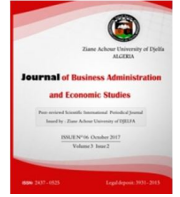




مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية



www.asjp.cerist.dz/en/PresentationRevue/313/

موقع المجلة:

¹ كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم

التسيير، جامعة البويرة (الجزائر)

² كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم

التسيير، جامعة الجزائر 03 (الجزائر)

صناديق الاستثمار السيادية ودورها في إدارة الفوائض النفطية والحد من آثار
الأزمات النفطية - دراسة مقارنة بين صندوق ضبط الإيرادات وصندوق معاشات
التقاعد النرويجي -

- دراسة مقارنة بين صندوق ضبط الإيرادات وصندوق معاشات التقاعد النرويجي -

**Sovereign investment funds and their role in managing financial
surpluses and reducing the effects of oil crises - A comparative
study between the Revenue Regulation Fund and the Norwegian
Pension Fund -**

قرود علي^{1*}، garoudali17000@gmail.com

بن موسى كمال²، benmoussakamel@live.fr

تاريخ النشر: 2019/12/17

تاريخ القبول: 2019/10/02

تاريخ الإرسال: 2019/08/14

الكلمات المفتاحية

ملخص

الصناديق السيادية؛
الأزمات النفطية؛ الإيرادات
النفطية؛ التنويع
الاقتصادي.

تستعرض هذه الدراسة دور صناديق الاستثمار السيادية في إدارة واستثمار الفوائض المالية بشكل فعال كما تبحث في دور تلك الصناديق في الحد من آثار الأزمة الحالية الناتجة من تهاوي أسعار النفط في الأسواق العالمية على عجز الموازنات العامة من خلال تعويض ذلك الجزء من العجز، وتطرح إلى جانب ذلك الدروس المستفادة من تجربة صندوق النرويج السيادي الرائدة في مجال استثمار وإدارة الفوائض النفطية القائمة على التنويع والشفافية، وخلصت الدراسة إلى نتيجة مفادها أن فكرة استثمار الفوائض المالية لا تزال بعيدة عند صناع القرار في الحكومة الجزائرية رغم وجود إمكانية لذلك.

تصنيف JEL: F21؛ E63؛ E22

Abstract

Keywords

his study examines the role of Sovereign Wealth Fund in managing and investing In financial surpluses effectively. It also examines the role of these funds in reducing the effects of the current crisis resulting from the collapse of oil prices in the global markets on the deficit of public budgets by compensating that part of the deficit, And the lessons learned from the experience of Norway's leading sovereign in the field of investment and management of oil surpluses based on diversification and transparency. The study concluded that the idea of investing surplus funds is still far from decision markers in the Algerian government Although there is possibility of that.

sovereign
funds;
oil
crises;
oil
revenues;
economic
diversification
;

JEL Classification Codes : F21 ؛ E63 ؛ E22

* البريد الإلكتروني للباحث المرسل: garoudali17000@gmail.com

1. مقدمة:

يعتمد التقدم التنموي والازدهار الاقتصادي لأي بلد على مدى حسن واستخدام مواردها المالية المتاحة ومما لاشك فيه أن العوائد النفطية تشكل أهم مورد اقتصادي داعم لمختلف التوازنات الاقتصادية للدول المصدرة النفط لهذا قامت بعض هذه الدول بتأسيس صناديق سيادية تستثمر من خلالها هذه الفوائض التي شكلتها من طفرة أسعار النفط في السنوات السابقة في قطاعات اقتصادية متنوعة خارج دائرة المحروقات سواء داخل أو خارج البلاد لحمايتها من تقلبات أسعار النفط وعزل أثارها السلبية على اقتصادياتها خاصة في ظل عدم وضوح الرؤيا المستقبلية لسوق النفط من جهة وتحقيق الإنصاف للأجيال القادمة من هذا المورد الناضب من جهة أخرى.

