموارد الطبيعية، وهو ما يسمى بظاهرة نقمة الموارد، و في هذا المبحث سنتطرق الى نجاح النرويج في تفادي هذه العقبة بعد اكتشافها للنفط، و وضع اسس ومبادئ تعمل على تجنب المشاكل المعروفة المترتبة عن اعمال النفط، وايضا تطور صندوق المعاشات الحكومي الاجمالي النرويجي، والشركات النفطية التي انشأتها الحكومة النرويجية والسياسات التي انتهجتها في التوفيق بين مختلف الهيئات التي لها شان في تسيير هذا المورد الطبيعي وايضا تسيير العوائد النفطية تحت اشراف الصندوق الاستثماري الذي أنشأته.

### المطلب الأول: الامكانيات النفطية في النرويج

إن اعتماد النرويج على إيرادات القطاع النفطي منذ اكتشافه في جميع استثماراتها، هذا ما جعل البلد رهن العوائد النفطية وخوفا من التغيرات الكبيرة التي يعيشها هذا المورد في السوق العالمية بين الارتفاع تارة والانخفاض تارة أخرى، فكان للنرويج تجربة في توظيف العوائد النفطية عن طريق إنشاء صندوق استثماري.

### 1- خصائص النموذج النرويجي في إدارة الثروة النفطية

بعد اكتشاف النفط في النرويج في الستينيات من القرن الماضي وإنشاء أول حقل للتكرير بحلول عام 1971، لم تكن النرويج مؤهلة ومستعدة للتعامل مع هذه الثروة الجديدة بسبب غياب التشريعات و السياسات المتعلقة بها من جهة، و من جهة أخرى افتقارها للقدرات و المهارات المحلية اللازمة والكافية في مجال صناعة النفط والغاز، غير أن هذا الواقع لا يمنعها من المضي قدما في استغلال هذه الثروة، إذ استطاعت بعد عقود من الزمن أن تصبح نموذجا رائدا يقتدى به في كيفية الادارة الناجحة للثروة النفطية، والتي يمكن إبراز أهم خصائصها في النقاط التالية:<sup>1</sup>

### 1-1- تكريس التوافق الوطني المبكر على المبادئ الاساسية لسياسة النفط النرويجي

لقد شهد البرلمان النرويجي عام 1971 الوصول إلى اتفاق جماعي بين مختلف الكتل السياسية حول سياسة النفط، حيث ارتأت لجنة الطاقة في البرلمان النرويجي أن تدون المبادئ الاساسية لهذا التوافق في وثيقة مركزية سميت "الوصايا العشر" التي يمكن تلخيص أهم ما جاء فيها فيما يلي:<sup>2</sup>

- ✓ يجب ضمان السيطرة الوطنية على اتجاه وزخم كل عمليات النفط في النرويج؛
- ✓ يجب توفير احتياجات البلد للنفط من الانتاج المحلي؛
- ✓ يجب خلق فرص جديدة للاستثمار في النرويج على أساس النفط النرويجي؛
- ✓ يجب حماية البيئة والصناعات المعاصرة من أي تأثير سلبي قد ينتج عن عمليات النفط؛
- ✓ يجب منع حرق الغاز الطبيعي؛
- ✓ كقاعدة مبدئية يجب توصيل الزيت الخام والغاز الطبيعي إلى أرض النرويج قبل تصديرهما إلى الخارج؛
- ✓ على الدولة أن تقوم بتنسيق كل العمليات المتعلقة بالنفط. ومن ضمن ذلك يجب أن تسعى الحكومة لخلق جهاز منسق لمنفط يجمع بين الاهداف الوطنية والدولية؛
- ✓ يجب خلق شركة وطنية حكومية تقوم بمصالح الدولة التجارية في قطاع النفط وتمارس الاعمال التشغيلية في هذا القطاع بالتعاون البناء مع الشركات الوطنية والدولية؛

<sup>1</sup> - عبد الحميد مرغيت، تجربة النرويج في إدارة الثروة النفطية والدروس المستفادة للبلدان الإسلامية المصدرة للنفط، مقال متوفر على الموقع <http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads>، تاريخ الاطلاع: "2019/15/12" - 10:39.

<sup>2</sup> - فاروق القاسم، النرويج كسبت نعمة النفط وتجنبت نقمته، مقال منشور على شبكة الاقتصاديين العراقيين على الموقع الالكتروني:

<http://iraqieconomists.net/ar/2012/12/04>، تاريخ الاطلاع: "2019/05/12" - 12:15.

- ✓ يجب وضع سياسة ملائمة بالنسبة للمناطق غير المفتوحة شمال خط 62 شمالاً؛
- ✓ لا بد من تعزيز علاقات النرويج الخارجية لشرح النهج النرويجي على المستوى الدولي.

## 2-1- إنشاء وتطوير شركة النفط الوطنية النرويجية "Statoil"<sup>1</sup>

تبعاً للتوافق الوطني على سياسة النفط، تأسست شركة النفط النرويجية "Statoil" عام 1972، والتي يمكن تعريفها بأن مقرها يقع في مدينة "ستافانغر" بالنرويج، وتعد أكبر شركة في البلاد حيث توظف ما يزيد عن 29 ألف عامل، وقد أدرجت هذه الشركة في بورصتي "أوسلو" و "نيويورك"، وتمتلك الدولة النرويجية الحصة الأكبر في هذه الشركة بـ 70.26 % من الأسهم.

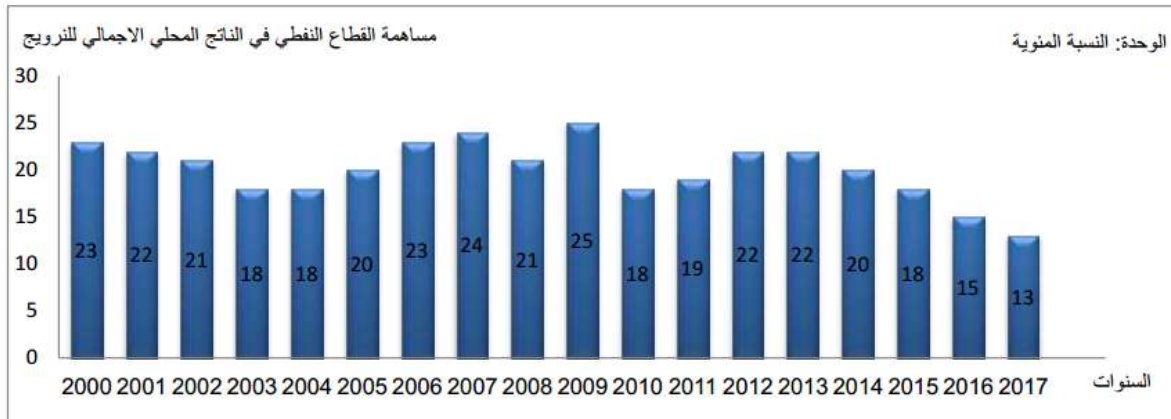
وخلال عام 2006 قامت هذه الشركة بتوقيع اتفاق لشراء الأنشطة البترولية لمواطنتها "Norsk Hydro"، وبعد هذا الاندماج تمت تسمية المجمع الجديد بداية من 01 أكتوبر 2007 باسم جديد "Hydro Statoil"، وبحلول عام 2009 تمت العودة لاستخدام التسمية السابقة لمشركة وهي "Statoil"، كما حملت شعاراً جديداً على شكل نجمة، وتعتبر "Statoil" أحد أكبر منتجي النفط الخام في العالم وأحد كبار موردي الغاز الطبيعي للقارة الأوروبية، كما تتواجد في معظم قارات العالم، وتحتل المرتبة 13 بقائمة أكبر شركات النفط في العالم. وقد ساهمت الشركة في خلق صناعة دولية وتنافسية لخدمات النفط، حيث تمتلك شبكة مكونة من 2000 محطة خدمات متواجدة في تسعة بلدان.

و بغرض تطوير صناعة خدمات النفط وتحويل المزيد من المهارات والخبرات إليها من نظائرها الأجانب، فقد عملت الحكومة النرويجية على استقطاب كبار متعاملي المحروقات في العالم مثل، "BP, Total, Exxon" من خلال توقيع عقود شراكة معها.

## 3-1- درجة ارتباط اقتصاد النرويج بالنفط ومدى مساهمته في الاقتصاد الوطني

تعتبر النرويج من الدول الريعانية التي تعتمد في تحصيل إيراداتها الأساسية على الثروات الطبيعية خاصة النفط منها لكن يعتمد اقتصادها على قطاعات اقتصادية رئيسية متنوعة أخرى كالسياحة والصناعة والنقل والزراعة والخدمات، الأمر الذي خفض من نسبة مساهمة القطاع النفطي في الناتج المحلي الاجمالي لاقتصادها، والشكل المقابل يوضح ذلك:

### شكل رقم (05): نسبة مساهمة القطاع النفطي في الناتج المحلي الإجمالي للنرويج خلال الفترة "2000-2017":



المصدر: من إعداد الطالبين اعتماداً على الملحق رقم (01)

<sup>1</sup> - الموقع الرسمي لشركة Statoil / <https://www.statoil.com> / تاريخ الاطلاع: "2019/05/12" - "17:20".

نلاحظ من خلال الشكل السابق ان مساهمة القطاع النفطي في الناتج المحلي الإجمالي في النرويج منخفض نوعا ما بقرار بعض الدول الريعية التي يعتمد اقتصادها اعتمادا كبيرا على قطاع المحروقات، وهذا راجع لكون الاقتصاد النرويجي يعتمد على قطاعات اقتصادية رئيسية أخرى كالسياحة والصناعة والزراعة والخدمات، كما أن النفط هو جزء من القطاع الصناعي لديها، وعليه فإن متوسط نسبة مساهمة القطاع النفطي في الناتج المحلي الإجمالي النرويجي خلال الفترة "2000-2017" قد قدر بحوالي 20 %، و كما هو مبين في الجدول أنخفضت الإيرادات النفطية خلال الفترة "2015-2017"، مما أدى إلى انخفاض حصة القطاع النفطي في الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 13 % فقط سنة 2017.

### المطلب الثاني : تقديم صندوق المعاشات الحكومي الإجمالي النرويجي

يعتبر صندوق المعاشات الحكومي الإجمالي النرويجي من الإنجازات التي تجلت نتيجة ظهور النفط في النرويج وهو أيضا من الأدوات التي أنشأتها الحكومة النرويجية لتسيير عوائد النفط، وتوسيع مجال استثمارات خارج النرويج وداخلها بشكل خاص، حيث تستثمر موجودات الصندوق في الأسواق الخارجية، وإيرادات إنتاج النفط لا تنفق بشكل مباشر، وما يتم إنفاقه هو جزء بسيط لإعادة استثمارها للأجيال القادمة.

