

سياسات ترشيد دور صناديق الثروة السيادية، دراسة حالة صندوق ضبط الموارد بالجزائر

هاجر يحي

طالبة دكتوراه، تخصص مالية بنوك وتأمينات،

جامعة سطيف 01، الجزائر

البريد الإلكتروني: yahia.hadjer@yahoo.com

ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على صناديق الثروة السيادية وأهميتها، والوقوف على أداء صندوق ضبط الموارد في الجزائر، ومحاولة وضع خطة تضمن ترشيد دوره والاستغلال الأمثل للفوائض المالية في الجزائر.

وقد تبين أنّ الصندوق قد عانى منذ إنشائه سنة 2000، من اختلالات فيما يخص الهيكل والأهداف؛ حيث اقتصر دوره على تغطية العجز في الميزانية وتخفيض حجم المديونية، كما أنّ الاعتماد على الجباية البترولية كمصدر رئيس لتمويل هذا الصندوق، جعله في موقف حساس في ظل الأزمة الحالية، بعد انهيار أسعار النفط المفاجئة وغير المتوقعة إلى مستويات جدّ متدنية. إنّ العمل على إصلاح الصندوق وتنويع محفظته الاستثمارية بهدف توزيع الخطر؛ من خلال الاستثمار في صناديق التحوط، الأسواق الناشئة والتنمية المحلية، هذه السياسات بالإضافة إلى العمل الجدي على تنويع مصادر تمويل الصندوق ستعمل على ترشيد دوره وتنتقل به إلى صندوق سيادي في الجزائر، يمكن اعتماده كمصدر متجدد للإيرادات يخدم الاقتصاد ويضمن مستقبل الأجيال القادمة.

كلمات مفتاحية: صناديق الثروة السيادية، صناديق التحوط، الأسواق الناشئة، التنمية المحلية، صندوق ضبط الموارد.

Abstract:

This study aims to identify the sovereign wealth funds and its importance, stand on the performance of the Fund for the Regulation of

Receipts (FRR), and try to develop a plan to ensure the rationalization of its role and the optimal utilization of financial surpluses in Algeria.

It was found that since its beginning in 2000, the fund has suffered from imbalances in its structure and objectives, and its role limited to cover the deficit of the budget and reduce the size of the debt, as result of depending on petroleum levy it faced sensitive position when the oil prices drop.

So to rationalize its role and take it as sovereign fund, must be investing in hedge funds, emerging market and local development, also diversify its funding sources.

Key words: Sovereign wealth funds, Hedge funds, Emerging markets, Local development, the Fund for the Regulation of Receipts (FRR) - Algeria-.

مقدمة:

نتيجةً لارتفاعات القياسية سجلتها أسعار النفط في السنوات الماضية؛ حيث وصلت إلى أكثر من 100 دولار أمريكي للبرميل الواحد مع بداية سنة (2008)، مما أدى إلى تحقيق مداخيل أجنبية كبيرة في الدول المصدرة للنفط، ساهمت إلى حد ما في تحسين أداء بعض مؤشراتها الاقتصادية، فقد قامت العديد من الدول بإنشاء هيئات تُعرف بـ "صناديق الثروة السيادية" تهدف أساساً إلى إدارة هذه الفوائض. وعلى غرار باقي الدول، قامت الجزائر بإنشاء صندوق ضبط الموارد عام (2000)؛ حيث سجلت فوائض مالية مُعتبرة نتيجة ارتفاع أسعار النفط إلى مستويات قياسية، مقارنةً بالأسعار السائدة في تلك الفترة، بهدف ترشيد استغلال مداخيل الثروة النفطية وتوجيهها لخدمة الاقتصاد الوطني.

إشكالية البحث

نظراً لبوادر الاختيارات المؤكدة للعديد من الاقتصادات، وبهدف التخفيف من حدة مخاطر الأزمات المفاجئة، كالأزمة النفطية الحالية (2015) التي يشهدها العالم، والجزائر خاصة؛ بعد الانخفاض الكبير والمفاجئ لأسعار النفط، والذي بلغ معدلات متدنية جداً، كُلها أسباب منطقية تفرض على صنّاع

السياسات الاقتصادية التفكير في إعادة توجيه فوائضها المالية بعيداً عن الاستثمارات الخطرة وذات العوائد غير الأكيدة. وعليه، لا بُدّ من البحث في سُبُل الاستغلال الأمثل للفوائض المالية للدول من خلال صناديق الثروة السيادية؛ بحيث تضمن مستقبل الأجيال القادمة، وكذا توجيه هذه الأموال إلى استثمارات ذات عوائد أقلّ مخاطرة وأعلى مردودية، فالتجربة الجزائرية في هذا المجال مثلاً تُعتبر غير كاملة وتُعاني العديد من النقائص؛ مما يُعرض صندوق ضبط الموارد وعوائده غير المستقرة للخطر.

ومنه يُمكن صياغة إشكالية بحثنا من خلال السؤال الرئيس التالي:

ما هي سياسات ترشيد دور صناديق الثروة السيادية؟

ويتفرع عن هذا السؤال الأسئلة التالية:

- ما هي صناديق الثروة السيادية وما أهميتها؟
- هل يُعتبر التحوّل نحو الداخل، والاستثمار في مشاريع التنمية المحليّة الحلّ الأضمن لعدم انهيار صناديق الثروة السيادية؛ في حال وقوع أزمات مفاجئة؟
- كيف يمكن الانتقال من صندوق ضبط الموارد إلى صندوق سيادي في الجزائر؟

أهمية الدراسة : تكمن أهمية الدراسة في:

- ضرورة معالجة إشكالية توجيه صناديق الثروة السيادية إلى سُبُل الإدارة الكفؤة للفوائض المالية الضخمة للدول؛
- طبيعة عيّنة موضوع الدراسة؛ المتمثلة في صندوق ضبط الموارد والذي يُعتبر بمثابة صندوق سيادي في الجزائر.

أهداف الدراسة : تهدف دراستنا هذه إلى:

- التعرف على صناديق الثروة السيادية وسياسات ترشيد دورها لخدمة الاقتصاد؛
- الوقوف على أداء صندوق ضبط الموارد في الجزائر، ومحاولة وضع خطة تضمن الاستغلال الأمثل للفوائض النفطية للجزائر، من خلال ترشيد عمل صندوق ضبط الموارد.

خطة الدراسة: تم تقسيم الدراسة إلى ثلاثة محاور أساسية هي:

- الإطار المفاهيمي لصناديق الثروة السيادية؛
- سياسات ترشيد دور صناديق الثروة السيادية؛
- دراسة حالة صندوق ضبط الموارد بالجزائر.

أولاً: الإطار المفاهيمي لصناديق الثروة السيادية

لقد جاء نموّ الكيان المؤسسي لصناديق الثروة السيادية، كاستجابة قوية للتراكبات الحالية في الموجودات الأجنبية للقطاع الحكومي على المستوى العالمي. ويلاحظ أنّ نشوء تلك الصناديق الذي شاع استخدامها اصطلاحاً بصناديق الثروة السيادية منذ العام 2005 ليس بالأمر الجديد، ولا سيما في البلدان الغنية بالموارد الطبيعية والتفطية منها بشكل خاص. وعلى الرغم من ذلك، فإن تلك الصناديق باتت تُمثل نمطاً سائداً في استثمار الموارد الحكومية وموجوداتها المالية في الاقتصاديات ذات الأسواق الناشئة، وكذلك لدى البلدان التي غدا تطورها مُعتمداً على الصادرات من المواد الأولية غير النفطية وتتمتع في الوقت نفسه بفائض كبير في موازين مدفوعاتها.

1. مفهوم صناديق الثروة السيادية وأهميتها وأهدافها

سننطلق من خلال هذا العنصر إلى تعريف صناديق الثروة السيادية، الأسباب التي أدت إلى إنشائها، وكذا مدى تأثيرها على الاقتصاد.

أ. تعريف صناديق الثروة السيادية

هناك العديد من التعريفات لصناديق الثروة السيادية، نذكر بعضها فيما يلي:

- **تعريف صندوق النقد الدولي:** يعرف صندوق النقد الدولي صناديق الثروة السيادية على أنّها صناديق أو ترتيبات استثمار عامة ذات أغراض محدّدة، مملوكة للحكومة، وتحت سيطرتها، مهمتها الاحتفاظ بالأصول وإدارتها لأهداف اقتصادية كلية متوسطة وطويلة المدى، ويتم إنشاء تلك الصناديق من عمليات الصرف الأجنبي أو عوائد عمليات التخصيص، أو فوائض المالية

العامة و/أو عائدات صادرات السلع، وتطبق تلك الصناديق استراتيجيات استثمار تشمل على استثمارات في أصول مالية أجنبية¹.

- **تعريف منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD:** تُعرف منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية صناديق الثروة السيادية على أنّها: "وسائط استثمار مملوكة للحكومة، يتم تمويلها من موجودات الصّرف الأجنبي"².

- كما يُعرف المعهد الماكينزي الدولي صناديق الثروة السيادية على أنّها: "تلك الصناديق الممولة من احتياطات البنوك المركزية، وتهدف إلى تعظيم العوائد المالية؛ بمحددات مخاطر معينة"³. من خلال التعريفات السابقة نخلص إلى ما يلي:

- نشأت صناديق الثروة السيادية من فوائض العملات الوطنية؛
- صناديق الثروة السيادية هي صناديق استثمارية تملكها الحكومات؛
- تخضع صناديق الثروة السيادية للمراقبة والتوجيه من قبل الحكومة؛
- تقوم صناديق الثروة السيادية بتسيير الأصول المالية طويلة الأجل؛
- سياستها الاستثمارية ترمي إلى تحقيق أهداف معينة على صعيد الاقتصاد الكلي.

ب. أهمية صناديق الثروة السيادية

يُمكن الإشارة إلى أهمية صناديق الثروة السيادية من خلال النقاط التالية:⁴

¹ International Monetary Fund, *Sovereign Wealth Funds: A Work Agenda*, working paper, Washington, 2008, p.4

² OECD, *Rapport du comité de l'investissement*, 2008, p.3

³ ماجد المنيف وآخرون، الطفرة النفطية الثالثة وانعكاسات الأزمة المالية العالمية: حالة أقطار مجلس التعاون لدول الخليج العربية، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، لبنان، 2009، ص: 256.

⁴ انظر: عبد المجيد قدي، الصناديق السيادية والأزمة العالمية الرأهنة، مؤتمر حول: الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة الجنان، طرابلس، لبنان، 13-14 آذار 2009، ص: 4.