من المرجح أن تختبر بيئة أسعار النفط المنخفضة قوة العلاقة بين الحكومات في البلدان المصدرة للنفط وصناديقها السيادية فبدون تنفيذ تخفيضات في النفقات العامة سوف تكون تحويلات الحكومات على الأرجح إلى هذه الصناديق أقل من سابق الحال وفي الوقت نفسه من المحتمل أن تزداد ضغوط السحب من أصول صناديق السيادية، وتطرح الظروف الحالية أسئلة عديدة حول استمرار الدول المصدرة للنفط اعتمادها الكبير على مواردها النفطية وديمومة تلك الموارد وتعرض اقتصادياتها المستمر لمخاطر تقلبات الأسواق العالمية، والإمكانات التي توفرها الصناديق السيادية الاستثمارية كبديل ممكن لتلك الموارد.

الإشكالية: انطلاقاً من أهمية الصناديق السيادية في استثمار الفوائض المالية ولعب عائداتها دور البديل في تعويض هذه الموارد نطرح السؤال الجوهرى لدراستنا: **إلى أي مدى نجحت الصناديق السيادية في لعب الدور المنوط بها سواء في استثمار الفوائض المالية أو تنويع مصادر دخل الدولة وحمايتها من مخاطر تقلبات الأسواق الدولية للطاقة؟**

فرضيات الدراسة: تنطلق الدراسة من فرضية مفادها أن الصناديق السيادية تمثل وسيلة ناجعة للحد من الآثار السلبية للأزمات النفطية المتولدة عن أسعار النفط المتقلبة بالشكل الذي يسهم في تحقيق الاستقرار الاقتصادي.

أهمية الدراسة: تستمد هذه الدراسة أهميتها في كونها تنطرق إلى موضوع متجدد يتمحور حول الأزمات النفطية التي تعصف بمختلف التوازنات الاقتصادية للدول النفطية وتهوي بمختلف مؤشرات الاقتصاديات وتهدد استمرار مسيرتها التنموية وما مدى فعالية صناديقها الاستثمارية في حماية اقتصادياتها من هذه الأزمات واحتواء أثارها على التوازنات الاقتصادية.

أهداف الدراسة: تسعى هذه الدراسة إلى إبراز دور صناديق الاستثمار السيادية في الحد من تداعيات الأزمات النفطية واحتواء أثارها على اقتصادات الدول النفطية عامة والجزائر خاصة.

المنهج المتبع: للإحاطة بكافة جوانب الموضوع تم الاستعانة بالمنهج الوصفي التحليلي لعرض كافة الجوانب الفنية المتعلقة بصناديق الاستثمار السيادية والأهداف التي تصبو إلى تحقيقها وكذا رصد وتحليل انعكاس أثار الأزمات النفطية على الدول المصدرة للنفط والدور التي تأديه صناديقها الاستثمارية في حمايتها من الصدمات النفطية.

هيكل الدراسة: للإجابة على الإشكالية المطروحة وتحقيق الأهداف المرجوة تم تقسيم الدراسة إلى ثلاث محاور، تم في أولها عرض الملامح الرئيسية للصناديق السيادية وأهدافها وتم في المحور الثاني الوقوف على دور صندوق ضبط الإيرادات في الحد من اثر الأزمات النفطية على الموازنة العامة للدولة أما المحور الثالث تم فيه التعرف على صندوق معاشات التقاعد الحكومي النرويجي ودوره في استثمار الفوائض النفطية واستقرار الموازنة العامة للدولة.