### أولا: نشأة صندوق المعاشات الحكومي الإجمالي النرويجي

بعد بداية عمليات إنتاج النفط في النرويج منذ مطلع سبعينيات القرن الماضي، شهدت السوق النفطية الدولية ارتفاعا في أسعار النفط، وبدأت الحكومة بالحصول على إيرادات كبيرة من هذا القطاع حديث العهد على الاقتصاد الوطني، وتحولت تلك الإيرادات مباشرة إلى الموازنة، وأسهمت في زيادة الإنفاق الحكومي بشقيه الاستثماري والتشغيلي، بشكل قفزة نوعية خلال الفترة ما بين 1973-1976، لتصل تلك الزيادة إلى 51 % عن العامين السابقين، توزعت بشكل زيادة في أجور العاملين الحاليين وخلق وظائف جديدة، بحيث وصلت نسبة الزيادة في العمالية لدى القطاع العام منذ عام 1970 ولغاية عام 1980 ما نسبته 60%، و ترتب على ذلك انخفاض في القدرة التنافسية لصادرات البلد، زد على ذلك ارتفاع سعر صرف الكرونة النرويجية اتجاه عملات بلدان الجوار، ومع ذلك استمرت الحكومة في سياستها التوسعية مدعومة بالإيرادات النفطية، إذ حاولت أن تدعم القدرة التنافسية لصادرات البلد بالأخذة بالهبوط بتقديم الإعانات والدعم للصناعات المحلية غير ذات الصلة بالنفط كصناعة السفن والصناعات الغذائية، وكذلك للقطاع الزراعي، إذ سجلت النرويج أعلى معدلات للصناعات المحلية من بين مجموعة بلدان منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، وبحلول عام 1986، و على إثر الهبوط الحاد في أسعار النفط، والتي لم تتحسن لغاية 1996، وفي نفس السنة 1997 أعادت وزارة المالية دراسة الإستراتيجية الاستثمارية الخاصة بالصندوق وقررت أن تستثمر 40 % من أصولها في الأسهم، مع العلم أن نشاط الصندوق اقتصر في بداية الأمر على الاستثمار في السندات الحكومية ليتوسع فيما بعد إلى الاستثمار في الأسهم والعقارات، ونتيجة لذلك تم إنشاء "بنك إدارة الاستثمارات النرويجي" في 01 جانفي 1998 و التي أوكلت له مهمة إدارة وتسيير الصندوق تحت إشراف ورقابة وزارة المالية.<sup>1</sup>

في الفترة ما بين (2000-2012) شهدت أسعار النفط ارتفاعا قياسيا، مما أدى إلى نمو كبير وغير متوقع في إيرادات الصندوق من 44 مليار دولار إلى 322 مليار دولار، كما عرفت هذه الفترة أيضا تغييرا في اسم الصندوق فانتقل من تسمية "صندوق النفط" إلى "صندوق المعاشات الحكومي الإجمالي"، و قررت وزارة المالية رفع وزن الأسهم في المحفظة الاستثمارية إلى 60 %<sup>2</sup>، كما توسعت مهام وأهداف الصندوق لتشمل دعم نظام التقاعد الحكومي، والحفاظ على استقراره مستقبلا عن

<sup>1</sup> - محمد حسين الجبوري، طالب حسين الكريبي، محمد ناجي محمد الزبيدي، التجربة النفطية في النرويج وإمكانية تطبيقها في العراق، مجلة الإدارة والاقتصاد، العراق، المجلد 03، العدد 10، ص 150-151.

<sup>2</sup> - بن طيب علي، مهلول زكرياء، التجربة النرويجية في مجال إدارة العوائد النفطية وإمكانية الاستفادة منها في الجزائر، مداخلة مقدمة لفعاليات الملتقى الدولي الثاني حول "متطلبات تحقيق الاقلاع الاقتصادي في الدول النفطية في ظل انهيار أسعار المحروقات" جامعة أكلي محمد أولحاج البويرة، الجزائر، 29\_30 نوفمبر 2016، ص 14.

طريق توفير تغطية مستدامة لنفقات التقاعد بسبب توقع ارتفاع نسبة الشيخوخة في المجتمع النرويجي، وبالتالي ارتفاع نفقات التقاعد إلى مستويات قياسية مستقبلاً<sup>1</sup>، و يمكن توضيح مراحل تطور صندوق الثروة السيادية النرويجي في الجدول التالي:

### الجدول رقم (15): تطور صندوق المعاشات الحكومي الاجمالي النرويجي خلال الفترة "1990-2012"

الحدث	الفترة
البرلمان النرويجي "Stortinget" يصادق على قانون تأسيس صندوق النفط الحكومي الذي يمول عن كريق مداخيل الثروة النفطية المحولة من قبل الحكومة، والذي يهدف إلى تدعيم سياسة الحكومة الخاصة بالتسيير لاجل المداخيل البترولية.	1990
تلقي الصندوق اول تحويل حكومي و بالتالي بداية النشاط الفعلي للصندوق عن كريق استثمار اصوله خارجيا في السندات الحكومية	1996
تأسيس بنك النرويج لإدارة الاستثمارات "NBIM" وهو مؤسسة تابعة لبنك النرويج المركزي مكلفة بإدارة اصول صندوق النفط الحكومي نيابة عن وزارة المالية، مع توسيع النشاط الاستثماري للصندوق ليشمل 40 % اسهم، 60 % سندات).	1998
تم إضافة خمس اسواق ناشئة للمؤشر المرجعي لاسهم الصندوق، «Funds Benchmark Equity Index»	2000
تم إضافة سندات الشركات والسندات المؤمنة للمؤشر المرجعي لسندات الصندوق « Funds Benchmark Fixed-Income Index » .	2002
تم اقرار مبادئ اخلاقية الزامية على استثمارات الصندوق .	2004
تغيير اسم الصندوق الى صندوق المعاشات الحكومي الاجمالي.	2006
رفع نسبة الاسهم في المحفظة الاستثمارية للصندوق الى 60%.	2007
تحقيق استثمارات الصندوق لعائد قياسي يقدر بـ 25,6 % من القيمة السوقية للمحفظة الاستثمارية للصندوق.	2009
وزارة المالية تقرر منح التفويض للصندوق لاستثمار 5 % من أصوله في شكل عقارات مع تخفيض نسبة استثمارات الصندوق	2012

المصدر: بوفليخ نبيل، مرجع سابق، ص 142.

من خلال الجدول السابق نستنتج أن الصندوق ينمو بشكل أسرع مما كان متوقعا، بسبب التحويلات الرأسمالية الكبيرة من وزارة المالية، وذلك نتيجة ارتفاع أسعار النفط خاصة في الفترة الممتدة من 2000 الى غاية 2008، والتي حطمت فيها أسعار النفط الرقم القياسي في تاريخها.

### ثانياً: أهداف صندوق المعاشات الحكومي الاجمالي النرويجي

وتتمثل أهداف الصندوق الاستثماري النرويجي فيما يلي<sup>2</sup>:

- ✓ يعتبر كأداة للسياسة المالية التي تدعم إدارة عائدات النفط على المدى الطويل؛
- ✓ تحقيق مبدأ التوزيع العادل للثروات بين الأجيال؛
- ✓ تعزيز قدرة الحكومة على التسيير طويل الأجل لمداخيل الثروة النفطية وحثها على عدم الاعتماد على إيرادات النفط؛
- ✓ العمل على إيجاد مصادر بديلة لتمويل الموازنة السنوية كالضرائب، والرسوم، وإيرادات المشروعات العامة والدومين العام
- تحويل الثروة النفطية إلى ثروة مالية مف خلال استثمارها في الأسواق المالية العالمية، مع الأخذ بعين الاعتبار مبدأ العائد و المخاطرة؛
- ✓ الحفاظ على استقرار الموازنة العامة للدولة وحماتها من أثر تقلبات المداخيل النفطية، وتجنب ظهور أعراض المرض الهولندي في البلد؛

<sup>1</sup> - بوفليخ نبيل، مرجع سابق، ص 140.

<sup>2</sup> - محمد حسين الجبوري وآخرون، التجربة النفطية في النرويج وامكانية تطبيقاتها في العراق، مجلة الادارة و الاقتصاد، المجلد 03، العدد 10، جامعة كربلاء، العراق، 2015، ص 140.

✓ خلق التوازن بين الزيادة المتوقعة بالإنفاق العام بالخصوص لأغراض المعاشات التقاعدية والرعاية الصحية وما يتعلق بشيخوخة السكان من جهة، وبين الانخفاض المتوقع في الإيرادات المتولدة من النفط نتيجة النضوب عبر الزمن من جهة أخرى.

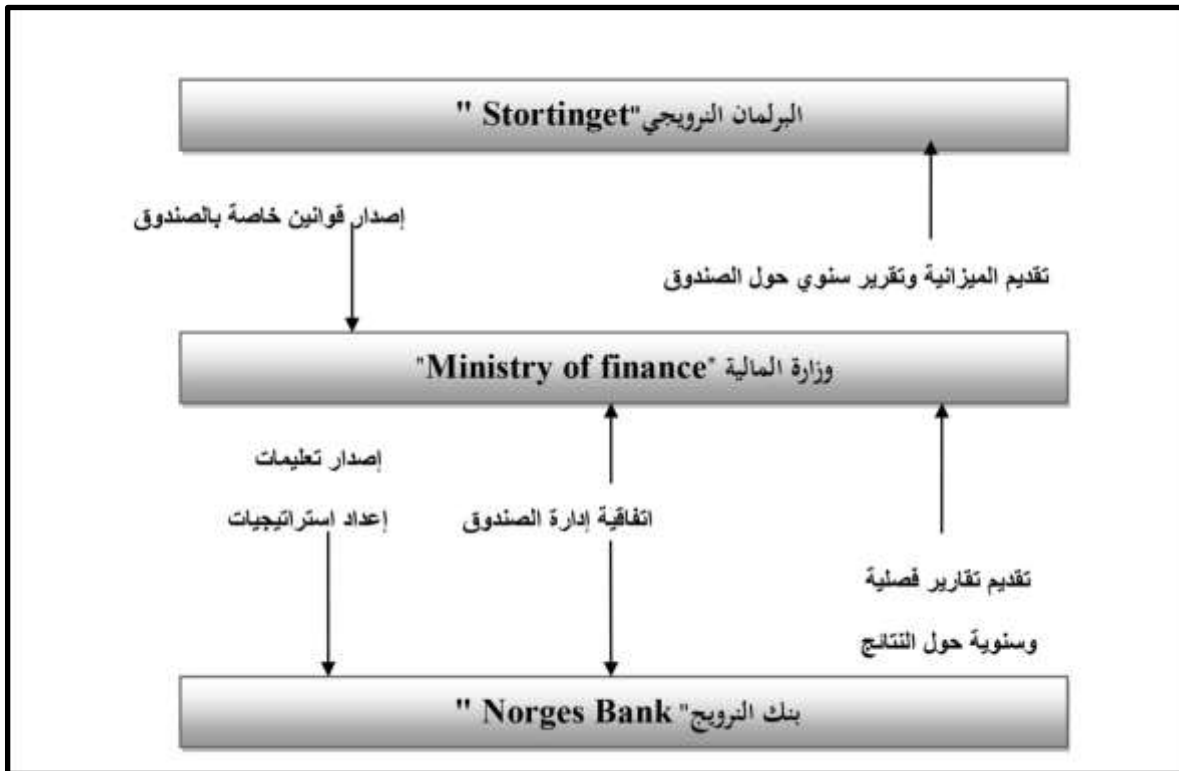
### المطلب الثالث: حوكمة صندوق المعاشات الحكومي الاجمالي النرويجي

يتميز نموذج حوكمة الصندوق الاستثماري النرويجي بتقسيم واضح للمهام والمسؤوليات بين مختلف الهيئات المكلفة بإدارة ومراقبة نشاط الصندوق، حيث يعتمد هذا النموذج على مجموعة من القوانين والتوجيهات الصادرة في هذا المجال، و في نفس السياق يعتبر القانون رقم 123 المصادق عليه من قبل البرلمان النرويجي " Stortinget " و الصادر بتاريخ 12-21-2005 المتعلق بكيفية إدارة صندوق المعاشات الحكومي الإجمالي، المصدر الرئيسي لكل التعليمات والتوجيهات الصادرة من قبل وزارة المالية، والمحددة لطرق تسيير وصلاحيات كل جهة مشرفة على الصندوق.<sup>1</sup>

### اولاً: الهيئات المشرفة على صندوق المعاشات الحكومي الاجمالي النرويجي

يمكن توضيح الهيئات المشرفة على صندوق المعاشات الحكومي النرويجي في الشكل التالي:<sup>2</sup>

### الشكل رقم (06): الهيئات المشرفة على صندوق المعاشات الحكومي الاجمالي النرويجي



Source: Norges Bank Investment Management, GPF annual Report, 2009, P 6.