Caroline Bertin DELACOUR, *Les fonds souverains : Ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale*, Editions: Les Echos et Eyrolles, 2009, p: 34-38.

- تُدير صناديق الثروة السيادية استثماراتٍ عبر الحدود منذ سنواتٍ طويلة، باعتبارها مؤسسات استثمارية مُستقرة؛
- ساعدت استثماراتُها على تشجيع التنمية الاقتصادية في البلدان المصدرة والمُتلقية لرأس المال؛
- تعمل صناديق الثروة السيادية في بلدان موطنها كمؤسساتٍ تُعَلِّق عليها أهميةٌ محوريةٌ في المساعدة على تحسين إدارة الأموال العامة وتحقيق الاستقرار الاقتصادي الكلي، وفي دعم النمو عالي الجودة؛
- تعود صناديق الثروة السيادية بنفعٍ كبيرٍ أيضاً على الأسواق العالمية، فالقدرة التي تتمتع بها على تجاوز تقلبات الدورات الاقتصادية في معظم الظروف تُحقق للأسواق المالية العالمية قدراً كبيراً من التنوع.

ج. أهداف صناديق الثروة السيادية

إنّ لجميع صناديق الثروة السيادية هدفاً مشتركاً يتمثل في نقل الثروة إلى المستقبل. كما تهدف صناديق الثروة السيادية إلى:⁵

- استقرار مستوى الدخل (الإيرادات)؛
 - جمع مدّخرات للأجيال القادمة؛
 - تمويل المعاشات التقاعدية؛
 - تحسين الأداء؛
 - تنويع الاقتصاد.
- غالبًا ما تتداخل هذه الأهداف وتتكامل، تجتمع أو تختلف مع الوقت؛ ومن ثمّ أنشئت في البداية صناديق لغرض تحقيق الاستقرار قد تتطوّر إلى صناديق ادّخار أو صناديق معاشات.

⁵ Caroline Bertin DELACOUR, op.cit.

2. أنواع صناديق الثروة السيادية ومواردها وأحجامها

أ. أنواع صناديق الثروة السيادية: يمكن تصنيف صناديق الثروة السيادية وفقًا لمجموعة من المعايير، وإلى عدة أنواع نذكرها فيما يلي:

■ أنواع صناديق الثروة السيادية حسب مصدر دخلها: يتم تصنيف صناديق الثروة السيادية وفقًا لمصادر دخلها إلى أربعة أنواع كالاتي:⁶

➤ الصناديق الممولة عن طريق عوائد المواد الأولية (صناديق سيادية نفطية)

هي صناديق تُكوّنها الدول المصدرة للمواد الأولية وخصوصًا النفطية، أي أنّ مواردها تأتي أساسًا من صادراتها النفطية. ومن بين هذه الصناديق صندوق هيئة الاستثمار الكويتية، والصندوق النرويجي.

➤ الصناديق الممولة بفوائض المدفوعات الجارية

تتمثل مواردها أساسًا في فائض الميزان التجاري واحتياطات الصّرف، مع العلم أنّ هذا النوع من الصّناديق موجود في الدّول غير النفطية، على غرار سنغافورة والصين.⁷

➤ الصناديق الممولة بعوائد الخوصصة

دخلت كثير من الدّول برامج واسعة لخصوصة القطاع العمومي؛ مما أدّى إلى حصولها على عوائد مالية ضخمة. ففي فرنسا بلغت عوائد برنامج الخوصصة 24 مليار دولار. وفي الجزائر بلغت عوائد الخوصصة خلال أربع سنوات إلى غاية 2008 حجم 16 مليار دولار، وتباین استعمالات الدّول لهذه العوائد. يتم تحويل كل أو جزء من عوائد الخوصصة إلى صناديق ثروة سيادية.

⁶ عبد المجيد قدي، مرجع سابق، ص: 1-2.

⁷ نبيل بوفليح، دور صناديق الثروة السيادية في معالجة الأزمة المالية والاقتصادية العالمية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العددان: 48-49، خريف 2009-شتاء 2010، ص: 99.

➤ الصناديق الممولة بفائض الميزانية

تلجأ بعض الحكومات مباشرة عندما تحقق فائضاً في الميزانية العامة للدولة إلى تحويل هذا الفائض لاستثماره في الأصول المالية قصد تحقيق عوائد من جهة، ولتوجيه المعطيات الاقتصادية من جهة ثانية. وعندما يلاحظ توالي تحقيق هذه الفوائض وارتفاع مستوياتها، يتم اللجوء إلى تكوين صناديق ثروة سيادية قصد استثمارها وتنميتها بشكل أفضل، مثل الصندوق الترويجي.

■ أنواع صناديق الثروة السيادية حسب الغرض من نشأتها: يصنف صندوق النقد الدولي صناديق الثروة السيادية إلى خمسة أنواع:⁸

➤ صناديق الاستقرار: يتمثل هدف هذا الصندوق في حماية الموازنة العامة للدولة والاقتصاد ككل، وتحقيق استقرار سعر صرف عملاتها مقابل تقلبات ميزان المدفوعات الناشئة عن تقلبات أسعار السلع وخاصة النفط؛

➤ صناديق احتياطي الأجيال القادمة (صناديق الادّخار): وتهدف إلى تحويل الأصول غير المتجددة إلى حافظة أصول أكثر تنوعاً؛

➤ شركات استثمار الاحتياطات: وهي التي لا تزال أصولها تُدرج في الغالب ضمن فئة الأصول الاحتياطية المحتفظ بها لدى البنك المركزي، وتتميز برغبتها المتزايدة في تحمّل المزيد من المخاطر في سبيل تحقيق عوائد أعلى، ومن ثم الحدّ من تكاليف الفرصة البديلة لحيازة الاحتياطات الدولية، وهذا تحسباً لنضوب الموارد الطبيعية والحاجة إلى بناء أصول أخرى تُدرّ دخلاً للأجيال القادمة؛ ما يُصطلح عليه بـ (العدالة بين الأجيال).

➤ صناديق التنمية: وهي التي تُساعد في العادة على تمويل المشاريع ذات الشقين الاجتماعي والاقتصادي، والتي يمكن أن تُعزّز نمو الناتج المحتمل في الاقتصاد المعني.

⁸ Driss AGARDI et Alain ALCOUFFE, **Fonds souverains et gouvernement d'entreprise, un état des lieux**, LIREE CNRS /UTI, 2008, p.2.

- صناديق احتياطات طوارئ التقاعد: وتغطي هذه الصناديق التزامات التقاعد الطارئة غير المحددة في الموازنة العامة للدولة (من مصادر أخرى بخلاف اشتراكات الأفراد في معاشات التقاعد).
- أنواع صناديق الثروة السيادية وفقاً لمجال عمل الصندوق: تُصنّف صناديق الثروة السيادية وفقاً لمجال عملها إلى:⁹
 - صناديق سيادية محلية: يتركز نشاطها الاستثماري والادخاري داخل البلد؛
 - صناديق سيادية دولية: يتركز نشاطها الاستثماري والادخاري خارج البلد؛
 - صناديق سيادية مختلطة: يتركز نشاطها الاستثماري والادخاري داخل وخارج البلد في الوقت نفسه.
- أنواع صناديق الثروة السيادية وفقاً لدرجة الاستقلالية: تُصنّف صناديق الثروة السيادية وفقاً لدرجة استقلاليتها إلى:
 - صناديق سيادية غير مستقلة: هي صناديق مُدارة بصفة مباشرة من قبل الحكومة، ولا تتمتع باستقلالية القرار؛
 - صناديق سيادية مستقلة نسبياً: هي صناديق مُدارة بصفة غير مباشرة من قبل الحكومة؛ حيث يتم إشراك جهات أخرى على غرار البنك المركزي والهيئات المستقلة في إدارتها.

ب. التوجهات الجغرافية لصناديق الثروة السيادية ومواردها وأحجامها

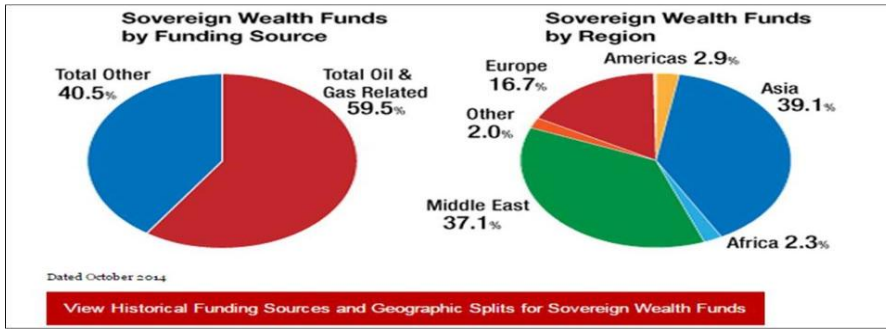
■ التوجهات الجغرافية لصناديق الثروة السيادية ومواردها

نلاحظ من خلال الشكل جهة اليسار أنّ صناديق الثروة السيادية تنقسم حسب مواردها إلى قسمين اثنين؛ حيث أنّ 59,9% من الصناديق ممولة من الفوائض النفطية، بينما 40,9% منها يتم تمويلها من موارد أخرى. كما نلاحظ من الشكل جهة اليمين أنّ 39% من صناديق الثروة السيادية

⁹ نبيل بوفليح، مرجع سابق، ص: 100.

تتمركز في آسيا والتي توجّه استثماراتها عمومًا نحو أسواقها المالية المحلية، أما صناديق الثروة السيادية لدول الشرق الأوسط والتي تمثل نسبة 37,1% من إجمالي صناديق الثروة السيادية العالمية فإنها تُفضّل الاستثمار في الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة، والسبب في ذلك انخفاض فرص الاستثمار في الداخل. 16,7% من الصناديق يتواجد في أوروبا؛ بينما تنقسم النسبة المتبقية بين أمريكا بـ 2,9% وإفريقيا بـ 2,3% والـ 2% المتبقية تتوزع في المناطق المختلفة من العالم.

شكل رقم (1): توزيع صناديق الثروة السيادية حسب موقعها الجغرافي ومواردها



Source: Sovereign Wealth Fund Institute / Data from April 2015 / The Fund Rankings page will be updated on a higher frequency.