II. الدراسات السابقة:

1. ماجد عبد الله المنيف "صناديق الثروة السيادية ودورها في إدارة الفوائض النفطية" ورقة بحثية منشورة في مجلة بحوث اقتصادية عربية العدد 47 تصدر عن مركز دراسات الوحدة العربية صيف 2009، تناولت الدراسة دور صناديق الثروة السيادية في استقرار المالية العامة للدولة عبر برمجة تدفق الإيرادات النفطية المتقلبة التي يصعب التنبؤ بها إلى الميزانية وبالتالي تحقيق الاستقرار الاقتصادي، وتوصلت الدراسة إلى أن نجاح هذه الصناديق في أداء مهامها يعتمد على معايير عديدة منها درجة مرونة الإيداع والسحب والاستثمار لتلك الصناديق إضافة لدرجة المساءلة والشفافية ودرجة ارتباط نشاطها مع مسارات المالية العامة.
2. بوفليح نبيل "دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية الواقع وآفاق مع الإشارة لحالة الجزائر" أطروحة دكتوراه علوم في علوم التسيير 2010-2011، تناولت الدراسة كيفية مساهمة صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية في ظل التقلبات التي تسجلها أسعار النفط وعدم اليقين الذي يسوق أسواقها وتوصل الباحث إلى الصناديق السيادية تتوفر على قدرات تمويلية عالية تمكنها من تمويل اقتصاديات الدول النفطية عن طريق رفع ملاءتها المالية وتوفير مصدر تمويل بديل عن مصادر التمويل الأجنبية مما يؤدي إلى التخلص من المديونية كما أنها تحافظ على الاستقرار الاقتصادي وتعزيز قدرة الاقتصاد على التصدي لمختلف الأزمات الاقتصادية العالمية عن طريق تعويض الانخفاض المتوقع في المداخل على مستوى الصادرات أو الإيرادات العامة للدولة.
3. Marie Claie Aoun, Quentin Boulanger "The New Challenges for Oil-Based Sovereign Wealth Fund " The Study Has Been Realized Within The Partnership Between The French Insitute of International Relations and OCP Policy Center, February 2015. تناولت الدراسة التحديات الجديدة التي تواجه صناديق الاستثمار السيادية القائمة على النفط ومدى فعاليتها في إدارة الفوائض النفطية والحد من آثار تقلبات عائدات النفط على اقتصاديات الدول المصدرة للنفط وعالجت تطور إستراتيجيات الاستثمار التي انتهجتها الصناديق السيادية خلال السنوات الأخيرة خاصة في ظل ارتفاع أسعار النفط خلال الفترة 2007-2014 وتوجهها نحو التنمية الاقتصادية لمحلية، وتوصلت الدراسة إلى أن الاحتياطات المالية التي حققتها دول الخليج المصدرة للنفط في صناديقها الاستثمارية خلال السنوات العشر الأخيرة وفرت لها وضع مالي مريح نسبيا ساعدها على مواجهة الأزمات النفطية على عكس بعض الدول المصدرة الأخرى كروسيا ونيجيريا وفنزويلا.
4. Mutiu Gbade Rasaki, Christopher Malikane, "Sovereign Wealth Fund and Macroeconomic Stability in Oil Exporting African Countries" OPEC Energy Review, Volume 42, June 2018.
5. تبحث هذه الورقة في فعالية صناديق استثمار السيادية في الحد من صدمات أسعار النفط على الاقتصاد الكلي في البلدان الإفريقية المصدرة للنفط بحيث قام الباحثان بصياغة نموذج محاكاة التوازن العام يشتمل على صناديق السيادية في القطاع المالي ومقارنته مع نموذج آخر بدون صناديق سيادية، وأشارت تحاليل المحاكاة إلى أن إنشاء صناديق الاستثمار السيادية يمكن أن يخفف من تعرض اقتصادات البلدان الإفريقية المصدرة للنفط لصدمات أسعار النفط وبصفة خاصة يمكن للصناديق السيادية امتصاص الفوائض وتقليل تقلبات أسعار الصرف علاوة على ذلك يمكن أن تعمل على تثبيت مستوى الدين العام الخارجي، كما توصلت الدراسة إلى أن الصدمات النفطية طالما كانت

من أهم لصدمات الخارجية التي تسبب عدم الاستقرار الاقتصادي في الدول الإفريقية المصدرة للنفط وإن إنشاء صناديق الاستثمار السيادية يمكن أن يعزل هذه الاقتصادات عن الصدمات لخارجية.