<sup>1</sup> - بوفليج نبيل، مرجع سابق، ص143.

<sup>2</sup> - المرجع السابق، ص144.

من خلال الشكل رقم (04) يتضح ان نظام الرقابة و الاشراف و التسيير للصندوق الاستثماري السيادي النرويجي يعتمد على تدخل ثلاث هيئات هي كما يلي:

### 1- البرلمان النرويجي "Stortinget"

و تتمثل مهامه فيما يلي :

- ✓ إصدار قوانين وتشريعات محددة لاهداف ومهام وكيفية إدارة صندوق المعاشات الحكومي الإجمالي؛
- ✓ مراقبة ومساءلة وزارة المالية باعتبارها الجهة المالكة للصندوق، واجبارها على تقديم تقرير سنوي حول كيفية أداء الصندوق.

### 2- وزارة المالية

تعتبر وزارة المالية الهيئة المالكة للصندوق وهي مكلفة بالوظائف التالية :

- ✓ إصدار تعليمات وتوجيهات خاصة بكيفية إدارة الصندوق؛
- ✓ إعداد استراتيجية استثمار لإصول الصندوق عن طريق تكوين محفظة استثمار مرجعية تتضمن أنواع الأصول المالية المستثمر فيها ، وأماكن استثمار هذه المحفظة، و إلزام الهيئة المسيرة على الالتزام بها؛
- ✓ إعداد مبادئ أخلاقية لاستثمارات الصندوق، والعمل على إقصاء الشركات المخالفة لهذه المبادئ من استثمارات الصندوق؛
- ✓ تقديم تقرير سنوي للبرلمان يتضمن تقييم سياسات إدارة و أداء 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.

### 3- البنك المركزي بنك النرويج " Norges Bank "

يعتبر الجهة المسيرة للصندوق وهو مسؤول أمام وزارة المالية و المكلف بالوظائف التالية:

- ✓ العمل على تحقيق أكبر عائد ممكن لاستثمارات الصندوق مع الأخذ بعين الاعتبار المخاطر المصاحبة لهذه الاستثمارات؛
- ✓ الالتزام بإستراتيجية 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 و اعلانها للرأي العام.

### ثانياً: طرق الرقابة على صندوق المعاشات الحكومي الإجمالي النرويجي

يخضع صندوق المعاشات الحكومي الإجمالي لمستويات مختلفة من الرقابة تؤدي إلى التقليل قدر الإمكان من الممارسات المشبوهة وغير القانونية، حيث تخضع الهيئة المكلفة بإدارة استثمارات الصندوق "بنك ادارة الاستثمار النرويجي"<sup>1</sup> "NBIM" الى رقابة داخلية من قبل البنك المركزي و التي تقوم به وحدة المراجعة والتدقيق التابعة للبنك، كما يخضع البنك المركزي لرقابة

<sup>1</sup> - بنك ادارة الاستثمار النرويجي يعتبر الهيئة المكلفة بإدارة الصندوق، وليذا الغرض قام البنك بتأسيس وحدة فرعية تابعة له تحت مسمى "بنك إدارة الاستثمارات النرويجي" في جانفي 1998" مكلف بالإدارة المباشرة استثمارات الصندوق.



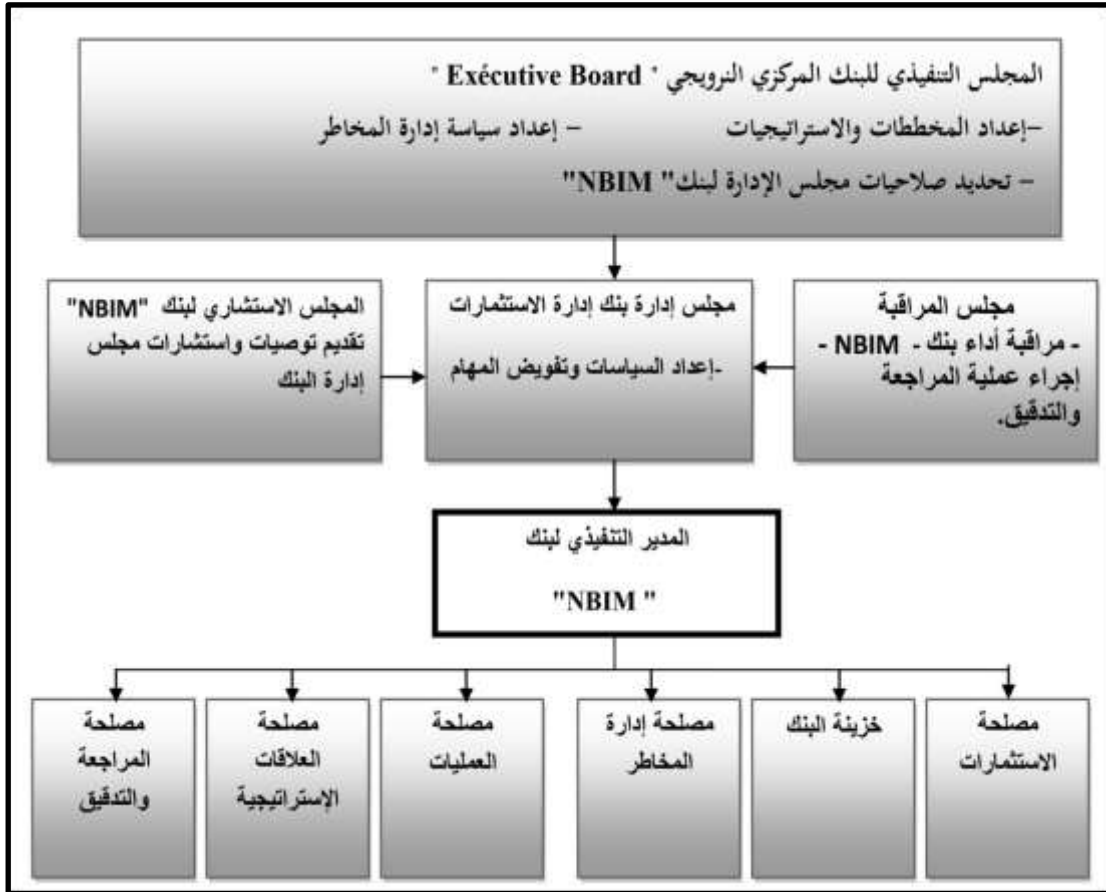
وزارة المالية التي تستعين بمكاتب مراجعة وتدقيق مستقلة لتقييم أداء البنك بالإضافة إلى التقارير الفصلية والسنوية التي يسلمها البنك لوزارة المالية.

و تخضع وزارة المالية لرقابة صارمة من قبل البرلمان الذي يعتبر الجهة الوحيدة المخول لها صلاحية إصدار وتعديل القواعد والقوانين المنظمة لنشاط الصندوق، كما أن استعمال وزارة المالية لأصول الصندوق مرهون بموافقة مسبقة من البرلمان، بالإضافة إلى إلزامية تقديم تقرير سنوي حول وضعية الصندوق إلى البرلمان، وإيضاً مزيد من الشفافية على إدارته فإن جميع الهيئات السالفة الذكر مطالبة بنشر وإعلان مختلف القوانين والأنظمة والتوجيهات والتقارير الخاصة بالصندوق للرأي العام عبر مواقعها الإلكترونية وفي وسائل الإعلام المختلفة.

### ثالثاً: الهيكل التنظيمي لبنك إدارة الاستثمارات

يقوم البنك بتسيير و إدارة أهم وأكبر صندوق استثماري سيادي في العالم، وبالتالي يمكن توضيح الأطراف المسؤولة عن ذلك من خلال الهيكل التنظيمي للبنك الموضح في الشكل الموالي:

#### الشكل رقم (07): الهيكل التنظيمي لبنك إدارة الاستثمارات النرويجي



المصدر: بوفليخ نبيل، مرجع سابق، ص144.

من خلال الشكل السابق يمكن توضيح الاطراف المسؤولة عن تسيير صندوق المعاشات الحكومي النرويجي فيما يلي:

#### 1- المجلس التنفيذي " Exécutive Board "

يعتبر المجلس التنفيذي الهيئة المسؤولة عن مختلف عمليات بنك النرويج المركزي، يتكون من سبعة أعضاء برئاسة محافظ

البنك المركزي، كما يقوم المجلس بإعداد المخططات و الإستراتيجيات الخاصة بأنشطة بنك إدارة الاستثمارات " NBIM "

بالإضافة إلى إعداد المبادئ المحددة لكيفية إدارة المخاطر على مستوى بنك إدارة الاستثمارات ويحدد مهام و صالحيات مجلس إدارة البنك.

## 2- المجلس الاستشاري " Advisory Council "

تم تأسيسه من قبل المجلس التنفيذي في سنة 2006، يتكون من أربعة خبراء دوليين، يقوم بتقديم استشارات لمجلس إدارة البنك لتحسين مستوى إدارة الاستثمارات البنك.

## 3- مجلس المراقبة " Supervisory Council "

يتكون من خمسة عشر عضوا يتم تعيينهم من قبل البرلمان، تتمثل مهمته في مراقبة العمليات والأنشطة التي يقوم بها بنك "NBIM" و مدى مطابقتها للقوانين والأنظمة المراجعة، والتدقيق والمصادقة على القوائم المالية السنوية للبنك بالإضافة إلى المصادقة على ميزانية البنك.

## 4- المجموعة القيادية للبنك " Leader Group "

تتكون من مختلف الإطارات المكلفة بتنفيذ سياسات واستراتيجيات البنك وتضم هذه المجموعة المدير التنفيذي للبنك بالإضافة إلى رؤساء مصالح استثمارات الخزينة، إدارة المخاطر، العمليات، العلاقات الإستراتيجية، المراجعة. ويتوفر بنك إدارة الاستثمارات على خمسة مكاتب فرعية في كل من أوسلو، نيويورك الأمريكية، لندن، شنغهاي بالصين، و في سنغافورة، كما يوظف البنك 550 موظفا من 35 دولة.<sup>1</sup>

## المبحث الثاني: استراتيجيات و آليات عمل صندوق المعاشات الحكومي الاجمالي النرويجي

تعتبر الصناديق الاستثمارية من اهم المصادر المالية التي تعتمد على آليات وإستراتيجيات وتسيير محدد لتنفيذ اهدافها وبلوغها للنتائج المحددة، وتتجلى فعاليات استراتيجيات وآليات عملها في مدى نجاح الاهداف المسطرة ومدى المردودية الناتجة عن المورد الذي انشأ من أجله الصندوق، وفي هذا المبحث سنتطرق لاستراتيجية وآلية عمل صندوق المعاشات النرويجي بالإضافة الى تقييمه.

## المطلب الاول: الاستراتيجية الاستثمارية لصندوق المعاشات الحكومي الاجمالي النرويجي

إن أهم ما يميز الإستراتيجية الاستثمارية للصندوق النرويجي هو توجيهه نحو الاستثمار خارج البلد وليس داخله، وذلك من أجل تجنبه تداعيات ظاهرة المرض الهولندي، فالاستثمار بالخارج يساعد في موازنة الضغوط والعواقب الضارة التي تسببها التدفقات الكبيرة من النقد الأجنبي، لاسيما تحسن قيمة عملتها المحلية و من ثم تدهور تنافسية صادراتها غير النفطية. وترتكز إستراتيجية صندوق المعاشات الحكومي الاجمالي النرويجي على مبدأ تحويل الإيرادات النفطية إلى أصول مالية وعقارية ذات عوائد دائمة، حيث يعتبر هذا الصندوق بمثابة شركة متعددة الجنسيات تعمل على الاستثمار في مختلف أنحاء العالم في ثلاث مجالات وهي: الاستثمار في الأسهم، الاستثمار في السندات، والاستثمار في العقارات منذ سنة 2011.