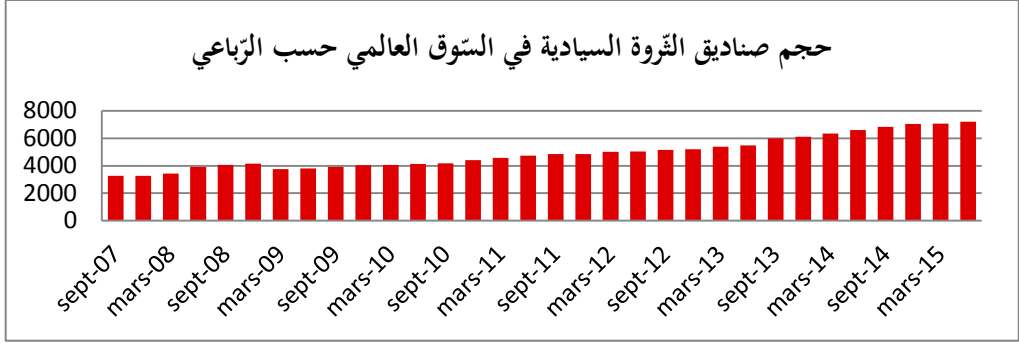
والشكل الموالي يوضح التوجهات الجغرافية لصناديق الثروة السيادية.

شكل رقم (2): التوجهات الجغرافية لصناديق الثروة السيادية



Source: Sovereign Wealth Fund Institute / Data from April 2015 / The Fund Rankings page will be updated on a higher frequency.

شكل رقم (3): أحجام صناديق الثروة السيادية



Source: Sovereign Wealth Fund Institute / Data from April 2015 / The Fund Rankings page will be updated on a higher frequency.

نلاحظ من خلال الشكل تزايد حجم صناديق الثروة السيادية في السوق العالمي من 3,265% في سبتمبر 2007 إلى 4,149% في ديسمبر 2008 ثم بدأ في التراجع كنتيجة لتداعيات أزمة الرهن العقاري ليصل إلى 3,758% في مارس 2009، ثم عاود الارتفاع تدريجياً ليلعب حدّه الأقصى في جوان 2015 بـ 7,207%.

ثانياً: سياسات ترشيد دور صناديق الثروة السيادية

1. الاستثمار في صناديق التحوط

صناديق التحوط هي عبارة عن وعاء استثماري يضم حوالي 500 مستثمر كحدّ أقصى، وهي تُشبه إلى حدّ كبير صناديق الاستثمار؛ حيث كلاهما يُسهّل تجميع أموال المستثمرين لغرض استثمارها في الأدوات المالية وتحقيق أرباح عالية؛ بغضّ النظر عمّا يحدث في الأسواق المالية من تقلّبات. ويمثل الاستثمار في صناديق التحوط عرضاً فريداً؛ حيث يُوفّر عائداً شبيهةً بالتداول في الأوراق المالية مع تقلّب شبيه بالسندات، كما يتوافر في الوقت نفسه على ارتباطٍ تبادليّ منخفض مع فئات الأصول التقليدية. وتوفّر المجموعة المتنوعة جداً من استراتيجيات الاستثمار في صناديق الأسهم التحوطية، مجموعة واسعة من الفرص للمدراء الماهرين والمستثمرين من ذوي الخبرة الواسعة.

أ. تعريف صناديق التحوط

إنّ مصطلح "صناديق التحوط" يُستخدم عادةً لوصف مجموعة متنوعة من الأدوات الاستثمارية التي لها بعض الخصائص المشتركة. وعلى الرغم من أنه لا يوجد تعريف قانوني لهذه الصناديق، فإنّ هذا المصطلح يشمل كلّ أداة استثمارية مجمّعة يتم تنظيمها بشكل خاص، وتُدار من قبل مدراء مال محترفين، وهي ليست مُتاحة على نطاقٍ واسعٍ للجمهور.¹⁰

يُشير مصطلح "صندوق التحوط" عمومًا إلى أداة استثمارية خاصة، تقوم بتجميع مساهمات المستثمرين فيها بهدف استثمارها في مجموعة متنوعة من الأصول؛ مثل الأوراق المالية والعقود الآجلة والخيارات والسندات والعملات.¹¹

تشارك صناديق التحوط في مجموعة متنوعة من النشاطات الاستثمارية، وهي تناسب المستثمرين الكبار وغير الخاضعين للوائح التي تُطبّق على صناديق الاستثمار المشتركة الموجهة للجمهور العام، ويتم تعويض مدراء الصناديق على أساس الأداء وليس بنسبة مئوية من الأصول.¹²

ب. ميزات صناديق التحوط

صرّحت لجنة الأوراق المالية والبورصات (SEC) في الولايات المتحدة الأمريكية، أنّ مصطلح "صناديق التحوط" ليس له تعريف قانوني أو مقبول ودقيق عالميًا؛ لكن يتفق معظم المشاركون في السوق على أنّ صناديق التحوط لها مجموعة من الخصائص، تتمثل فيما يلي:¹³

- مرونة كاملة تقريبًا فيما يتعلق بالاستثمارات، بما في ذلك المراكز الطويلة وقصيرة الأجل؛

¹⁰ THE PRESIDENT'S WORKING GROUP ON FINANCIAL MARKETS, **Hedge funds, leverage, and the lessons of long-term capital management**, 1, (1999).

¹¹ The Secretary Of The Treasury, The Board Of Governors Of The Federal Reserve System, The Securities And Exchange Commission, **A Report To Congress In Accordance With § 356(C) Of The USA Patriot Act Of 2001**, (2002).

¹² George Soros, Open Society: **Reforming Global Capitalism**, N32. (2000).

¹³ David STOWELL, **An Introduction to Investment Banks, Hedge Funds and Private Equity: The New Paradigm**, Academic Press is an imprint of Elsevier, UK, 2010, p: 199.

- القدرة على اقتراض المال (ومواصلة زيادة النفوذ من خلال المشتقات المالية) في محاولة لتعزيز العوائد؛
- حد أدنى من التنظيم؛
- قلة السيولة بسبب أن إمكانية المستثمر في استعادة استثماره مقيّدة (محدّدة)؛
- تشمل المستثمرين الأفراد والمؤسسات الثرية؛
- الأتعاب التي يُكافأ بها المدراء تكون على أساس الأداء.

ج. أهداف صناديق التحوّط

إن صناديق التحوّط تسعى بشكلٍ عام لتحقيق العائدات الإيجابية تحت أي ظرف من ظروف السوق، كما أنها تحتفظ برأس المال المستثمر. ومن ثم؛ فإن الاستثمار في صناديق التحوّط قد يؤدي في أغلب الأحوال إلى تكوين عائداتٍ ضخمة طويلة الأجل، وتقليل حجم المخاطر عن الاستثمارات التقليدية للأسهم والسندات؛ حيث تمثل صناديق التحوّط إحدى فئات الاستثمار البديلة التي تسعى بصفةٍ عامة لجني الأرباح من العناصر غير المتسمة بالكفاءة بالنسبة للسوق؛ حيث أنها غالباً ما تعمل على أساس عالمي ولا تقتصر على استثمارات الأسهم فحسب، ممّا يضع نطاقاً عريضاً من الأسواق والسندات المالية تحت تصرّفها.

د. حوافز الاستثمار في صناديق التحوّط

تُعتبر صناديق التحوّط بمثابة استثماراتٍ غير تقليدية. ومن ثمّ، فهي تتميّز ببعض الخصائص التي نُدرجها فيما يلي:¹⁴

- إمكانية التنوع الشّديد؛
- انخفاض مخاطر السوق؛

¹⁴ أحمد جمعة، صناديق التحوّط، نادي خبراء المال، بتاريخ: 2009/02/12. في الموقع الإلكتروني:

<http://www.my.mec.biz/t27889.html#.VYvO-hvtmko> تاريخ الاطلاع على الموقع: 2015/9/13.

- العوائد الثابتة؛

- العوائد السنوية الإيجابية.

كما أنّ هناك مجموعة من الأسباب التي تدعو إلى تضمين صناديق التحوط محفظة الاستثمارات التقليدية؛ يتمثل أهمها في قدرتها على الحد من المخاطر من خلال التنوع. سيتم التطرق فيما يلي إلى هذه الأسباب بالتفصيل:¹⁵

■ الحد من المخاطر

توفّر صناديق التحوط عائدات ثابتة ترفع من مستوى استقرار محفظة الاستثمارات التقليدية عندما يكون أداؤها ضعيفاً، أو على أكثر تقدير لا يمكن التنبؤ بها.

■ تعزيز العائد

إنّ السبب الرئيس الثاني لإضافة صناديق التحوط للمحفظة، هو قدرة بعض هذه الصناديق على تعزيز العائدات الإجمالية لهذه الأخيرة؛ بطريقتين مختلفتين:¹⁶

- **الطريقة الأولى:** هي المحافظة على المحفظة منخفضة المخاطر مع محاولة الضغط على بعض العائدات الإضافية؛ من خلال استخدام صندوق تحوط منخفض التذبذب، بإضافة استراتيجية صندوق تحوط تقوم على استبدال العائد الثابت الضعيف خلال ذلك، العائدات على المحفظة يمكن أن تشهد زيادة طفيفة دون أي زيادة في التقلبات؛

- **الطريقة الثانية:** والتي تُعتبر أكثر إثارة، وهي إضافة صندوق تحوط مع استراتيجية ذات عائد مرتفع لتعزيز العوائد الكلية. هذه الأموال عادة تكون موجهة الغرض؛ على أساس التوقعات للأسعار المستقبلية الخاصة بالأسهم والسندات والعملات و/أو السلع، ويمكنها أن تستثمر أيضاً باستخدام الأدوات المالية المشتقة، لكن المشتري يأخذ حذره؛ فعلى الرغم من أنّ هذه

¹⁵ Dan BARUFALDI, **Hedge Funds : Why Choose Hedge Funds ?**, <http://www.investopedia.com/university/hedge-fund/place-in-portfolio.asp>

¹⁶ Dan BARUFALDI, *ibid*.

الاستراتيجيات غير مرتبطة بالاستثمارات التقليدية، فإنها غالبًا ما تُظهر مستويات عالية من التذبذب. ونتيجة لذلك، عندما تخصص بشكل سليم يمكن أن تكون هناك دفعة جيدة من العائدات، دون أن تكون هناك زيادة نسبية في تقلبات المحفظة.

■ اعتبارات التخصيص (تخصيص الموارد)

إن تخصيص صناديق التحوط يجب أن يكون بالنظر لأهداف العائد/ المخاطر للمحفظة. وينبغي إجراء تحليل سليم لتحديد الكيفية، وإذا ما كان هناك صندوق تحوط معين يتلاءم ومزيج الأصول. كما لا ينبغي على مدير المحفظة أن يقتصر نظره على التوجيه الممنوح لاستثمار معين، بل ينبغي عليه أيضا تقييم مستوى تركيز المحفظة الكلية وارتباط كل منها بالآخر وارتباطها ببعضها البعض.