III. الإطار النظري:

1. الملامح الرئيسية للصناديق السيادية: سيتم التطرق لمختلف المفاهيم المتعلقة بالصناديق السيادية ومختلف أهدافها وكذا التعرف على أنواعها من حيث مصدرها

أ. مفهوم الصناديق السيادية: اختلفت التعاريف المقدمة للصناديق السيادية ومن أهمها ما يلي:

- تعريف صندوق النقد الدولي (FMI): صناديق الثروة السيادية عبارة عن صناديق استثمار ذات أغراض محددة تملكها الحكومة العامة، وتنشئها للأغراض الاقتصادية الكلية، وهي صناديق تحتفظ بالأصول أو تتولى توظيفها أو إدارتها لتحقيق أهداف مالية مستخدمة في تلك استراتيجيات استثمارية تتضمن الاستثمار في الأصول المالية الأجنبية، كما تتسم صناديق الثروة السيادية بتنوع هيكلها المنظمة للجوانب القانونية والمؤسسية وممارسات الحكومة، وهي مجموعة متغايرة الخصائص، فمنها صناديق استقرار المالية العامة وصناديق المدخرات ومؤسسات استثمار الاحتياطات، صناديق التنمية، وصناديق الاحتياطات الغير مقترنة بالالتزامات التقاعدية الصريحة¹.

- تعريف منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية (OECD): الصناديق السيادية هي عبارة عن مجموعة من الأصول المالية المملوكة والمدارة بطريقة مباشرة أو غير مباشرة من طرف الحكومة لتحقيق أهداف وطنية والممولة إما باحتياطات الصرف الأجنبي أو صادرات الموارد الطبيعية أو الإيرادات العامة للدولة أو أية مداخيل أخرى².

- تعريف معهد صناديق الثروة السيادية: أنها عبارة عن صندوق استثمار حكومي مكون من أصول مالية على غرار الأسهم والسندات وغيرها من الأدوات المالية، حيث تشكل موارد الصندوق من فائض ميزان المدفوعات أو الميزانية العامة أو نواتج عمليات الخوصصة أو إيرادات الصادرات السلعية، ووفقا لهذا التعريف فإن صندوق الثروة السيادية لا يتضمن صناديق التقاعد الحكومية والشركات المملوكة للدولة بالإضافة على احتياطات الصرف المدارة من قبل السلطات النقدية والمستعملة لتحقيق أهداف السياسة النقدية³.

من خلال ما سبق يمكن القول أن الصناديق السيادية هي عبارة أداة مالية مستحدثة تديرها الحكومة بطريقة مباشرة أو غير مباشرة ويتم تمويلها عن طريق الفوائض المالية المحققة من ميزان المدفوعات أو الميزانية العامة للدولة أو من خلال الخوصصة أو احتياطات الصرف الأجنبي بغرض ادخارها أو استثمارها في شكل أسهم أو سندات أو أدوات مالية أخرى، بهدف الحفاظ على استقرار الموازنة العامة وتحقيق التنمية الاقتصادية، بالإضافة إلى تحقيق العدالة بين الأجيال.

ب. أنواع الصناديق السيادية: تصنف صناديق الثروة السيادية تبعا إلى مصادر دخلها إلى⁴:

- صناديق سيادية بمصادر أولية: هي صناديق تكونها الدول المصدرة للموارد الأولية وأساسا النفطية، ذلك أنه تطرح أمام هذه الدول إشكالية وتيرة استغلال هذه الموارد التي تتسم معظمها بقابلية النضوب، وما إذا كان من الواجب إبقاء جزء منها في مكانها كحق للأجيال اللاحقة، ولقد وجدت هذه الدول في فكرة الصناديق حلا للمحافظة على نصيب الأجيال في هذه الثروات بحيث يتم إحلال الموارد بشكل آخر من الأصول؛

- صناديق سيادية بمصادر خارج المواد الأولية: تتمثل مواردها أساسا في فائض الميزان التجاري واحتياطات الصرف، مع العلم أن هذا النوع من الصناديق موجود في الدول غير النفطية، كسنغافورة والصين؛