<sup>1</sup> - الموقع الرسمي لبنك إدارة الاستثمارات "NBIM" على الموقع الإلكتروني: <https://www.nbim.no/en/organisation> / تاريخ الاطلاع: 2019/05/20 - 13:30.

و بحسب آخر الإحصائيات المقدمة من البنك المركزي النرويجي، تستحوذ الأسهم على الحصة الكبيرة من استثمارات الصندوق فعلى سبيل المثال كان توزيع استثماراته في نهاية سنة 2017 كما يلي<sup>1</sup>: العقارات 34.3%، السندات 62.5% و الأسهم 3.2%.

يضاف إلى ما سبق أن الإستراتيجية الاستثمارية للصندوق تستهدف تملك حصص (مساهمات) صغيرة في شركات متعددة، وليس العكس أي مساهمات كبيرة في شركات محدودة، و في هذا السياق تتولى الهيئة المشرفة على تنفيذ استثماراتها "NBIM" بمتابعة كل التطورات الحاصلة على مستوى الاقتصاد الكلي و العالمي<sup>2</sup>.

## 1- التوزيع الجغرافي لاستثمارات صندوق المعاشات الحكومي الاجمالي النرويجي

و هذا ما يوضحه الجدول الموالي :

### الجدول رقم (16): التوزيع الجغرافي لاستثمارات الصندوق النرويجي في نهاية 2017<sup>3</sup>

المنطقة	النسبة	عدد الشركات
دول امريكا الشمالية	42,3%	2268
دول اوروبا	36%	1881
دول اسيا و المحيط الهادي	17,9%	4226
باقي الدول	3,8%	610
المجموع	100%	8985

Source :Government Pension Fund, global annual report 2017, p27.

من خلال الجدول السابق نلاحظ ان الصندوق يركز استثماراته في الخارج و ذلك لتفادي آثار تقلبات أسعار النفط حيث يستثمر في 8985 شركة موزعة على 77 دولة حول العالم، الا أن استثماراته تتركز في أمريكا الشمالية بنسبة 42,3% موزعة على 2268 شركة، تليها أوروبا بنسبة 36% موزعة على 1881 شركة و 18% في آسيا والمحيط الهادي وحوالي 4% في باقي دول العالم.

## 2- أهم المبادئ التي تحكم استثمارات صندوق المعاشات الحكومي الاجمالي النرويجي

خلافا للكثير من صناديق الاستثمار العالمية سواء كانت السيادية منها او غيرها من الصناديق، يعتبر صندوق التقاعد الحكومي العالمي النرويجي نموذجا رائعا في الشفافية و الالتزام بالمعايير الأخلاقية الصارمة، ومن هذه المبادئ<sup>4</sup>:

### 2-1- الشفافية

تتجلى ملامح شفافية الصندوق في أمرين رئيسين هما:

✓ إخضاع حسابات الصندوق سنويا للتدقيق والمراجعة الخارجية من طرف مكتب التدقيق العمومي في النرويج ، وذلك وفق المعايير المحاسبية الدولية؛

<sup>1</sup>-Norges Bank Investment Management, GPFG annual Report, 2017, p7.

<sup>2</sup> - عبد الحميد مرغيت، مرجع سابق، ص 13.

<sup>3</sup> - \* باقي الدول : تضم دول أمريكا اللاتينية، إفريقيا و الشرق الأوسط، والمنظمات الدولية.

<sup>4</sup> - عبد الحميد مرغيت، مرجع سابق، ص ص 14-15.

✓ انتظام تدفق المعلومات للجمهور حول كافة أنشطة الصندوق من خلال نشر تقارير دورية كل ثلاثة أشهر حول إدارة أنشطته وحساباته، كما يقوم البنك المركزي النرويجي بإعلام الجمهور تباعاً بكل العمليات والأنشطة الاستثمارية الجديدة للصندوق.

## 2-2- الالتزام بالمعايير الأخلاقية الصارمة

تتمتع النرويج بسمعة طيبة في مجال حماية البيئة والتنمية المستدامة، بالإضافة إلى قلقها الكبير من تنامي ظاهرة "التغير المناخي" قد دفعها إلى جعل عمل صندوقها الاستثماري يلتزم بالمعايير الأخلاقية.

ففي شهر نوفمبر من عام 2003 شرعت الحكومة النرويجية في صياغة الإطار العام للقيم الأخلاقية لاستثمارات الصندوق وذلك بناء على تقرير مقدم من طرف لجنة شكلت لهذا الغرض عرفت باسم "لجنة غرافر" وتاريخ 19 نوفمبر 2004 قامت وزارة المالية النرويجية بتنصيب المجلس الاستشاري للصندوق النفطي حول القيم الأخلاقية، وهو مجلس مكون من خمسة أعضاء معينين من الوزارة، حيث أوكلت له مهمة مراقبة مدى أخلاقية المؤسسات التي تستثمر فيها موجودات الصندوق النفطي، ويقدم المجلس تبعا لذلك توصياته للحكومة بعدم الاستثمار في الشركات التي يثبت عدم احترامها للمعايير الأخلاقية كعدم الحفاظ على البيئة ومن ثم تطلب الحكومة من البنك المركزي باعتباره الوصي على هذا الصندوق باستبعاد هذه الشركات من المحفظة الاستثمارية للصندوق.

وترتكز الإدارة الأخلاقية للصندوق التي أصبحت سارية المفعول منذ الفاتح من ديسمبر 2004، على مبدأ عدم الاستثمار في شركات تتسبب في أضرار بيئية أو في شركات متورطة في تجارة السلاح أو عمالة الأطفال إلى غير ذلك من الشبهات القانونية التي تتنافى و قواعد التنمية المستدامة، و بشكل خاص تشمل معايير الإقصاء الاستثمار في المجالات التالية:<sup>1</sup>

✓ انتهاكات حقوق الإنسان مثل: القتل، التعذيب، الحد من الحرية، الأشكال السيئة لتوظيف واستغلال الأطفال؛

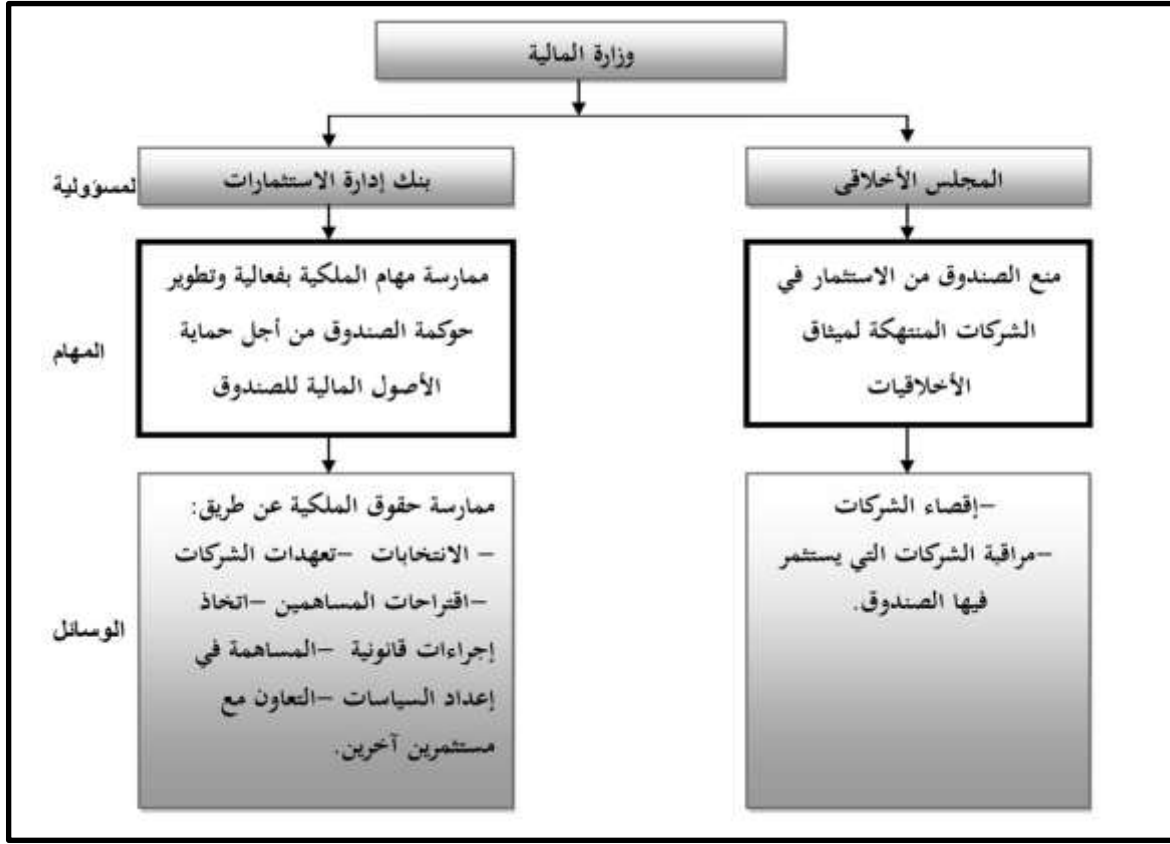
✓ المساس الخطير بالحقوق الفردية في حالات الحروب والأزمات؛

✓ التدهور الخطير للبيئة؛

✓ المؤسسات التي تنشط في صناعة السلاح النووي و التبغ.

<sup>1</sup> - Guidelines for observation and exclusion of companies from the Government Pension Fund Global Adopted 18 December 2014 by the Ministry of Finance pursuant to the Royal Decree of 19 November 2004. Latest amendment 10 mai 2019 : <http://etikkradet.no/en/council-on-ethics> .

## الشكل رقم (08): دور المجلس الأخلاقي في حوكمة صندوق المعاشات الحكومي الاجمالي النرويجي



المصدر: بوفليخ نبيل، مرجع سابق، ص 152.