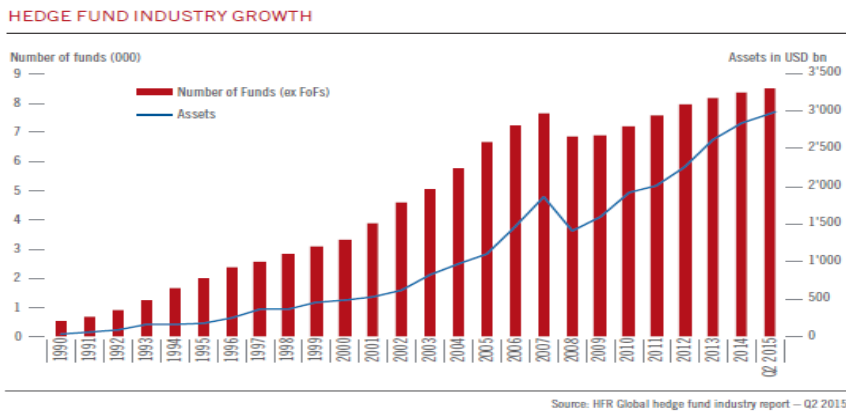
2. صناعة صناديق التحوط اليوم

تُشير التقديرات إلى أن صناعة صناديق التحوط عمومًا، قد نمت الأصول التي تخضع لإدارتها من نحو 40 مليار دولار سنة 1990 إلى أكثر من 3.0 تريليون دولار في يونيو 2015. ومع ذلك، يُعتقد أن حجم الأصول المدارة في الواقع يفوق بكثير الأرقام المعلنة رسميًا. وعلى الرغم من أن الأصول تستمر في النمو بشكل كبير، فحجم صناعة صناديق التحوط لا تزال صغيرة بالمقارنة مع صناعة الصناديق الاستثمارية والأسواق المالية العالمية. من حيث عدد صناديق التحوط، فقد شهدت هذه الصناعة نموًا مماثلًا؛ حيث ارتفع من حوالي 500 صندوق سنة 1990 إلى ما يُقارب 8500 صندوق في نهاية يونيو 2015. وحتى الآن، عدد الصناديق الجديدة في تزايد.¹⁷

¹⁷ An introduction to Hedge Funds, Pictet Alternative Advisors SA, 2015, p.4

والشكل الموالي يوضح ذلك:

شكل رقم (4): تطوّر صناعة صناديق التحوط



3. الاستثمار في الأسواق المالية الناشئة

لقد تمّ صياغة مصطلح "الأسواق الناشئة" من قبل أنطوني فان أجتيميل في عام 1981. فبينما كان يعمل في مؤسسة التمويل الدولية التابعة للبنك الدولي، قدّم فكرة لسالومون براذرز "Salomon Brothers"، تمثّلت في إنشاء "صندوق أسهم للعالم الثالث". وفي مقال بلومبرغ "Bloomberg" الأخير، قال فان أجتيميل أنّ "سالومون" رفضوا وصف "العالم الثالث"، مطالبين بالحصول على وصفٍ أرفع مستوى، وعلى هذا الأساس وُلد مصطلح "الناشئة"¹⁸.

الدول الناشئة هي التي ينمو اقتصادها سريعاً، والمعنية منها بمرحلة الانتقال إلى اقتصاد السوق. هذه الدول لديها قدرة أعلى من الدول المتقدمة على توفير فرص أرباح للمستثمرين. وفقاً لسيمون*، أهم ملامح الدول الناشئة هي:¹⁹

– صغر حجم الاقتصاد؛

¹⁸ Gülen TUNCER, "Movin' on Up..." Emerging Markets' Rising Importance in the Global Economy, Asset Management Viewpoint, Conning, Vol 16, 3, June 2012, p.1.

¹⁹ Sechel IOANA-CRISTINA & Ciobanu GHEORGHE: Characteristics Of The Emerging Market Economies - BRICS, From The Perspective Of Stock Exchange Markets, 2014.

- نصيب الفرد من الناتج القومي الإجمالي (GNP) أقل بكثير منه في البلدان المتقدمة؛
- قلة الانفتاح على الاستثمارات الأجنبية؛
- ارتفاع معدل التدبذب في سعر الصرف الذي يعني خطراً كبيراً في التداول (التجارة).

وبغض النظر عن كيفية تعريف المشاركين في السوق للأسواق الناشئة، هذه الكيانات السيادية لديها أسس قوية تُعتبر أفضل إلى حد كبير من نظيرتها "الأسواق المتقدمة". وعلاوة على ذلك، فإن مشاركة الأسواق الناشئة في التجارة العالمية ومساهمتها في الناتج المحلي الإجمالي العالمي آخذة في الازدياد. وقد حقق سهم الأسواق الناشئة في الاقتصاد العالمي مُقاساً بالناتج المحلي الإجمالي على أساس تعادل القوة الشرائية 37٪ في عام 1998. وبحلول عام 2011، بلغ نصيب الأسواق الناشئة في الاقتصاد العالمي 49٪، ويتوقع صندوق النقد الدولي أن تصل إلى 54٪ بحلول عام 2017.²⁰

أ. نظرة عامة عن اقتصاديات الدول الناشئة

فيما يتعلق بالاستثمار في الأسواق الناشئة، فمخاطر الاستثمار فيها أعلى من الأسواق المتقدمة؛ ومن ثم فإن الخطر الأكثر أهمية المصاحب للاستثمار المالي في هذه الأسواق هو تقلبات الأسعار، والتي يمكن ملاحظتها في فترة معينة من الزمن. التقلب (التدبذب) كخطر مرتبط بالاستثمارات في سوق الأوراق المالية هو نتيجة لتحليلات المخاطر الأكثر تنوعاً²¹: الخطر السياسي وخطر تقلبات أسعار الصرف ومعدلات التضخم، ومن كافة التدابير والإجراءات التي اعتمدها السلطات فيما يخص العملة المحلية، ولكن المعلومات في السوق من المرجح أن تُعكّر الصّفو (سواء بالسلب أو بالإيجاب) في السياق العادي للأوراق المالية المدرجة. ومع ذلك، وفقاً لمبدأ "أعلى خطر أعلى ربحية"، المستثمرون الذين يتحملون مخاطر الاستثمار في هذه الأسواق لديهم فرصة لكسب المزيد من الأسواق المتقدمة. الالتزامات الملحقّة يتمّ مقابلتها بالأرباح المكملّة والاستثمارات. بالنسبة للمستثمرين الدوليين الاستثمار في هذه الوفورات هو

²⁰ Gülen TUNCER, op.cit.

²¹ Sechel IOANA-CRISTINA & Ciobanu GHEORGHE: **Characteristics Of The Emerging Market Economies - BRICS**, op.cit.

أساسًا فرصة لتنويع محافظهم الاستثمارية، خاصةً لأنّ معظم الأسواق الناشئة ضعيفة الارتباط بالأسواق المتقدمة.

ويعتقد كثيرٌ من الاقتصاديين أنّ اقتصاديات الدول الناشئة سيكون من شأنها تعزيز الاقتصاد العالمي وأنها ستكون القوة الجديدة في العالم في إطار زمني محدّد، وفيما يلي تحليل لتطوّر الاقتصادي العالمي ككلّ وأداء مفصّل للاقتصاديات الناشئة مقارنة مع الاقتصاديات المتقدمة.

ب. أهمية الأسواق الناشئة

إنّ الأسواق الناشئة كان لها الأثر البالغ على مدى الخمس وعشرين سنة الأخيرة في الارتفاع الكبير الذي حقّقه الاقتصاد العالمي، مقارنةً مع الدول ذات الاقتصاديات المتقدمة كالولايات المتّحدة الأمريكية وأوروبا واليابان؛ وذلك لأنّ بلدان الأسواق الناشئة لديها مواطن قوّة حقيقية، لاسيما الصّادرات والإنفاق الرّأسمالي والتي تُعدّ عناصر حيوية لارتفاع معدّلات النمو الاقتصادي.

بلغ متوسط معدّل النمو في الأسواق الناشئة على مدى الأربع سنوات الماضية أعلى من 6%، بينما لم يتعدّ في البلدان الصّناعية المتقدمة 2%. وتمثّل بلدان الأسواق الناشئة مجتمعة 36% من الناتج المحلي الإجمالي العالمي، مقارنةً مع 18% فقط عام 1995، وحوالي 50% من إجمالي الصّادرات مقارنةً مع 27% سنة 1990، و50% من الإنفاق الرّأسمالي العالمي مقارنة مع 26% سنة 1990.²²

تُشير التّوقعات إلى بلوغ النمو العالمي 3,4% في 2016 و 3,6% في 2017.²³

الاقتصادات المتقدمة

يُتوقع ارتفاع النمو في الاقتصادات المتقدمة بمقدار 0,2 نقطة مئوية في 2016 ليصل إلى 2,1%، وأن يستمرّ بصورةٍ مطردة في عام 2017. ويظلّ النشاط الكليّ محتفظًا بصلايته في الولايات المتّحدة،

²² David HALE, Founding CHAIRMAN, The Importance of Emerging Markets, Global Economics, Winnetka, IL, SEPTEMBER 2012.

²³ صندوق التّقد الدولي، انكماش الطلب وتراجع الآفاق المتوقعة، مستجدّات آفاق الاقتصاد العالمي، 19

يناير 2016.

تدعمه الأوضاع المالية التي لا تزال ميسرة وأوضاع أسواق المساكن والعمل الآخذة في التحسن، غير أن قوة الدولار تُلقي بأعبائها على نشاط الصناعة التحويلية، وانخفاض أسعار النفط يحد من الاستثمار في الهياكل والمعدات المستخدمة في التعدين. وفي منطقة اليورو، ارتفع الاستهلاك الخاص بدعم من انخفاض أسعار النفط ويُسر الأوضاع المالية، مما عوّض الانخفاض في صافي الصادرات. ومن المتوقع أيضاً أن يتعزز النمو في اليابان في عام 2016، استناداً إلى دعم المالية العامة، وانخفاض أسعار النفط، والأوضاع المالية التيسيرية، وتعاقد الدّحول.

اقتصاديات الأسواق الصاعدة والاقتصاديات النامية

يُتوقع ارتفاع النمو في اقتصاديات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية من 4% في 2015 وهو أدنى معدل منذ الأزمة المالية التي وقعت في 2008-2009 إلى 4,3 % و 4,7 % في 2016 و 2017، على الترتيب. من المتوقع أن يتباطأ النمو في الصين إلى 6,3 % في 2016 و 6,0 % في 2017، وذلك في الأساس نتيجةً لضعف نمو الاستثمار؛ حيث يستمر الاقتصاد في استعادة توازنه. وتُشير التوقعات عمومًا بشأن الهند وبقية بلدان آسيا الصاعدة إلى أنها ستواصل النمو بمعدلات قوية، وإن كانت هناك بعض البلدان التي ستواجه تأثيراتٍ معاكسة قوية من استعادة التوازن الاقتصادي في الصين وضعف الصناعة التحويلية في العالم.