-الصناديق الممولة بعوائد الخوصصة: دخلت الكثير من الدول في برامج لخوصصة القطاع العمومي أدت إلى حصولها على عوائد مالية ضخمة، تباينت استعمالات الدول لهذه العوائد، فمنها من وجهها لتمويل الميزانية العامة مباشرة، ومنها من صوبها لتمويل برامج إعادة هيكلة الاقتصاد وسداد الديون، ونظرا لضخامة العوائد وتخوفا من أن تقود إلى توسع في حجم الإنفاق العام يكون أكبر من الطاقة الاستيعابية للاقتصاد الذي يضيف إلى حالة من التضخم، وانطلاقا من كون المؤسسات المخصوصة هي ملك لجميع الأجيال يتم كل أو جزء من عوائدها إلى صندوق سيادية، ومن أهم الصناديق القائمة على عملية الخوصصة عند إنشائها صندوق السيادي الاسترالي؛

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

ت. أهداف الصناديق السيادية: تتعدد أهداف الصناديق السيادية وتختلف حسب إستراتيجية كل صندوق غير أن جميعها لديها هدف مشترك متمثل في نقل الثروة نحو المستقبل، ويمكن حصر هذه الأهداف في النقاط التالية⁵:

-دخول لتحقيق الاستقرار: تم إنشاء الصناديق السيادية من أجل التصدي لتقلبات أسعار السلع الأساسية (نפט والغاز) وبالتالي ضمان استقرار إيراداتها من صادرات هذه السلع، في الواقع أن سوق السلع الأساسية لاسيما النفط يخضع لتقلبات حادة في أسعارها، وتعاني الدول التي تعتمد اقتصادياتها على صادرات هذه المنتجات من وطأة هذه التغيرات، وقد تكون ميزانياتها غير متوازنة بين الإنفاق المحدد على مدى عدة سنوات والدخل الغير منتظم (يخضع لظروف خارجية)، وبالتالي تساعد صناديق الاستقرار على حماية اقتصاديات هذه الدول من خلال تمويلها وتوفيرها لموارد مستقرة بدل مواردها المتقلبة، أي أن موارد الصندوق لديها القدرة على استيعاب انخفاض أسعار السلع (النפט) وتغطية احتياجات الدولة من التمويل خلال فترات الانكماش، وهذا هو الهدف الأساسي لبعض الصناديق كالهيئة العامة للاستثمارات الكويتية (KIA) وصندوق ضبط الإيرادات الجزائري (FRR)؛

-مدخرات الأجيال: يتمثل هذا الهدف في الحفاظ على الدخل من الموارد الطبيعية الغير متجددة، ومن ثم توفير مدخرات للأجيال القادمة، بتحويل الأصول الغير متجددة إلى أصول مالية طويلة دائمة، أي أنها آلية تعمل لتحقيق وفرة مالية والاستفادة من ثروة اليوم لبناء تراث الغد، وهذا هدف آخر من أهداف (KIA) وجهاز قطر للاستثمار (QIA) وجهاز استثمار أبو ظبي (ADIA)؛

-التنوع الاقتصادي: يضاف إلى معضلة المالية العامة في البلدان النفطية وأبعادها التنموية معضلة أخرى تواجه تلك البلدان التي تعتمد اقتصادياتها على إنتاج وتصدير النفط، وتلك المعضلة كانت ولا زالت أهم هاجس في مخططاتها التنموية، وتتمثل المعضلة بالاستعداد لعصر ما بعد نضوب النفط (سواء نضوبا طبيعيا أو انحسار دوره بسبب التطور التقني للمصادر البديلة) لذلك كان هدف التنوع الاقتصادي أي تنوع مصادر الدخل الوطني أو تنوع مصادر الدخل الحكومي بتطوير القطاعات والإيرادات غير النفطية هدفا معلنا لمعظم البلدان النفطية، وخصوصا في الخليج العربي، وللتعامل مع هذه المعضلة اتبعت البلدان النفطية مسارين متلازمين في بعض الأوقات، ومستقلين في البعض الآخر، يتمثل المسار الأول في استخدام جزء من العائدات النفطية لتطوير البنية الأساسية اللازمة لتنمية القطاعات الإنتاجية والخدمات الملائمة لظروفها، وذلك الجزء المستخدم للتنمية المحلية يختلف باختلاف البلدان واختلاف الظروف الزماني أيضا، أما المسار الثاني فيتمثل في ادخار جزء من الإيرادات النفطية الأنية وتنميتها