### المطلب الثاني : آليات عمل صندوق المعاشات الحكومي الاجمالي النرويجي

تكمن اليات عمل صندوق المعاشات الحكومي الاجمالي النرويجي وفقا لما يلي:

#### 1- المبادئ الأساسية التي يقوم عليها عمل صندوق المعاشات الحكومي الاجمالي النرويجي

و التي يمكن تلخيصها في النقاط التالية:<sup>1</sup>

✓ تتولى وزارة المالية المسؤولية العليا لإدارة الصندوق، وتقوم الوزارة سنويا بتحضير بيان مفصل عن عائدات النفط تقدمه عن طريق الحكومة إلى البرلمان كجزء من ميزانية الدولة، وقد أوكلت وزارة المالية مهام الصندوق التشغيلية للبنك المركزي النرويجي؛

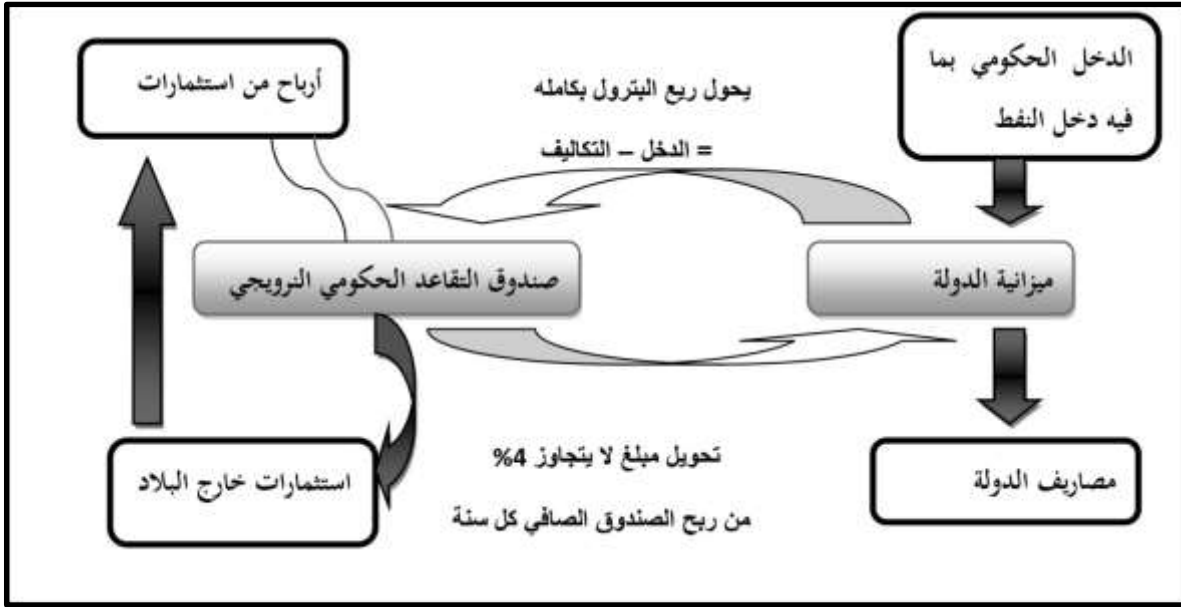
✓ كقاعدة عامة، اتفقت عمليا الأكثرية من السياسيين في البلد، يجب أن لا يتجاوز النقص في الميزانية تحت الظروف الاعتيادية نسبة تزيد على 4% من الربح السنوي من الاستثمارات التي يتولاها الصندوق؛

✓ في أي سنة لا يسمح للحكومة سحب أية أموال من الصندوق تزيد على النقص في ميزانية الدولة غير النفطية أي الميزانية باستثناء كل ما يتعلق بصناعة النفط؛

✓ يشمل دخل الصندوق كل عائدات النفط، وكذلك ربح الاستثمارات التي يقوم بها الصندوق.

<sup>1</sup> - فاروق القاسم، النموذج النرويجي "إدارة المصادر البترولية"، عالم المعرفة، الكويت، 2010، ص 404.

الشكل رقم (09): آلية عمل صندوق المعاشات الحكومي الاجمالي النرويجي

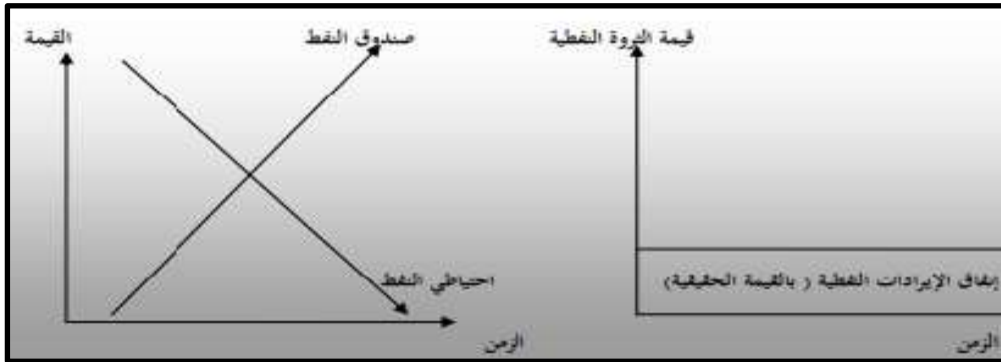


المصدر : فاروق القاسم، مرجع سابق، ص405.

يوضح الشكل السابق كيفية عمل الصندوق مع أدوات السياسة المالية من إيرادات ونفقات وموازنة عامة، حيث أن الصندوق يكون على صلة مع الإيرادات العامة من ناحيتين، الأولى كونه مستلم صاف وبصورة دورية للإيرادات العامة، وبالتحديد إيرادات القطاع النفطي الحكومي والتي تشكل جزءا مهما من الإيرادات العامة، ومن الناحية الثانية كونه مكونا للإيرادات العامة، حيث تتولد هذه الأخيرة نتيجة قيامه بعمليات استثمار غير مباشرة لأصول الصندوق في الأسواق النقدية والمالية العالمية.

كذلك الحال بالنسبة للنفقات العامة، فإن الصندوق على صلة بها من ناحيتين أيضا، ولكن هنا من حيث البعد الزمني القصير الأجل والطويل الأجل، ففي الأجل القصير يعمل الصندوق كعمول للعجز المخطط في الموازنة العامة، أما في الأجل الطويل، فمن خلال الدور الادخاري الذي يقوم به الصندوق، فإنه سوف يعمل على تغطية وتمويل النفقات العامة في المستقبل، أثناء وبعد النضوب التدريجي للاحتياطيات المؤكدة من النفط كما هو موضح في الشكل الموالي:

الشكل رقم (10): آلية عمل صندوق المعاشات الحكومي الاجمالي النرويجي في الأجل الطويل



المصدر: في محمد حسيب الجبوري وآخرون، التجربة النفطية في النرويج و امكانية تطبيقها في العراق، مجلة الإدارة والاقتصاد المجلد الثالث، العدد 10، جامعة كربلاء، العراق، 2015، ص154.

يتضح مما ورد أعلاه، أن الصندوق هو في الواقع جزء لا يتجزأ من الميزانية، وما يحول إليه في النهاية مجموع الفائض من الميزانية العامة، بما في ذلك عوائد النفط.

## 2- أهم التعليمات التي وضعتها وزارة المالية للعمل في الصندوق

- ✓ تتمثل اهم تعليمات الموضوعة من طرف وزارة المالية كالاتي:<sup>1</sup>
  - ✓ الصندوق مخول في استثمار أمواله خارج النرويج فقط ولا يجوز الاستثمار داخل النرويج، وأقصى حد ممكن أن يمتلكه الصندوق في أي شركة لا يتجاوز 10 % من رأسمالها؛
  - ✓ يجب أن يسعى الصندوق إلى تحقيق أعلى ربح ممكن مع أقل مجازفة؛
  - ✓ على الصندوق تحاشي المشاريع التي تسيء إلى حقوق الإنسان، والابتعاد عن الرشوة، أو الإساءة إلى البيئة وذلك للمحافظة على سمعة البلد؛
  - ✓ تحديد مكونات المحفظة الاستثمارية والأماكن الجغرافية لاستثمارات الصندوق؛
  - ✓ إعداد محفظة استثمار مرجعية للصندوق و الزام البنك المركزي بضرورة التقيد بها من أجل التقليل من المخاطر المصاحبة لاستثمارات الصندوق.
- وحسب المادة (04) و ادارة صناديق المعاشات الحكومي الإجمالي من تعليمة وزارة المالية المتعلقة بتنظيم نجد أن وزارة المالية قد حددت مكونات المحفظة الاستثمارية وأماكن الاستثمار كما يلي:

### 1-2- مكونات المحفظة الاستثمارية

تتكون المحفظة الاستثمارية لصندوق المعاشات الحكومي الاجمالي النرويجي من الأسهم بنسبة 50% الى 70%، و من السندات بنسبة تتراوح بين 30% الى 50% و تتوزع هذه المحفظة الاستثمارية حسب المناطق الجغرافية وفق الجدول التالي:

### الجدول رقم (17): التوزيع الجغرافي للمحفظة الاستثمارية لصندوق المعاشات الحكومي الاجمالي النرويجي في الأسواق العالمية لسنة 2017

المحفظة/ المنطقة الجغرافية	اوروپا	امريكا و افريقيا	اسيا و المحيط الهادي
الاسهم	من 40% الى 60%	من 25% الى 45%	من 5% الى 25%
السندات	من 50% الى 70%	من 25% الى 45%	من 5% الى 25%

المصدر: مهديد فاطمة الزهراء، حواس مولود، التجربة النرويجية كأحد التجارب الناجحة في إدارة صناديق الاستثمار و الثروة السيادي الفرص التحديات، والدروس المستفادة للجزائر، مداخلة مقدمة لفعاليات المنتدى الدولي الثاني حول "متطلبات تحقيق الاقلاع الاقتصادي في الدول النفطية في ظل ائخيار أسعار المحروقات"، جامعة آكلي محمد أولحاج البويرة، الجزائر، 29-30 نوفمبر 2017، ص11.

### 2-2- مكونات المحفظة الاستثمارية المرجعية " Benchmark Portfolio "

محفظة الاستثمار المرجعية هي محفظة معيارية أو نموذجية يتم إعدادها مسبقا من طرف وزارة المالية بهدف تحقيق محفظة استثمار مثلى وهي المحفظة التي تحقق أكبر عائد بأقل خطر ممكن، علما أن بنك النرويج ملزم بتكوين محفظة استثمار فعلية للصندوق مطابقة للمحفظة المرجعية المعتمدة من قبل وزارة المالية مع السماح بهامش خطأ أو بانحراف معياري في حدود  $(\pm 1,5\%)$  إذ يجب أن لا يتجاوز الفرق بين مكونات محفظة الاستثمار الفعلية والمحفظة المرجعية المجال المحدد سلفا، و تتكون محفظة الاستثمار المرجعية من: محفظة مرجعية للسندات بنسبة 40% ومحفظة مرجعية للأسهم بنسبة 60%.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - فاروق القاسم، مرجع سابق، ص406.

<sup>2</sup> - بولفيج نبيل، مرجع سابق، ص150.

## المطلب الثالث: تطور صندوق المعاشات الحكومي الاجمالي النرويجي وتقييم ادائه

يمكن سرد اهم تطورات صندوق المعاشات الحكومي الاجمالي النرويجي و تقييم ادائه من خلال ما يلي:

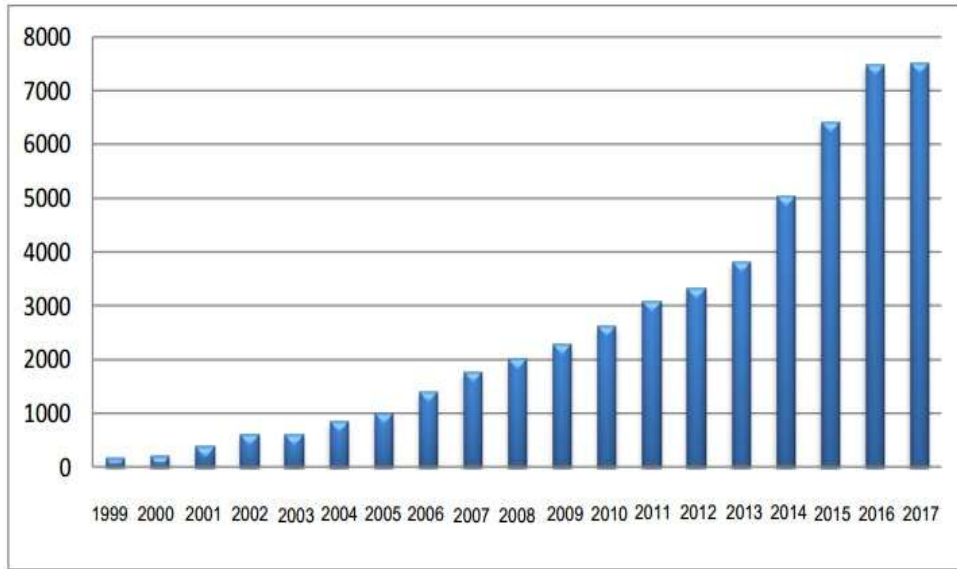
### 1- تطور صندوق المعاشات الحكومي الاجمالي النرويجي

لقد كشف تقرير معهد صناديق الاستثمار و الثروة السيادية "SWFI" سنة 2017 أن صندوق المعاشات الحكومي النرويجي بأصول قيمتها <sup>1</sup> 885 مليار دولار يتصدر الصناديق الاستثمارية السيادية في العالم، و حسب التقرير السنوي لصندوق المعاشات الحكومي النرويجي في اواخر سنة 2018 قد بلغت القيمة السوقية لأصول الصندوق 7510 مليار كرونة نرويجية، و تشكل توظيفات الصندوق في الأسهم ما نسبته 1,3 % من الرسملة البورصية العالمية التي يشملها مؤشر "FTSE Global Equity"<sup>2</sup>، و 3.2 % في أوروبا، ويتواجد الصندوق في 77 بلد، و يعمل على إدارة استثمارات مقومة بحوالي 34 عملة مختلفة<sup>3</sup>.