وتُشير التوقعات الحالية بشأن أمريكا اللاتينية والكاريبي إلى انكماش إجمالي الناتج المحلي الكلي كذلك في 2016، وإن كان بمعدل أقل مما كان عليه في 2015، برغم النمو الإيجابي في معظم بلدان المنطقة. ويرجع ذلك إلى الركود في البرازيل وفي بلدان أخرى تمر بضائقة اقتصادية.

ويُتوقع ارتفاع النمو في الشرق الأوسط، لكن أسعار النفط المنخفضة، إلى جانب التوترات الجغرافية-السياسية والصراعات الداخلية في بعض الحالات، ستظل تؤثر سلباً على الآفاق المستقبلية.

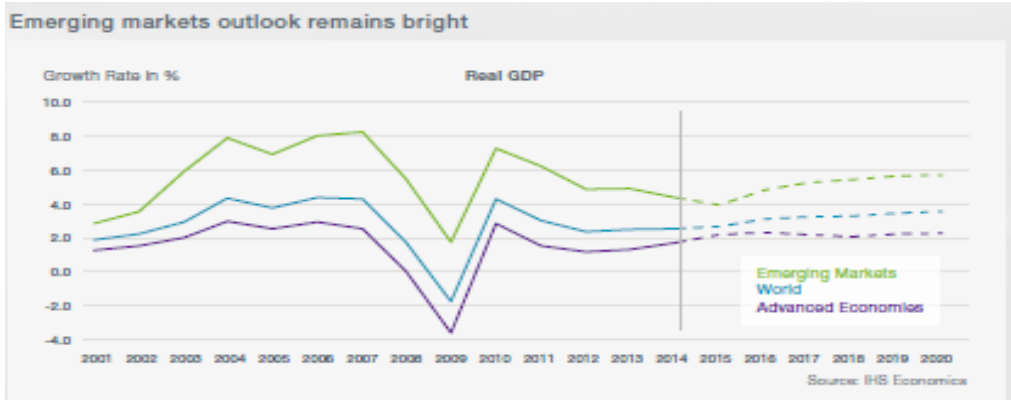
ومن المتوقع أن تُحقق أوروبا الصاعدة نموًا مُطردًا على نطاقٍ واسع، وإن سجلت بعض التباطؤ في 2016، فتُشير التوقعات إلى أن روسيا ستظل تحت وطأة الركود في 2016، بينما تُواصل التكيف مع

انخفاض أسعار النفط والعقوبات التي يفرضها الغرب. أما الاقتصادات الأخرى في كومنولث الدول المستقلة فيجرفها كذلك تيار الركود والتوترات الجغرافية-السياسية في روسيا، وتتأثر في بعض الحالات بأوجه الضعف الهيكلي الداخلية وأسعار النفط المنخفضة؛ ومن المتوقع أن تُحقّق توسُّعاً طفيفاً في 2016، وأن تُسرّع الخطى في 2017.

وسوف تشهد معظم بلدان إفريقيا جنوب الصحراء انتعاشاً تدريجياً في النمو، ولكن ذلك لن يتجاوز معدلات تظل أدنى من المحققة أثناء العقد الماضي، في ظل انخفاض أسعار السلع الأولية. ويرجع هذا الأمر في الأساس إلى التكيّف المتواصل مع انخفاض أسعار النفط وارتفاع تكاليف الاقتراض، مما يُلقي بعبءٍ ثقيل على بعض أكبر الاقتصادات في المنطقة (أنغولا ونيجيريا وجنوب إفريقيا) وكذلك على عدد من البلدان الأصغر حجماً المصدرة للسلع الأولية. الشّكل الموالي هو عرض لتوقعات للناتج المحلي الإجمالي في الأسواق الناشئة والأسواق المتقدمة والعالم "2001-2020":

شكل رقم (5): توقعات للناتج المحلي الإجمالي في الأسواق الناشئة والأسواق المتقدمة والعالم

"2001-2020"



نلاحظ من خلال الشّكل السابق أنّ الناتج المحلي الإجمالي في الأسواق الناشئة أعلى منه في الأسواق المتقدمة على طول الفترة المدروسة. كما نلاحظ أن الناتج المحلي الإجمالي سجّلت ارتفاعاً على مدى السنوات "2001-2007" لتبلغ أعلى مستوياتها سنة 2007، ثمّ انخفضت إلى مستويات متدنية في

سنوات الأزمة "2008"، وعادت للارتفاع بعد ذلك؛ وشهدت مستوى أدنى لكن مستقرّ خلال السنوات بعد الأزمة إلى غاية 2016، ويُتوقع أن ترتفع معدلات الناتج المحلي الإجمالي خلال السنوات القادمة؛ خاصة تلك الخاصة بالأسواق الناشئة.

ج. محفّزات الاستثمار في الأسواق الناشئة

إنّ معدلات النمو الكبيرة في العالم لم تعد تأتي فقط من الدول ذات الاقتصاديات المتقدمة، كالولايات المتحدة الأمريكية، بل من الأسواق النامية، فلم يعد بمقدور المستثمرين بعد الآن الاستمرار في تجاهل مثل هذه الأسواق الناشئة، وذلك للأسباب الرئيسة التالية²⁴:

• ستمثل الأسواق الناشئة قريباً أكثر من 50٪ من الناتج المحلي الإجمالي العالمي

فمنذ أقل من 30 عاماً مضت، هيمنت الاقتصاديات المتقدمة على الناتج المحلي الإجمالي العالمي. لكن ومنذ أوائل التسعينات، بدأت الأنظمة الاقتصادية الكبيرة بالتراجع إلى الوراء، مفسحة المجال أمام غيرها من الأسواق النامية.

ووفقاً لتقديرات صندوق النقد الدولي، فمن المتوقع أن يتجاوز الناتج الاقتصادي للدول النامية ناتج الدول المتقدمة. ومن ثم؛ فليس من الحكمة للمستثمرين تجاهل الدول التي تولّد أكثر من نصف الناتج الاقتصادي العالمي.

• تعتبر الدول النامية والأسواق الناشئة مسؤولة عن نسبة كبيرة من معدلات النمو العالمي

إن السبب وراء تراجع أداء الاقتصاديات الكبرى أمام الأسواق الناشئة بسيط جداً. فمعدلات النمو المرتفعة تحدث في هذه البلدان. وليس من الحكمة كمستثمر في الأسهم أن يتجاهل المرء الاستثمار في الأسواق النامية، فمن المرجح أن ترتفع أسعار الأسهم بصورة مُطردة في مثل هذه الأسواق.

²⁴ مارك بروسير، 3 محفّزات للاستثمار في الأسواق الناشئة، مقال نشر بتاريخ: 2012/12/01، في الموقع الإلكتروني: <http://www.forbesmiddleeast.com/news/read/articleid/3083> تاريخ الاطلاع على الموقع: 2015/8/12.

• تتمتع الأسواق الناشئة في الدول النامية بأقل معدلات للديون

لقد تزايدت مديونية الاقتصاديات المتقدمة بصورة كبيرة في الثلاثين عاما الماضية. فمعدل عبء المديونية الحالي في هذه الدول يصل إلى 110% من الناتج الإجمالي المحلي. وفي الوقت الذي بدأت فيه العديد من البلدان المتقدمة تفقد السيطرة على مواردها الاقتصادية، يبدو أن الأمور تتحسن بشكل ملحوظ في الدول النامية. فمعدل عبء الدين الحالي في البلدان النامية والأسواق الناشئة لا يتجاوز 35% من مجمل الناتج المحلي، وهو في انخفاض مستمر، مما يعني أن هناك مجالا واسعا لزيادة الاستهلاك في مثل هذه الدول، الأمر الذي يُشير إلى مستويات نمو مستقبلية واعدة.

4. الاستثمار في التنمية المحلية

تُعتبر التنمية المحلية ذلك التطور الذي يمسّ منطقة محلية ما، من أجل توفير حياة كريمة لجميع أفرادها؛ انطلاقاً من بناء قوة اقتصادية لهذه المنطقة بغية تحسين اقتصادها ومستوى حياة سُكّانها، مع الأخذ بعين الاعتبار مميزات هذه المنطقة وظروف سُكّانها.

أ. تعريف التنمية المحلية

يعرفها الدكتور محي الدين صابر على أنّها: "مفهوم جديد لأسلوب العمل الاجتماعي والاقتصادي في مناطق محدّدة، يقوم على أسس وقواعد مُستمدّة من مناهج العلوم الاقتصادية والاجتماعية، وهذا الأسلوب يقوم على إحداث تغيير حضاري في طريقة التفكير والعمل والحياة عن طريق إثارة وعي البيئة المحلية، وأن يكون ذلك الوعي قائماً على أساس المشاركة في التفكير والإعداد والتنفيذ من جانب أعضاء البيئة المحلية جميعاً، وفي كلّ المستويات عملياً وإدارياً".²⁵

²⁵ كمال التابعي، تغريب العالم الثالث "دراسة نقدية في علم اجتماع التنمية"، دار المعارف، القاهرة، مصر، ط1، 1993، ص: 23.

ب. أهمية وأهداف التنمية المحلية

• أهمية التنمية المحلية

إن للتنمية المحلية أهمية بالغة نظراً للدور الذي تلعبه في تحقيق التنمية الشاملة، فهي تتسم بالتكامل بين تنمية المناطق الريفية والمناطق الحضرية، وتشمل جميع أبعاد التنمية الاقتصادية والاجتماعية والثقافية والسياسية، كما تمس كل المجتمعات المحلية وتعمل على نموها بشكل متوازن لتزيد من ترابطها وتماسكها، والعمل على تفعيل مشاركة المواطنين في وضع وتنفيذ برامج التنمية وربطها بالمشاريع التنموية.