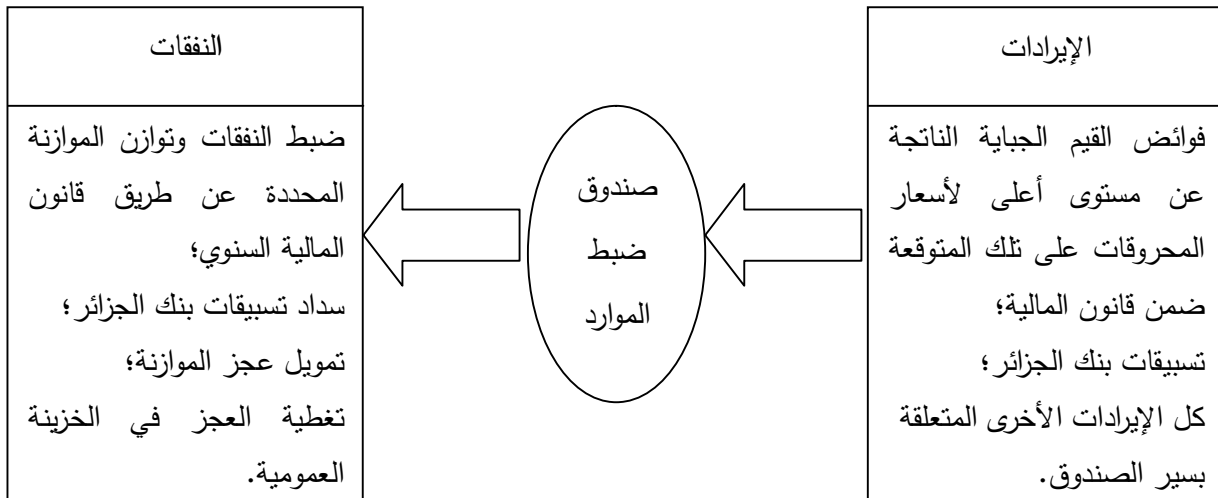
بالاستثمار الداخلي و/أو الخارجي لتشكل دخلا بديلا للنفط عند نضوبه في المدى الطويل، ومن هذه الصناديق نجد صندوق "مبادلة للتنمية" بأبوظبي ومؤسسة دبي للاستثمار (ICD) وجهاز قطر للاستثمار (QIA)؛

-الأداء الأمثل: تهدف بعض الصناديق السيادية إلى تعظيم العائد على الاحتياطات الأجنبية كما هو الحال بالنسبة للشركات الاستثمارية للاحتياطات، وتشمل احتياطات النقد الأجنبي على جزء ضروري للسياسة النقدية وإدارة سعر لصراف، حيث يتحكم البنك المركزي بالاحتياطات الرسمية وتتم إدارتها بعناية فائقة على المدى القصير لتحقيق الهدف المزدوج المتمثل في السلامة والسيولة، وينبغي أن تغطي الاحتياطات عادة ما لا يقل عن ثلاثة أشهر من الواردات أو مقدار الديون قصيرة الأجل للبلاد، والجزء المتبقي من هذه الاحتياطات يمكن أن يدار على نحو أفضل منه في الإطار التقليدي المطبق على الاحتياطات الرسمية، وتحقيقا لهذا الهدف يتم وضعها في صندوق سيادي لاستثمارها في أصول ذات مخاطر عالية ومتنوعة مما يعظم من عائداتها، وهذا هدف كل من شركة الاستثمار الصينية (CIC) وشركة الاستثمار السنغافورية (GIC)؛

-تمويل المعاشات الاقتصادية: أنشئت بعض الصناديق من أجل مواجهة العجز في المستقبل لدفع المعاشات التقاعدية، نتيجة لتزايد النمو الديموغرافي والقدرة على تغطية متطلبات التمويل المتعلقة بها في المستقبل، فعندما تتراكم الاحتياطات المالية وتكون البيئة الديمغرافية مواتية يمكن استغلال هذه الظروف واستثمار هذه الفوائض للاستفادة منها، ثم استخدامها للمساهمة في تمويل المعاشات التقاعدية عندما تكون هناك احتياجات متزايدة عليها نتيجة لتأثير الشيخوخة. وهذا هو الغرض من صندوق الاحتياطي الفرنسي للتقاعد وصندوق احتياطات التقاعد الشيلي.