كما يتصدر هذا الصندوق حسب مؤشر "لينابورغ- مادويك للشفافية" المرتبة الأولى، حيث حصل على كامل النقاط العشر على سلم المؤشر.

### الشكل رقم (11): تطور القيمة السوقية لأصول صندوق المعاشات الحكومي الاجمالي النرويجي خلال الفترة "1999 - 2017"

"الوحدة: مليار كرونة"



المصدر: من إعداد الطالبين اعتمادا على التقارير السنوية لصندوق المعاشات الحكومي الاجمالي النرويجي خلال الفترة المذكورة

يوضح الشكل السابق التطور الكبير الذي عرفته القيمة السوقية لأصول الصندوق الاستثماري النرويجي حيث ارتفع حجم الأصول من 172 مليار كرونة سنة 1998 إلى 7510 مليار كرونة سنة 2017 أي تضاعف بحوالي 44 مرة، وذلك رغم أثر الأزمة المالية والاقتصادية على الأسواق المالية العالمية، ويعود ذلك إلى إستراتيجية التنوع في استثمارات الصندوق التي تهدف إلى التقليل من المخاطر، والتي مكنت الصندوق من تعويض الخسائر في وقت قصير ليعرف ارتفاعا في حجم الأصول

<sup>1</sup> - Sovereign wealth fund Institute, "15/5/2019" : <http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings>.

<sup>2</sup> - مؤشر "FTSE" العالمي يعتبر أحد أنواع المؤشرات المختصة بقياس القيمة السوقية للاسهم المتداولة في معظم الاسواق المالية العالمية، علما أن المؤشر العالمي يقيس القيمة السوقية لـ 95 % من الاسهم المتداولة في أرجاء العالم، تم إعداد هذا المؤشر من طرف المؤسسة البريطانية "Financial Times Stock Exchange".

<sup>3</sup> - Government Pension Fund, global annual report 2017, p 26.



حتى في ظل الأزمة، وهذا دليل على الإستراتيجية الجيدة التي تتميز بدرجة عالية من الكفاءة في إدارة العوائد النفطية من خلال التسيير الفعال والكفء لموارد الصندوق، الذي يهدف إلى تحقيق نمو مستدام في أصوله من أجل حماية حقوق الأجيال القادمة في هذه الثروة الناضبة.

## 2- تقييم أداء صندوق المعاشات الحكومي الاجمالي النرويجي

إن تحديد مدى تحقيق صندوق المعاشات الحكومي الاجمالي النرويجي لأهدافه التي أنشئ من أجلها، يستلزم علينا معرفة وتحليل النتائج المحققة خلال فترات معينة من خلال إبراز تطورات كل من العائد الحقيقي للصندوق وكذا عوائد مكونات المحفظة الاستثمارية له، و الجدول التالي يوضح تطور العائد الحقيقي لمحفظة الاستثمارات الخاصة بالصندوق.

### الجدول رقم (18): تطور العائد على استثمارات صندوق المعاشات الحكومي الاجمالي النرويجي خلال الفترة (2009-2017)

2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	
6,92	2,74	7,58	15,95	13,42	-2,54	9,62	25,62	-23,30	معدل العائد الاجمالي للسندوق %
447	334	544	692	447	-86	264	6,13	-633	العائد الاجمالي (مليار كرونة)
8,72	3,83	7,90	26,28	18,06	-8,84	13,34	34,27	-40,74	معدل العائد على الاسهم %
4,32	0,33	6,88	0,10	6,68	7,03	4,11	12,49	-0,54	معدل العائد على السندات %
0,78	9,99	10,42	11,79	5,77	-4,37	-	-	-	معدل العائد على العقارات %

Source: Government Pension Fund, global annual report 2017, p19

يشير الجدول رقم (18) إلى أن العائد الحقيقي لمحفظة الصندوق، قد سجل تطورات متباينة خلال الفترة الممتدة من سنة 2009 إلى غاية نهاية سنة 2017، و هذا راجع إلى الأحداث المهمة التي شهدتها السوق النفطية العالمية، وكذا الاقتصاد العالمي في هذه الفترة محل الدراسة، بحيث نلاحظ أنه خلال سنة 2009 التي شهدت اندلاع الأزمة المالية العالمية و تكبد صندوق المعاشات الحكومي الاجمالي العالمي خسائر كبيرة حيث تراجعته السوقية بمعدل سالب 23,30 % أو ما يعادل -633 مليار كرونة، و هي اقل نسبة سجلها الصندوق منذ نشأته حتى اواخر سنة 2017، و لكن مع انتعاش الاسواق المالية مجددا سنة 2010 و لاسيما خلال الربع الثاني، بالإضافة إلى نجاح الاستراتيجية الاستثمارية المعتمدة من قبل إدارة الصندوق، والتي تفضل الاستثمار في الاسهم على حساب الاستثمار في السندات، نتيجة انخفاض معدلات الفائدة في الاسواق المالية العالمية، حقق الصندوق معدل عائد على الاستثمار قدر بـ: 25,62 %، أي ربح مقداره 613 مليار كرونة و هو أعلى عائد يحققه الصندوق منذ بداية نشاطه الاستثماري، و في سنة 2012 عادت خسائر الصندوق من جديد بفعل تداعيات أزمة الديون السيادية في أوروبا والتراجع الحاد في اسواق الاسهم الأوروبية، ثم لينتعش نشاط الصندوق مجددا خلال عامي 2013 و 2014 حيث حقق ربحا مقداره 447 و 692 مليار كرونة على التوالي، إلا أنه خلال السنوات الثالث الأخيرة (2015، 2016، 2017) انخفضت معدلات العائد على الاستثمار، إلا أن الصندوق بقي يحقق أرباحا قدرتها بـ: "447، 334، 544" على التوالي، و ذلك رغم انخفاض أسعار النفط في الاسواق العالمية خلال هذه الفترة، أما خلال الفترة (2000-2017) فقد بلغ متوسط العائد السنوي للصندوق 5,7 %.

وتعتبر محفظة الاسهم و السندات والعوائد الناجمة عنهما المحرك الرئيسي للنمو الذي يحققه الصندوق في حين أن مداخيل الاجارات لازالت ضعيفة، و يمكن رصد تطورات عوائد محفظة السندات و الاسهم كالتالي:

## 2-1- محفظة السندات خلال الفترة (2009-2017)

تخلت إدارة الصندوق عن إستراتيجية الاستثمار في السندات بحيث قامت بتخفيض نسبة الاستثمار في السندات إلى 40 % بدلا من 60 %، و هذا نتيجة الانخفاض الكبير الذي شهدته معدلات العائد الحقيقي للمحفظة خصوصا سنة 2009 إذ بلغ معدله -0,54 % وهذا ما يمكن تفسيره بالانهيار الكبير الذي عرفته أسعار و معدلات فائدة السندات خلال سنة 2009 بسبب الازمة المالية العالمية، أما سنة 2010 فقد حقق فيها العائد الحقيقي أعلى مستوى لو فقد انتقل من -0,54 % سنة 2009 إلى 12,49 % مع نهاية سنة 2010، ليعود للانخفاض مرة أخرى ابتداء من سنة 2011، إذ بلغ معدل العائد الحقيقي خلال هذه السنة 4,11 % ليصل سنة 2014 إلى 0.1 %، و هذا نتيجة تداعيات الازمة المالية العالمية لسنة 2011 و آثارها، كما سجلت السنوات الثالث الأخيرة (2015-2016-2017) تذبذبا في معدلات العائد (6,88 % - 0,33 % - 4,32 %) على التوالي و ذلك نتيجة الاستقرار الذي تشهده السوق العالمية للنفط خلال تلك الفترة.

## 2-2- محفظة الأسهم خلال الفترة (2009-2017)

أهم ما ميز هذه الفترة الازمة المالية العالمية التي أثرت سلبا على الاسواق المالية العالمية، وبالتالي تسجيل انخفاض قياسي في عائد الاسهم الذي بلغ سنة 2009 معدل -40,71 %، و هو انخفاض كبير يبين مستوى الخسارة التي لحقت بصندوق المعاشات الحكومي الاجمالي النرويجي نتيجة الازمة المالية العالمية، وفي سنة 2010 حققت فيها محفظة الاسهم أرباحا قياسية حيث قدر العائد بـ 34,27 % وهو مستوى لم يحقق من قبل، مما يبين نجاح إدارة الصندوق في التعويض النسبي للخسائر التي لحقت بالصندوق في سنة 2009 ويؤكد بداية تعافي الاسواق المالية العالمية من الازمة وتراجع حدتها، لتعود للانخفاض مرة أخرى سنة 2011 إلى 13,34 % ثم إلى -8,84 % سنة 2012 بسبب الأزمة المالية العالمية لسنة 2011 وتأثيراتها التي امتدت إلى غاية 2012، ليرتفع سنة 2013 إلى 18,6 % ثم إلى 26,28 % سنة 2014، إلا أنه في السنوات الثالث الأخيرة (2015-2016-2017) انخفض الى (7,90 % - 3,83 % - 8,72 %) على التوالي بسبب أزمة النفط في الاسواق العالمية.

## خلاصة الفصل:

تعد صناديق الاستثمار أداة تستخدمها الدول من أجل إدارة فوائض الأموال التي تحققها في عدة مجالات كالاستثمار أو الادخار بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني والمجتمع ككل، من خلال ضمان دخل مستقر وحماية حقوق الأجيال القادمة، بسبب توقع نزوب مصادر الطاقة التي كانت تحقق صادرات مرتفعة لمعظم الدول، و لا تعتبر هذه الصناديق حكرا لدولة دون الأخرى، و انما العديد من الدول باختلاف اقتصادياتها وتطورها وقوتها، وما يختلف هو طريقة إدارة هذه الصناديق وما تحققة من نتائج.

وقد حققت التجربة النرويجية في مجال الاستثمار في الصناديق الاستثمارية نجاحا كبيرا وتصدرت قائمة الدول من خلال امتثالها للمعايير الدولية في مختلف مؤشرات الاداء، وتم التطرق إلى تطور الصناديق الاستثمارية النرويجية ابتداء من الشفافية في كل معاملاتها، واعتمادها على هيكل تنظيمي وفقا للنماذج العالمية، وصولا إلى الرقابة الدقيقة على كل ما له علاقة بالصندوق، وكل ذلك جعلها تمتلك أكبر صندوق استثماري سيادي في العالم هو صندوق المعاشات الحكومي النرويجي، وأيضا تم الانفقات الى آلية عمله تحت إستراتيجيات مسطرة من الحكومة النرويجية، التي تولت مهمة تحفيز التنمية في قطاعات متعددة ومتكاملة مع الاقتصاد الوطني و العالمي على حد سواء، تماشيا مع أولويات نهج التنمية الاقتصادية للنرويج.