كما أن أهمية التنمية المحلية (تنمية المجتمع المحلي)، نابعة في الأصل من تميز المجتمع المحلي ككيان اجتماعي يمكن المراهنة عليه للعبور إلى التنمية الشاملة أو الوطنية، فتنمية المجتمع المحلي تساعد في التنسيق بين الجهود الأهلية في الإصلاح جغرافياً ووظيفياً، وعلى مختلف المستويات يُعتبر المجتمع المحلي جسراً في التنسيق بين الجهود الأهلية والحكومية.²⁶

• أهداف التنمية المحلية

إنّ من أبرز أهداف التنمية المحلية ما يلي:²⁷

- تعزيز الوظائف ذات الجودة العالية؛
- الحدّ من الفقر؛
- إيجاد منافذ لتحصيل الضرائب المحلية بشفافية؛
- إنّ التنمية المحلية ستمكّن ممارسيها من المحليين بمختلف توجّهاهم من معرفة الكثير من الأعمال والحرف والتأهيل للوصول إلى نتائج مستدامة.

كما أنّ التنمية المحلية تُمثّل استراتيجية عملية وليست وصفية تتضمن الكثير من الأمور والتي منها:²⁸

²⁶ شوقي عبد المنعم، مشاركة المواطنين في التنمية الريفية، مكتبة النهضة، القاهرة، مصر، ط1، 1993، ص: 54-55.

²⁷ علي كريم العمار، مقدمة في مفهوم تنمية الاقتصاديات المحلية، المعهد العالي للتخطيط الحضري والإقليمي، بغداد، 2010.

- تحقيق القيم المحلية وإثارتها بشكلٍ يمكنها من مواجهة التّحدّيات الاقتصادية والاجتماعية المتزايدة كالفقر والحاجات الأساسيّة والوظائف المحليّة؛
- الدّوافع الاقتصادية المتمثّلة برفع القيمة المضافة للإنتاج المحليّ وتدريب وتمكين المهارات المحليّة ورفع مستوى الدّخل المحليّ، والتّعاون المحليّ وزيادة الرّوابط الاقتصادية بين الأنشطة المحلية سواء الأساسيّة منها أو السّائدة؛
- إحداث التّنمية، ويُقصد هنا بالتّنمية التّغيير الهيكلي لنوعية الحياة. ومن مُنطلق كون التنمية المحلية تركز على تنمية المجتمعات المحلية وأن الفرد هو محور هذه العمليّة، يمكن إضافة الأهداف التالية:
- تطوير عناصر البنية الأساسيّة كالنّقل والمياه والكهرباء؛ حيث يُعتبر النهوض بهذه القطاعات أساسًا لعمليّة التّنمية ولتطوير المجتمع المحليّ؛
- زيادة التّعاون والمشاركة بين السّكان مما يساعد في نقلهم من حالة اللّامبالاة إلى حالة المشاركة الفعّالة، وزيادة حرص المواطنين على المحافظة على المشروعات التي يُسهمون في تنفيذها.

ج. آفاق تمويل التّنمية المحليّة في الجزائر

- بأَيّ إصلاح جهاز تمويل التّنمية المحليّة كحتمية يُملّيها الواقع الذي نعيشه؛ حيث تتميّز الفترة التي نمر بها بتغيّرات هيكلية تؤثر على جميع قطاعات النّشاط وتُنبئ بوقوع تعديل جذري لجميع التّوازنات. وسعيًا لتحقيق هذا الإصلاح لا بد من اعتماد خطّة منهجية ومنسجمة ضمن استراتيجيّة واضحة المعالم.
- إصلاح الوسائل الدّاخلية لتمويل التّنمية المحليّة: إن إعادة النّظر في الوسائل الدّاخلية لتمويل التّنمية المحلية تمسّ أساسًا الجباية، ذلك أن مداخيل الأملاك لا تمثل إلا جزءًا صغيرًا من مداخيل الميزانيّة المحليّة.

■ إصلاح الوسائل الخارجية لتمويل التنمية المحلية: إنَّ الحديث عن تحديد أو إعادة صياغة

الوسائل الخارجية لتمويل التنمية المحلية يفسح المجال لتقديم عدة اقتراحات في هذا المجال منها:²⁹

- العقود البلدية للتجاعة؛

- الاتفاقيات البلدية للتنمية؛

- عقود التسيير المحلية؛

- الاقتراض البنكي؛

- الشركات المختلطة؛

- المنح الشاملة للتجهيز؛

- تحويل الصندوق المشترك للجماعات المحلية إلى بورصة الجماعات المحلية.

إنَّ الفكرة الأساسية من اقتراحنا لهذه السياسات الثلاث بالذات؛ كانت من منطلق التفكير في استثمار أموال الصناديق السيادية في مجالات مختلفة، لتجنّب الاختلال أو الخسارة الكاملة لأصول الصندوق السيادي، في حالة وقوع أزمات غير متوقعة، على أساس توزيع المخاطر؛ حيث يُوظّف الصندوق جزءاً من أمواله في صناديق التحوط، التي تتميز بالعائدات الضخمة والفورية، والتي تتكامل مع سياسة الاستثمار في التنمية المحلية التي ستكون عائداتها على المدى الطويل، ولكنها تخدم الاقتصاد الوطني بصفة أساسية؛ بالتركيز على مشاريع البنى التحتية والقضاء على البطالة، وتقليل نسبة الخطر. ويُعتبر الاستثمار في الأسواق الناشئة، وفقاً للدراسة المرفقة أعلاه مجاًلاً رائداً، حتى مع تعرّض هذه الأسواق للضعف المؤقت بين فترة وأخرى.

²⁹ خيضر خنفري، تمويل التنمية المحلية في الجزائر واقع وآفاق، أطروحة دكتوراه، منشورة، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2011، ص: 161-171.

ثالثاً: دراسة حالة صندوق ضبط الموارد – الجزائر

1. أداء صندوق ضبط الموارد في الجزائر

تميّزت سنة 2000 بتحقيق الجزائر لفوائض مالية مُعتبرة شملت الموازنة العامة وميزان المدفوعات بسبب الارتفاع الهام لأسعار المحروقات في الأسواق العالمية خلال نفس السنة؛ حيث حقّق رصيد الموازنة العامة فائضاً قُدّر بـ: 400 مليار دينار جزائري نتيجة ارتفاع إيرادات الجباية البترولية إلى 1213,2 مليار دينار. ومن أجل استغلال هذه الفوائض، واستعمالها في الحفاظ على استقرار الموازنة العامة للدولة بالنظر لعدم اليقين الذي يُميّز أسعار النفط على المدى المتوسط والبعيد، قرّرت الحكومة تأسيس صندوق لضبط إيرادات الجباية البترولية يعمل على امتصاص فائض الجباية البترولية الذي يفوق تقديرات قانون المالية الذي يتم إعداده سنوياً، وقد تمّ تأسيس هذا الصندوق من خلال قانون المالية التكميلي الذي صدر في جوان 2000، والذي حدّد نوع وأهداف ومجال الصندوق؛ علماً أنّ الصندوق قد خضع لتعديلات مهمة خلال سنتي 2004³⁰ و 2006³¹.

2. دوافع إنشاء صندوق ضبط الموارد

يمكن تقسيمها إلى:

دوافع داخلية: معاناة الاقتصاد الجزائري من اختلالات هيكلية خطيرة نتيجة ارتباطه القويّ بقطاع المحروقات الذي يظهر تأثيره على الاقتصاد وفقاً لثلاثة مستويات:³²

- تأثير قطاع المحروقات على معدّل النمو الاقتصادي؛

³⁰ قانون رقم 23-22 المؤرخ في 04 ذي القعدة عام 1424 هـ الموافق لـ 28 ديسمبر 2003م المتضمن قانون المالية لسنة 2004.

³¹ أمر رقم 06-04 المؤرخ في 19 جمادى الثانية عام 1427 هـ الموافق لـ 15 جويلية 2006م المتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2006.

³² نبيل بوفليح، فعالية صناديق الثروة السيادية كأداة لتسيير مداخيل النفط في الدول العربية، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، ع 4، 2010، ص: 83-84.

- تأثير قطاع المحروقات على ميزان المدفوعات؛

- تأثير قطاع المحروقات على الموازنة العامة للدولة.

إن ارتباط الاقتصاد الجزائري بأداء قطاع المحروقات يؤدي إلى تعرّضه لأزمات وصدمات خارجية دورية على غرار أزمة 1986، وأزمة 2015، واللّتان يرجع سببهما إلى تراجع أداء قطاع المحروقات بسبب انخيار أسعار النفط. ومن هذا المنطلق فإنّ مبرّرات إنشاء صندوق ضبط الموارد تكمن في رغبة الحكومة في استحداث آلية تعمل على ضبط الإيرادات العامة للدولة والحفاظ على استقرار الموازنة العامة؛ الأمر الذي يُمكنها من تنفيذ مختلف سياساتها الاقتصادية، ومن ثمّ التّخفيف من حدّة الصّدّات التي يتعرّض لها الاقتصاد الجزائري.

مبرّرات خارجية: تتمثّل في:³³

- تقلبات أسعار النفط في الأسواق العالمية؛

- رواج فكرة إنشاء صناديق الثروة السيادية بين الدّول النّفطية.

3. ماهية صندوق ضبط الموارد وموارده وأهميته

أ. تعريف صندوق ضبط الموارد: هو صندوق ينتمي إلى الحسابات الخاصة للخرينة، وبالضبط حسابات التخصيص الخاص، أهم ما يُميّز هذه الحسابات أنّها مستقلة عن الموازنة العامة للدولة، أي أنّها لا تخضع لقواعد ومبادئ إعداد وتنفيذ الموازنة العامة، كما أنّها لا تخضع لرقابة السلطة التشريعية "البرلمان".³⁴

³³ نبيل بوفليح، فعالية صناديق الثروة السيادية كأداة لتسيير مداخيل النفط في الدول العربية، مرجع سابق.

³⁴ وفقا للمادة 10 من قانون الميزانية التكميلية لسنة 2000، قانون رقم: 02-2000 المؤرخ في 24 ربيع الأول عام 1421هـ الموافق لـ 27 جوان 2000 والمتعلق بقانون المالية التكميلية لسنة 2000.

ب. مصادر تمويل صندوق ضبط الموارد

تتمثل في فائض قيمة الجباية البترولية الناتج عن تجاوز هذه الأخيرة لتقديرات قانون المالية، بالإضافة إلى كل الإيرادات الأخرى المتعلقة بتسيير الصندوق.