وتم التوصل إلى أن التجربة النرويجية تعتبر من التجارب التي حققت بما يمكن وصفه على أنه طفرة من طفرات العالم الإقتصادي في المجال الاستثماري في الموارد الطبيعية التي تتمثل في النفط في حالتها، حيث لم تكن الحكومة النرويجية مستعدة لمواجهة حيثيات العمل تحت مفهوم جديد يستهلك المفاهيم الاقتصادية المعاصرة ألا وهو الاقتصاد النفطي، لكنها تفادت وبشكل غير متوقع الوقوع في فخ الاعتماد الكلي على البترول في اقتصادها، وكان نتيجة ذلك إقتصاد عالمي لم تشهده الدول التي كان لها شوط كبير مع الاقتصاد النفطي.



# الغائمة العائمة



تعد الصناديق الاستثمارية أداة تستخدمها الدول من أجل إدارة الفوائض التي تحققها في العديد من المجالات بما يخدم مصلحة الاقتصاد والمجتمعات ككل، ولا تعتبر هذه الصناديق حكرا لدولة دون الأخرى وإنما نجدها في العديد من الدول باختلاف اقتصادياتها وتطورها، وما يختلف هو طريقة إدارة هذه الصناديق وما تحققه من نتائج .

وبما ان الدول التي تعتمد على الصناديق الاستثمارية غالبا ما تعاني من ندرة الموارد الطبيعية، لذا نجد ان اغلبها تعتمد على استراتيجيات وآليات عمل تساعد في تعزيز حوكمتها لهذه الصناديق، وتبعاً لذلك ظهرت مؤشرات دولية لقياس اداء هذه الصناديق ومدى فاعليتها في تمويل الاستثمارات في مختلف المجالات الاقتصادية، وفي هذا السياق جاء هذا البحث ليؤكد أهمية وتأثير الصناديق الاستثمارية في تمويل الاقتصاديات النفطية، وايضا إبراز المزايا التي تعود على إقتصاديات الدول المالكة لها بصورة عامة .

وقد حققت التجربة النرويجية نجاحا باهرا وتصدرت قائمة الدول من خلال إمتثالها لمعايير ومبادئ وضعتها الحكومة النرويجية، بدءاً من الشفافية في كل معاملاتها، وإعتمادها على هيكل تنظيمي وفقاً للنماذج العالمية، وصولاً إلى الرقابة الحقيقية على كل ماله علاقة بالصندوق، وكل ذلك جعلها تمتلك أكبر صندوق استثماري في العالم يتولى مهمة تحفيز التنمية في قطاعات متعددة ومتكاملة مع الاقتصاد العالمي تماشياً مع أولويات نهج التنمية الاقتصادية للنرويج.

ويتضح من تقييم صندوق المعاشات الاجمالي الحكومي للنرويج، انه يتمتع بعدة مميزات تشمل حوكمته وإدارته ومستويات الشفافية والافصاح لديه، ويتأكد ذلك من خلال إعتماده مداخل متنوعة من مختلف المجالات الاقتصادية، ولا يعتمد كل الاعتماد على مداخل الصادرات الطاقوية، او من خلال إدارته التي تعتبره حساباً أساسياً من حسابات الخزينة و ذلك لامثاله لاي معيار من معايير الاداء والرقابة والأسس التمويلية، مما يسمح للإستغلال الأمثل لموارده، وكل هذه المزايا تساعد في زيادة فعالية الصندوق ومردوديته على كل الاصعدة و هو الشيء الذي أدى بنا إلى الاهتمام بدراسة هذا الصندوق ومحاولة دراسة حيثياته في النرويج وكيفية نشأته وتطوره وتقييم أدائه، و دراسة ايضا امكانيات السوق النفطية النرويجية بعد وقبل إكتشافها للمورد الطاقوي ومعرفة الفرق بينها وبين المتغيرات الاقتصادية الكلية للدول الأخرى من خلال دراسة موضوع:

### "دور الصناديق الاستثمارية كآلية لتمويل الاقتصاديات النفطية".

وبناءً على الأهداف المتوخات من هذه الدراسة، والإشكالية المطروحة و الفرضيات الموضوعة لها، فقد تم معالجة الموضوع من خلال ثلاثة فصول مزجت بين الجانب النظري والجانب التطبيقي.

فالفصل الأول استهدف التعرف على معظم ان لم نقل كل الجوانب النظرية للصناديق الاستثمارية من حيث النشأة و المفهوم و الانواع و كيفية ادارة هذه الصناديق و مزاياها و المخاطر الناجمة عن استعمالها بطرق غير عقلانية و غير و مدروسة جيداً، بالإضافة الى التطرق الى استراتيجيات و اليات عمل هذه الصناديق و اعطاء لمحة طفيفة عن واقع تواجهها في العالم.

أما الفصل الثاني فتم من خلاله الوقوف على مختلف المفاهيم التي تخص الاقتصاديات النفطية و تحديات ادارة سياستها الاقتصادية و ابراز علاقة هذه الاقتصاديات النفطية بظاهرة المرض الهولندي و انعكاساته على هذه الدول، مع الإشارة الى دور الصناديق الاستثمارية في ادارة فوائض هذه الاقتصاديات النفطية و تقديم بعض التجارب العربية في استخدام هذه الصناديق و تقييم ادائها.

والفصل الثالث فقد جاء ليزر الجانب التطبيقي للدراسة و ذلك من خلال اسقاط الجوانب النظرية على صندوق المعاشات الحكومي النرويجي من ناحية كيفية تمويله للاقتصاد النرويجي من جهة و تقييم ادائه باعتباره صندوق استثماري من جهة اخرى.

وبعد إنهاء مختلف تطلعات هذا البحث الذي حاول في ثانياً منتهاه الإجابة على الإشكالية المطروحة آنفاً، تم التوصل إلى جملة من النتائج يمكن سردها مع التذكير بمدى تحقق الفرضيات المطروحة في هذا البحث، وذلك وفق النقاط الموالية:

✓ باعتبار أن الصناديق الإستثمار تصنف ضمن مصادر التمويل المحلي، فقول ان الدول النفطية تنفرد بها دون غيرها من دول العالم قول خاطئ و هذا ما جاءت به الفرضية الاولى، اذ لا تحتكر الدول النفطية استعمال الصناديق الاستثمارية، فأغلب الدول تستعملها كمصدر تمويل في مختلف الميادين الاقتصادية وشتى المجالات الاستثمارية وليس بالضرورة وجود المصادر والموارد الطاقوية كشرط لاستعمالها.

✓ تقوم الدول النفطية بإنشاء الصناديق الاستثمارية على العديد من الاسباب ومن بين هذه الاسباب سبب رئيسي لإنشائها، وذلك من أجل حماية إقتصادياتها من خطر الصدمات الخارجية التي يمكن حدوثها نتيجة الازمات التي تتبع مجال الموارد الطاقوية (النفط) بصفة عامة مما يمكن القول ان الفرضية الثانية صحيحة.

✓ لا يشترط نجاح اي صندوق إستثماري بمدى استقلاليته عن تقلبات اسعار النفط، فيوجد في تباين اسعار الموارد النفطية الخسارة والربح لجميع الصناديق بمختلف استثماراتها، ولكن نجاحه يرتكز فقط على مدى خضوعه للرقابة على الاداء والتقييم الدوري، وايضا مدى امثاله للمسالة والافصاح، و من هنا يمكننا القول ان الفرضية الثالثة خاطئة.

✓ اما فيما يخص الفرضية الرابعة و التي كان مفادها ان لصندوق المعاشات الحكومي الإجمالي النرويجي دور فعال وإيجابي في الإقتصاد الوطني النرويجي وذلك بتنوع مصادر الدخل وايضا تقليل الاعتماد على المردودية الناتجة من الإيرادات النفطية هي فرضية صحيحة كون ان صندوق المعاشات الحكومي الاجمالي النرويجي مكونا للإيرادات العامة، حيث تتولد هذه الأخيرة نتيجة قيام هذا الصندوق بعمليات استثمار غير مباشرة لأصول الصندوق في الأسواق النقدية والمالية العالمية، مما ينتج عن ذلك زيادة فعالية الصندوق ومردوديته على كل الاصعدة و تحقيق عوائد و ارباح معتبرة و تنوع مصادر الدخل للاقتصاد النرويجي.

✓ تصنف الدول النفطية على غرار الدول الغير نفطية من خلال درجة ارتباطها بالنفط وفقا إلى ثلاثة مستويات:

- دول شديدة الارتباط بالنفط: تتميز بعدم الاستقرار الاقتصادي نتيجة تعرضها الدائم لخطر الصدمات الخارجية الناتجة عن تقلبات أسعار النفط في الأسواق الدولية؛
- دول متوسطة الارتباط بالنفط: تتميز بالاستقرار النسبي مقارنة بدول المستوى الأول؛
- دول ضعيفة الارتباط بالنفط: تتميز باستقرار معدلات النمو نتيجة لتنوع هيكلها الاقتصادي، كما أن خطر تعرضها للصدمات الخارجية أقل مقارنة بدول المستويين الأول والثاني.

- ✓ ان التحدي الأكبر للدول المالكة لصناديق الاستثمار هو كيفية إدارة موارد هذه الصناديق بحكمة ومن دون تبذير، وهو ما يقتضي إنتهاج السياسات الاقتصادية الرشيدة التي لا تؤدي إلى إستنزاف الإذخارات المالية في الأجل الطويل، وبالتالي الحفاظ على مستقبل الاجيال القادمة.
- ✓ تعتبر الصناديق الاستثمارية اداة مهمة للادخار والتمويل الاستثماري وتحقيق الاستقرار الاقتصادي، كما أنها وسيلة ناجعة لتحويل جزء من الثروة الحالية للأجيال القادمة.
- ✓ ان إضفاء مبادئ الحوكمة الاساسية والمتعلقة بالشفافية والافصاح والمساءلة ومحاربة الفساد على صناديق الاستثمار تجنب اصحابها العديد من المخاطر، والعمل في المحافظة على التوازنات الاقتصادية والاجتماعية داخل الدولة.
- ✓ يتميز الاقتصاد النرويجي بتنوع قطاعاته الإقتصادية، وعدم إعماده على النفط بالإضافة إلى تدفقات الإيرادات التي تتجه الى الصندوق، والذي يعد مصدر وقاية للإقتصاد النرويجي في حالة حدوث أزمات إقتصادية.
- ✓ تعد تجربة صندوق المعاشات الحكومي الاجمالي النرويجي من أنجح التجارب الدولية في هذا المجال وهذا بسبب توفر بيئة اقتصادية وسياسية سليمة تتميز بارتفاع مستويات الحوكمة الاقتصادية والسياسية في هذا البلد و وجود إستراتيجية استثمار واضحة المعالم والأهداف التي تتميز بالمرونة والقدرة على التكيف مع الأوضاع الاقتصادية السائدة، كما أن توفر قدر عالي من الشفافية والمساءلة حول نشاطات الصندوق يؤدي إلى سرعة اكتشاف وتصحيح الأخطاء المرتبطة باستثماراته.