سجل صندوق ضبط الموارد تطورات هامة في وضعيته منذ إنشائه، وكان ذلك خلال فترتين

زمنيتين:

- الفترة الأولى "2000-2005": إن الأهداف التي حددت للصندوق في هذه الفترة تمثلت 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، ودون استخدامه في تمويل العجز الموازي بسبب ارتفاع أسعار المحروقات وتجاوزها للسعر المرجعي المحدد من قبل وزارة المالية، مما أدى إلى تسجيل فوائض سنوية هامة على مستوى الموازنة العامة للدولة تم تحويلها إلى الصندوق، كما شهدت الفترة الممتدة بين سنة 2000 و2002 تراجعاً هاماً في رصيد الصندوق بانتقاله من 232,13 مليار دج إلى 27,97 مليار دج مع نهاية سنة 2002؛ علماً أن هذا التراجع يُعزى إلى انخفاض فائض الجباية البترولية من 123,56 مليار دج سنة 2001 إلى 26,50 مليار دج سنة 2002، وهو ما يوضحه الجدول الموالي:³⁵

³⁵ نبيل بوفليح، دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية: الواقع والآفاق مع الإشارة إلى حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه، فرع نقود ومالية، قسم علوم التسيير، كلية العلم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، 2010، ص: 226.

جدول رقم (1): تطوّر فائض قيمة الجباية البترولية في الفترة "2005-2000"

الوحدة: مليار دج.

السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005
الاجباية البترولية وفقاً لقانون المالية السعر المرجعي لبرميل النفط "د.أ"	720,00 19	840,00 19	916,40 19	836,06 19	862,20 19	899,00 19
الاجباية البترولية الفعلية السعر الفعلي لبرميل النفط "د.أ"	1173,23 28,5	964,46 24,9	942,90 25,3	1284,97 29,0	1485,69 38,6	2267,83 54,4
فائض قيمة الجباية البترولية	453,23	123,86	26,50	448,91	623,49	1368,83

المصدر: مديرية التوقعات والسياسات، وزارة المالية، 2010.

كما تميّزت هذه الفترة بإدخال تعديل على القواعد المنظمة لنشاط الصندوق سنة 2004؛ حيث تم إضافة مورد جديد للصندوق يتمثل في تسبيقات 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.

- الفترة الثانية "2009-2005": تميّزت بإدخال تعديلات على أهداف الصندوق في 2006 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، بالإضافة إلى الاستمرار في عمليات سداد الدين العمومي بما فيها عمليات التسديد المسبق للمديونية العمومية الخارجية التي شرع فيها ابتداء من سنة 2004، وتسديد تسبيقات بنك الجزائر الممنوحة للحكومة في فترات سابقة، علماً أنه لم تُسجل أي عملية تسديد للدين العمومي خلال سنة 2009. وفيما يتعلق 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". والجدول الموالي يوضح ذلك:³⁶

جدول رقم (2): تطوّر فائض قيمة الجباية البترولية في الفترة "2005-2009"

الوحدة: مليار دج.

السنوات	2006	2007	2008	2009
الجباية البترولية وفقاً لقانون المالية السعر المرجعي لبرميل النفط "د.أ."	916,00 19	973,00 19	1715,40 37	1927,00 37
الجباية البترولية الفعلية السعر الفعلي لبرميل النفط "د.أ."	2714,00 65,85	2711,84 74,95	4003,55 99,97	2327,67 62,1
فائض قيمة الجباية البترولية	1798,00	1738,84	2288,15	400,675

المصدر: مديرية التوقعات والسياسات، وزارة المالية، 2010.

- الفترة الثالثة: "2010-2014": تميّزت هذه الفترة بتعديل أهداف الصندوق لتتماشى وبرنامج الإنعاش الاقتصادي "البرنامج الخماسي '2010-2014'"، علماً أنه تم تخصيص مبلغ 21214 مليار دج؛ حيث تمّ تقسيمه إلى ثلاثة برامج فرعية هي: قطاع التنمية المحليّة والبشرية الذي استفاد من برنامج خاصّ؛ خُصّص له مبلغ 9903 مليار دج، أي نسبة 45,42% من إجمالي المبلغ الكليّ؛ كما استفاد قطاع الأشغال العموميّة والهياكل القاعدية بمبلغ 8400 مليار دج "38,52%"؛ استفادت قطاعات الصناعة والصيد البحري والتشغيل من مبلغ 3500 مليار دج "16,05%"، النسبة المتبقية من المبلغ الكليّ المخصّص للبرنامج الخماسي.³⁷

ويمكن القول أنّ التوزيع القطاعي للبرامج سابقة الذكر يعكس رغبة الحكومة في استهداف القطاعات التي تؤثر بصورة مباشرة في معدلات النمو الاقتصادي ومستويات التشغيل. وفيما يتعلق بجانب

³⁶ نبيل بوفليح، مرجع سابق، ص: 227.

³⁷ نبيل بوفليح، دراسة تقييمية لسياسة الإنعاش الاقتصادي المطبقة في الجزائر في الفترة "2000-2010"، أبحاث اقتصادية وإدارية، ع 12، ديسمبر 2012، ص: 256.

الموارد فقد تلقى الصندوق تحويلات مُعتبرة بسبب تحقيق الحكومة لفوائض مالية مُعتبرة نتيجة استمرار ارتفاع أسعار المحروقات في الأسواق الدولية في الفترة "2010-2014". والجدول الموالي يوضح ذلك:

جدول رقم (3): تطوّر فائض قيمة الجباية البترولية في الفترة "2010-2014"

الوحدة: مليار دج.

السنوات	2011	2012	2013	2014
الاجباية البترولية وفقاً لقانون المالية السعر المرجعي لبرميل النفط "د.أ"	1529,40 19	1519,04 19	1615,90 37	1577,730 37
الاجباية البترولية الفعلية السعر الفعلي لبرميل النفط "د.أ"	3829,72 112,94	4054,35 111,05	3678,13 109,5	3388,355
فائض قيمة الجباية البترولية	2300,320	2535,309	2062,231	1810,625

المصدر: مديرية التوقعات والسياسات، وزارة المالية، 2015.

يُشير الجدول رقم (4) إلى أنّ صندوق ضبط الموارد قد حقّق موارد مهمّة في فترة الدّراسة، ساهمت بشكلٍ فعّال في تمويل البرنامج الخماسي.

اعتماداً على الدّراسة التي قام بها الباحث الاقتصادي الدكتور نبيل بوفليح، حول صندوق ضبط الموارد؛ والتي تبين من خلالها أنّ هذا الأخير يُعاني من اختلالات هيكلية تستدعي إصلاحات جذرية فيما يخص حوكمته ومجال نشاطه واستراتيجية استثمار أصوله. وفي هذا الصّدّد قام باقتراح نموذج يهدف إلى:

- تحسين أداء وفعاليّة صندوق ضبط الموارد من خلال اعتماد استراتيجية طويلة المدى، تعتمد أساساً على تغيير نظرة الحكومة للصندوق؛ من اعتباره أداة مؤقتة تعمل على ضبط وتعديل الموازنة العامة وسداد المديونية العمومية إلى أداة مُستدامة تعمل على المدى البعيد، وتُساهم في ضمان مستقبل الأجيال القادمة؛

- تحويل مداخل الثروة النفطية؛ باعتبارها ثروة زائلة إلى ثروة مالية مستدامة.

جدول رقم (4): تطوّر وضعية صندوق ضبط الموارد في الفترة "2014-2011"

الوحدة: مليار دج.

السنوات	2011	2012	2013	2014
1-الموارد:				
- رصيد السنة السابقة	4842,837	5381,703	5633,752	5563,512
- فائض قيمة الجباية البترولية	2300,320	2535,309	2062,231	1810,625
- تسبيقات بنك الجزائر	0	0	0	0
مجموع الموارد	7143,157	7917,012	7695,983	7374,137
2-الاستخدامات				
- سداد الدين العمومي	0	0	0	0
- تمويل عجز الخزينة العمومية	1761,455	2283,260	2132,471	2965,672
- سداد تسبيقات بنك الجزائر	0	0	0	0
مجموع الاستخدامات	1761,455	2283,260	2132,471	2965,672
رصيد الصندوق في نهاية السنة	5381,702	5633,752	5563,512	4408,465

المصدر: مديرية التوقعات والسياسات، وزارة المالية، 2015.

وقد ارتكز التّموذج المقترح على ثلاثة مستويات:

- الإطار القانوني للصندوق؛
- الهيكل التنظيمي للصندوق؛
- استراتيجية الاستثمار في الصندوق.

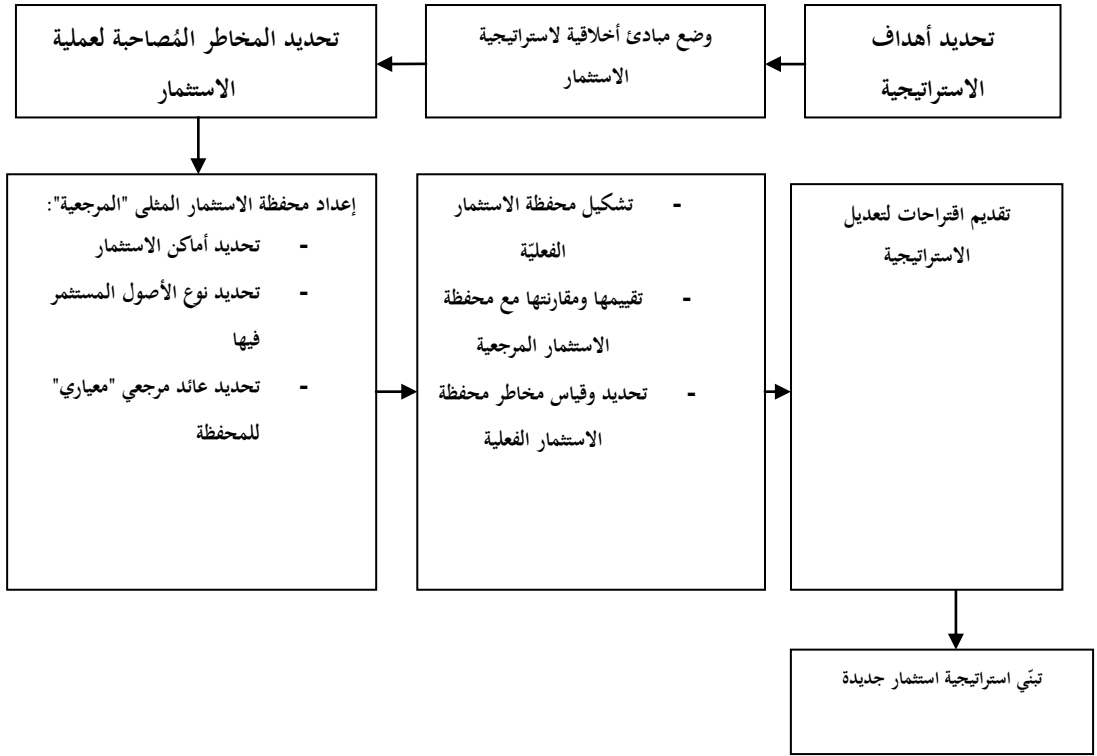
ونظراً لطبيعة موضوعنا سنركّز فقط على القسم الثالث، الخاص باستراتيجية الاستثمار في الصندوق.