وفي الأخير و كغيره من البحوث يحتاج هذا البحث جهودا إضافية للبحث حتى يكتمل، خاصة وأن هذا الموضوع يتميز بالحدثة والافاق البحثية الواسعة في الاسواق الناشئة، كما يبقى أن نشير إلى أن هذا البحث المتواضع ما هو إلا جزء من موضوع واسع جدا يتطلب المزيد من الوقت والأبحاث والدراسات والمتابعة والتطوير، وخاصة المعلومات الجديدة التي لم تتمكن يد الباحثين من الاقتراب والوصول لها لأسباب يعلمها الباحثون واصحاب الاختصاص، وعليه يمكن للمهتمين بهذا الموضوع دراسة جوانب متعددة لم يتم التطرق إليها في هذا البحث من بينها :

- ✓ دراسة قياسية حول التنبؤ بمستقبل الصناديق الاستثمارية بعد نضوب النفط.
- ✓ تحليل الاختلافات في إستراتيجيات الإستثمار والأداء بين صناديق الإستثمار.
- ✓ تحديات وآفاق الصناديق الاستثمارية النفطية في ظل إنخفاض أسعار البترول .

وفي الختام الحمد لله الحمد لله حمدا كثيرا مبارك فيه الذي وفقنا لإنجاز هذا العمل المتواضع، ونسأل الله منه التوفيق و السداد.



# قائمة المصادر و المراجع





### المراجع باللغة العربية

#### أولاً: الكتب

- 1- احمد بن حسن بن احمد الحسيني، صناديق الاستثمار: دراسة وتحليل من منظور إسلامي، مؤسسة شباب الجامعة للنشر، مصر، 1999.
- 2- أميرة حسب الله، محددات الاستثمار الاجنبي المباشر والغير المباشر في البيئة الاقتصادية العربية، الدار الجامعية للنشر، الاسكندرية، 2005.
- 3- اسامة عبد الخالق الانصاري، الدليل العلمي للاستثمار بالبورصة، السحاب للنشر و التوزيع، القاهرة، 2008.
- 4- السيد عبد القادر متولي، الاسواق المالية و النقدية في عالم متغير، دار الفكر للنشر و التوزيع، القاهرة، مصر، 2010.
- 5- اسامة عبد المنعم الخولي، المحاسبة في صناديق الاستثمار، دار التعليم الجامعي للنشر والتوزيع، الاسكندرية، 2010.
- 6- احمد معجب العتيبي، المحافظ المالية الاستثمارية، دار النفائس للنشر، الاردن، 2007.
- 7- حسين عبد الله، الفوائض المالية العربية بين الهجرة والتوطين، المؤسسة العربية للدراسات والنشر، الأردن، 2007.
- 8- حسين محمد حسين سمحان، دراسات في الادارة المالية الاسلامية، دار الفكر للنشر والتوزيع، الاردن، 2011.
- 9- سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، دار الراية للنشر والتوزيع، الاردن، 2009.
- 10- عصران جلال عصران، الاستثمار الغير مباشر في محافظ الاوراق المالية، دار التعليم الجامعي للنشر، الاسكندرية، 2010.
- 11- عماد صالح سلام، البنوك العربية والكفاءة الاستثمارية، اتحاد المصارف العربية للنشر، لبنان، 2004.
- 12- فاروق القاسم، النموذج الترويجي "إدارة المصادر البترولية"، عالم المعرفة، الكويت، 2010.
- 13- قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
- 14- منير ابراهيم الهندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، منشأة المصارف للنشر و التوزيع، الاسكندرية، مصر، 1999.
- 15- مبروك المقصود عبد نزيه، صناديق الاستثمار الاسلامي والوضعي، دار الفكر الجامعي للنشر، الاسكندرية، 2006.
- 16- ماجد احمد عطا الله، إدارة الاستثمار، دار أسامة للنشر والتوزيع، الاردن، 2010.
- 17- محمود صبح، التحليل المالي و الاقتصادي للأسواق المالية، دار الجامعة للنشر، مصر، 2002.
- 18- مؤيد عبد الرحمن الدوري، إدارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية، إثراء للنشر و التوزيع، الاردن، 2010.
- 19- محمد مطر، ادارة الاستثمارات: الاطار النظري والتطبيقات العلمية، دار وائل للنشر، ط3، الاردن، 2004.
- 20- نوري موسى شقيري، صالح الزرقان وآخرون، إدارة الاستثمار، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2012.

2- الرسائل و الأطروحات الجامعية

- 21- إبراهيم بلقطة، سياسات الحد من الآثار الاقتصادية غير المرغوب لتقلبات أسعار النفط على الموازنة العامة في الدول العربية المصدرة للنفط، مع الإشارة إلى حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه، تخصص نقود ومالية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2015.
- 22- سمير محي الدين، الصناديق السيادية ودورها في تنشيط الاوراق المالية، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص: تحليل اقتصادي، جامعة الجزائر، 2010-2011.
- 23- صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الاوراق المالية، رسالة دكتوراه (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التجارية و التسيير، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2011-2012.
- 24- فاطمة الزهرة جبالبية، صاحي حكيمة، دور صناديق الثروة السيادية في تمويل عجز الموازنة العامة دراسة حالة الجزائر، مذكرة ماستر أكاديمي، تخصص نقود ومالية دولية، جامعة محمد الشريف مساعدي، سوق أهراس، الجزائر، 2015-2016.
- 25- نبيل بوفليح، دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية - الواقع والآفاق مع الإشارة إلى الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2011.
- 3- المجالات و الدوريات
- 26- أمينة مخلفي، النفط والطاقات البديلة المتجددة والغير متجددة، مجلة الباحث الاقتصادي، الجزائر، العدد 09، 2011.
- 27- شهرزاد زغيب وحكيمة حليمي، القطاع النفطي بين واقع الارتباط وحتمية الزوال في الاقتصاد الجزائري، مجلة دراسات اقتصادية، الجزائر، العدد 11، أوت 2008.
- 28- محمد جعفر هني، صناديق الثروة السيادية من منظور إسلامي، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة غليزان، الجزائر، العدد 13، 2015.
- 29- محمد حسين الجبوري وآخرون، التجربة النفطية في النرويج وامكانية تطبيقاتها في العراق، مجلة الادارة و الاقتصاد، المجلد 03، العدد 10، جامعة كربلاء، العراق، 2015.
- 30- محمد حسين الجبوري، طالب حسين الكريطي، محمد ناجي محمد الزبيدي، التجربة النفطية في النرويج وامكانية تطبيقها في العراق، مجلة الإدارة والاقتصاد، العراق، المجلد 03، العدد 10، د س ن.
- 31- كمال العقريب، تقييم واقع ودور صناديق الثروة السيادية في تحقيق الاستقرار في الاقتصاد العالمي، مجلة الإقتصاد الجديد، جامعة خميس مليانة، المجلد 01، العدد 10، 2014.
- 32- هدى بوحنيك، دور بنك الجزائر في تسيير عمليات المالية المرتبطة بالخارج، مجلة الباحث الاقتصادي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 20 أوت 1955، سكيكدة، العدد 8، 2010.

33- هشام هنضل عبد الباقي، رؤية لتفعيل دور صناديق الاستثمار لتجنب الأزمات المالية والاقتصادية في دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية، مجلة التعاون الصادرة عن الأمانة العامة لمجلس التعاون لدول الخليج العربي السعودية، العدد99، 2010.

34- هاجر يحيى، " سياسات ترشيد دور صناديق الثروة السيادية - دراسة حالة صندوق ضبط الموارد بالجزائر"، مجلة الاستراتيجية والتنمية، جامعة عبد الحميد بن باديس مستغانم، العدد11، جويلية 2016.

35- يوسف علي عبد الأسدي، ميثم عبد الحميد روضان، تحليل المرض الهولندي على الطاقة الاستيعابية للاقتصاد العراقي، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد10، العدد37، تشرين الثاني 2014.

### 4- المؤتمرات والملتقيات و المداخلات

36- مهديد فاطمة الزهراء، حواس مولود، التجربة النرويجية كأحد التجارب الناجحة في إدارة صناديق الاستثمار و الثروة السيادي الفرص التحديات، والدروس المستفادة للجزائر، مداخلة مقدمة لفعاليات الملتقى الدولي الثاني حول "متطلبات تحقيق الاقلاع الاقتصادي في الدول النفطية في ظل انهيار أسعار المحروقات"، جامعة آكلي محمد أولحاج البويرة، الجزائر، 29-30 نوفمبر 2017.

37- علي بن طيب، مهلول زكرياء، التجربة النرويجية في مجال إدارة العوائد النفطية وإمكانية الاستفادة منها في الجزائر، مداخلة مقدمة لفعاليات الملتقى الدولي الثاني حول "متطلبات تحقيق الاقلاع الاقتصادي في الدول النفطية في ظل إنخفاض أسعار المحروقات"، جامعة آكلي محمد أولحاج، البويرة، الجزائر، 29\_30 نوفمبر 2016.

38- مصطفى بودرامة، التحديات التي تواجه مستقبل النفط في الجزائر، المؤتمر العلمي الدولي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2011.

39- غسان الطالب، صناديق الاستثمار في الاردن بين النظرية والتطبيق، مداخلة مقدمة ضمن المؤتمر الدولي للمالية والمصرفية الاسلامية، كلية العلوم الاسلامية، الاردن، بتاريخ 6-7 اوت 2014.

40- غدير احمد خليل، تطوير وابتكار صناديق الاستثمار متوافقة مع الشريعة الاسلامية، مداخلة ضمن الملتقى الدولي للمالية والمصرفية الاسلامية، كلية الشريعة، الاردن، بتاريخ 6-7 اوت 2014.

41- شافية كتاف، آلية بناء صناديق المؤشرات المتداولة الاسلامية وأهميتها بالنسبة للأسواق المالية، مداخلة ضمن الملتقى الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية، جامعة فرحات عباس، الجزائر، بتاريخ: 5-6 ماي 2014.

### 5- القوانين و التشريعات

42- المادة 10 من قانون المالية التكميلي لسنة 2000، قانون رقم 02-2000 المؤرخ في 24 ربيع الأول 1421، الموافق لـ: 27 جوان 2000 والمتعلق بقانون المالية التكميلي لسنة 2000.

### ثانيا: المواقع الالكترونية

- 43- معطيات قاعدة بيانات صندوق النقد الدولي: "[www.imfarg/eternel/data.htm](http://www.imfarg/eternel/data.htm)"
- 44- عبد الحميد مرغيت، تجربة النرويج في إدارة الثروة النفطية والدروس المستفادة للبلدان الإسلامية المصدرة للنفط، مقال متوفر على الموقع: "<http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads>"
- 45- فاروق القاسم، النرويج كسبت نعمة النفط وتجنبت نقمته، مقال منشور على شبكة الاقتصاديين العراقيين على الموقع الالكتروني: "<http://iraquieconomists.net/ar/2012/12/04>"
- 46- الموقع الرسمي لشركة Statoil: "<https://www.statoil.com>"
- 47- الموقع الرسمي لبنك إدارة الاستثمارات "NBIM" على الموقع الإلكتروني: "<https://www.nbim.no/en/organisation>"
- 48- Sovereign wealth fund Institute: "<http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings>"
- 49- Guidelines for observation and exclusion of companies from the Government Pension Fund Global Adopted 18 December 2014, by the Ministry of Finance pursuant to the Royal Decree of 19 November 2004: "<http://etikkradet.no/en/council-on-ethics>"

### ثالثا: المراجع باللغة الأجنبية

- 50- Government Pension Fund, global annual report 2017.
- 51- Norges Bank Investment Management, GPF Global annual Report, 2009.
- 52- Victoria Barbary, Edward chin, Testing Time, Ibid,2015.
- 53- Victoria Barbary, Edward chin, Testing Time, Idem,2015.
- 54- Abu Dhabi Investment Authority, ADIA Review, Ibid, 2015.
- 55- Ministre des Finance,rapport de prèsentation de loi finances pour 2015.