ج. استراتيجية الاستثمار في صندوق ضبط الموارد

لقد قام الباحث برسم استراتيجية كاملة المعالم؛ من خلال وضع خطة تشمل جميع المراحل الخاصة

بإعداد وتنفيذ استراتيجية الاستثمار في الصندوق. والشكل الموالي يوضح ذلك:

شكل رقم (6): مراحل إعداد وتنفيذ استراتيجية الاستثمار في صندوق ضبط الموارد



المصدر: نبيل بوفليخ: دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النافذة: الواقع والآفاق مع الإشارة إلى حالة الجزائر، مرجع سابق، ص: 246.

انطلاقاً من سبق نقترح ما يلي:

مكونات المحفظة المثلى

1. التوزيع المكاني

- التوجه للاستثمار في الاتحاد الأوروبي والأسواق الناشئة، مع التركيز على منطقة جنوب شرق آسيا للأسباب التالية:

■ غياب الأمن والاستقرار في منطقة الشرق الأوسط وإفريقيا بسبب الأحداث السياسية الراهنة؛ بما في ذلك ثورات الربيع العربي؛

- التَّخَوُّف من الاستثمار في الأسواق المتقدّمة بما في ذلك أمريكا الشماليّة؛ بعد أزمة 2008 وتداعياتها على الاقتصاد العالمي ككل.

2. التوزيع النوعي

- التركيز بصفةٍ أساسيّةٍ على المشروعات الاقتصادية والنّهوض بالقطاع الزراعي؛ نظرًا لما يمكن للجزائر أن تحقّقه من خلال هذه القناة الاستثمارية الهامة جدًّا؛ في إطار التنمية المحليّة؛
- الاستثمار في الأصول العقاريّة؛
- الاحتفاظ بجزء من أموال الصندوق في شكل أصول قابلة للتسييل في مدّة قصيرة؛ لمواجهة الأزمات الطّارئة؛
- النّهوض بالسّوق المالي الجزائري، وتطوير الأدوات المالية وصولًا إلى التّعامل بالمشتقات المالية والأدوات الأخرى عالية المخاطرة من جهة، وذات العائدات الضّخمة والسّريعة من جهة أخرى؛ بالاستثمار في صناديق التّحوّط.

خاتمة:

تبَيَّن بعد الدّراسة أنّ صندوق ضبط الموارد كان يُعاني منذ البداية من اختلالات هيكلية؛ وأنّه من الهشاشة بحيث يمكن لأزمة مثل أزمة ائخيار أسعار النّفط الحاليّة (2015-2016) أن تعصف به وأن تقضي على وجوده نهائيًّا؛ حيث بلغ رصيده 2913,3 مليار دج في نهاية سبتمبر 2015، أي ما يعادل 26,8 مليار دولار، كما أن توقعات قانون المالية لسنة 2016 تُشير إلى أنّ رصيد هذا الصندوق سيبلغ 1797,4 مليار دج أي ما يعادل حوالي 17 مليار دولار في نهاية السّنة الحاليّة (2016). إذا استمرّ الوضع على ما هو عليه إلى غاية 2017 قد يُستنفذ بشكلٍ نهائيٍّ؛ كما صرّح الدّكتور والخبير الاقتصادي سليمان ناصر.

كان لا بدّ من التّفكير في استثمار الأموال المحصّلة في فترة الرّخاء في مشاريع تُسهم في تطوير وتوسيع حجم صندوق ضبط الموارد؛ ولعلّ السياسات المقترحة، بالإضافة إلى تنوع مصادر تمويل هذا الأخير، بدل

الاعتماد فقط على الجباية البترولية كانت لتحلّ الكثير من المشكلات التي تواجه الاقتصاد الوطني اليوم؛ خاصة ما تعلق باستثمار أموال الصندوق داخليًا في مشاريع تنمية، بدل اقتصاره على تغطية العجز في الميزانية والخزينة وتخفيض حجم المديونية. وفي هذا الصدد نقترح ما يلي:

- ضرورة تغيير نظرة الحكومة فيما يخصّ صندوق ضبط الموارد؛ والانتقال به من مجرد صندوق لتغطية العجز في الخزينة إلى صندوق ثروة سيادية في الجزائر، واعتماده كمصدر متجدّد للإيرادات يمكن من خلاله ضمان مستقبل الأجيال القادمة؛ باتخاذ القرارات الاستثمارية السليمة، وتحقيق الاستفادة القصوى من عائدات هذا الصندوق؛
- العمل بشكلٍ جدّي على تعديل وتطوير هيكل وأهداف صندوق ضبط الموارد؛ بحيث يرقى إلى مصاف صناديق الثروة السيادية العربية والعالمية؛
- التفكير في مختلف الطرق التي يُمكن من خلالها أن يتعافى صندوق ضبط الموارد، حتّى لو تمّ بشكلٍ تدريجي وعلى المدى الطويل؛ وقد يكون احتياطي الصرف الحلّ الأمثل في مثل هذه الظروف؛
- تنويع مصادر تمويل صندوق ضبط الموارد بشكلٍ لا يلغي تمامًا الجباية البترولية، لكن لا يجعلها المصدر الرئيس، والاستفادة من دروس الأزمة الحالية؛
- العمل بتنويع المحفظة الاستثمارية للصندوق لتفادي المخاطر؛ من خلال السياسات المقترحة "الاستثمار في صناديق التحوط، الأسواق الناشئة والتنمية المحلية" في المستقبل.

قائمة المراجع:

مراجع باللغة العربية:

مؤلفات:

1. شوقي عبد المنعم، مشاركة المواطنين في التنمية الريفية، مكتبة النهضة، القاهرة، مصر، ط1، 1993.

2. صندوق النقد الدولي، انكماش الطلب وتراجع الآفاق المتوقعة، مستجدات آفاق الاقتصاد العالمي، 19 يناير 2016.
 3. علي كريم العمار، مقدمة في مفهوم تنمية الاقتصاديات المحلية، المعهد العالي للتخطيط الحضري والإقليمي، بغداد، 2010.
 4. كمال التابعي، تغريب العالم الثالث "دراسة نقدية في علم اجتماع التنمية"، دار المعارف، القاهرة، مصر، ط1، 1993.
 5. ماجد المنيف وآخرون، الطفرة النفطية الثالثة وانعكاسات الأزمة المالية العالمية: حالة أقطار مجلس التعاون لدول الخليج العربية، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، لبنان، 2009.
- أطروحات:

6. خيضر خنفري، تمويل التنمية المحلية في الجزائر واقع وآفاق، أطروحة دكتوراه، منشورة، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2011.
7. نبيل بوفليح: دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية: الواقع والآفاق مع الإشارة إلى حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه، فرع نقود ومالية، قسم علوم التسيير، كلية العلم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، 2010.

مقالات:

8. نبيل بوفليح، دراسة تقييمية لسياسة الإنعاش الاقتصادي المطبقة في الجزائر في الفترة "2000-2010"، أبحاث اقتصادية وإدارية، ع 12، ديسمبر 2012.
9. نبيل بوفليح، دور صناديق الثروة السيادية في معالجة الأزمة المالية والاقتصادية العالمية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العددان: 48-49، خريف 2009-شتاء 2010.
10. نبيل بوفليح، فعالية صناديق الثروة السيادية كأداة لتسيير مداخل النفط في الدول العربية، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، ع 4، 2010.

مداخلات:

11. عبد المجيد قدي، الصناديق السيادية والأزمة العالمية الراهنة، مؤتمر حول: الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة الجنان، طرابلس، لبنان، 13-14 آذار 2009.

مصادر أخرى:

12. المادة 10 من قانون الميزانية التكميلي لسنة 2000، قانون رقم: 02-2000 المؤرخ في 24 ربيع الأول عام 1421 هـ الموافق لـ 27 جوان 2000 والمتعلق بقانون المالية التكميلي لسنة 2000.
13. أمر رقم 04-06 المؤرخ في 19 جمادى الثانية عام 1427 هـ الموافق لـ 15 جويلية 2006م المتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2006.
14. قانون رقم 22-23 المؤرخ في 04 ذي القعدة عام 1424 هـ الموافق لـ 28 ديسمبر 2003م، المتضمن قانون المالية لسنة 2004.

مراجع باللغة الأجنبية:

15. **An introduction to Hedge Funds**, Pictet Alternative Advisors SA, 2015.
16. Caroline Bertin DELACOUR, **Les fonds souverains : Ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale**, Editions: Les Echos et Eyrolles, 2009.
17. David HALE, Founding CHAIRMAN, **The Importance of Emerging Markets**, Global Economics, Winnetka, IL, September 2012.
18. David STOWELL, **An Introduction to Investment Banks, Hedge Funds and Private Equity: The New Paradigm**, Academic Press is an imprint of Elsevier, UK, 2010.
19. Driss AGARDI et Alain ALCOUFFE, **Fonds souverains et gouvernement d'entreprise, un état des lieux**, LIREE CNRS /UTI, 2008.

20. George Soros, Open Society: **Reforming Global Capitalism** 32 N. (2000).
21. International Monetary Fund, **Sovereign Wealth Funds: A Work Agenda**, working paper, Washington, 2008.
22. Massimiliano CASTELLI, Fabio SCACCIAVILLANI, **The New Economics of Sovereign Wealth Funds**, John Wiley & Sons Ltd, United Kingdom, 2012.
23. OECD, Rapport du comité de l'investissement, 2008.
24. THE PRESIDENT'S WORKING GROUP ON FINANCIAL MARKETS, **Hedge funds, leverage, and the lessons of long-term capital management**, (1999).
25. Sechel IOANA-CRISTINA & Ciobanu GHEORGHE: **Characteristics Of The Emerging Market Economies - BRICS**, From The Perspective Of Stock Exchange Markets, 2014.
26. The Secretary Of The Treasury, The Board Of Governors Of The Federal Reserve System, The Securities And Exchange Commission, **A Report To Congress In Accordance With § 356(C) Of The USA Patriot Act Of 2001** (2002).

مواقع الكترونية:

27. <http://www.swfinstitute.org/>
28. <http://www.forbesmiddleeast.com/news/read/articleid/3083>
29. <http://www.investopedia.com/university/hedge-fund/place-in-portfolio.asp>
30. <http://www.my.mec.biz/t27889.html#.VYvO-hvtmko>
31. <http://www.mf.gov.dz/article/48/Zoom-sur-les-Chiffres-/143/Solde-global-du-Tr%C3%A9sor.html>