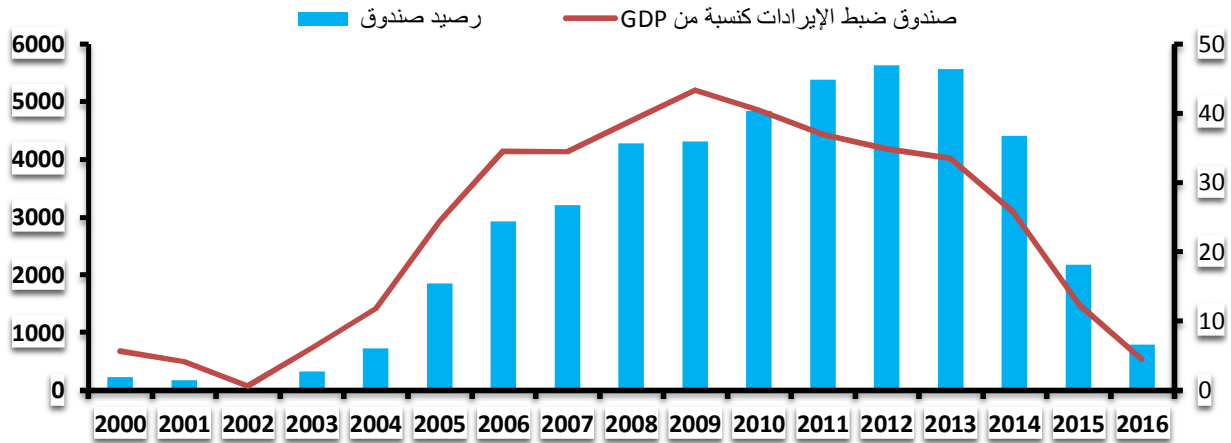
2. دور صندوق ضبط الإيرادات في الحد من آثار الأزمات النفطية على الموازنة العامة للدولة: أدى الاعتماد المتزايد على الإيرادات النفطية التي ترتبط بتقلبات أسعار النفط كمورد أساسي لتغطية حجم نفقاتها المتزايدة إلى تقلب وعدم استقرار الموازنة العامة للدولة ولتلافي عدم استقرار وضعية الموازنة أنشأت الجزائر كغيرها من الدول النفطية صندوق استقرار يعمل على ضبط إيراداتها المالية عبر برمجة تدفق الإيرادات النفطية المتقلبة نحو الموازنة العامة. أنشأت وتطور صندوق ضبط الإيرادات: تأسس صندوق ضبط الإيرادات بمقتضى المادة 10 من قانون المالية التكميلي لسنة 2000 والذي ينص على فتح في حسابات الخزينة حساب تخصيص رقم 103-302 بعنوان "صندوق ضبط الإيرادات"⁶، ويمكن توضيح إيرادات ونفقات هذا الصندوق في الشكل التالي:

شكل رقم (01): عمليات صندوق ضبط الموارد.



ويعتمد نمو موارد الصندوق على نمو الجباية النفطية التي تمثل الممول الرئيسي له والتي ترتبط بدورها بوضعية أسعار النفط، لذا تلعب هذه الأخيرة دورا مهما في تغذية موجودات الصندوق وأن أي خلل في هذه التغذية تنعكس عوارضه مباشرة على موجودات الصندوق التي يمكن توضيحها في الشكل التالي:

شكل رقم (02): تطورات حجم صندوق ضبط الإيرادات خلال (2000-2016) الوحدة (مليار/ دينار)



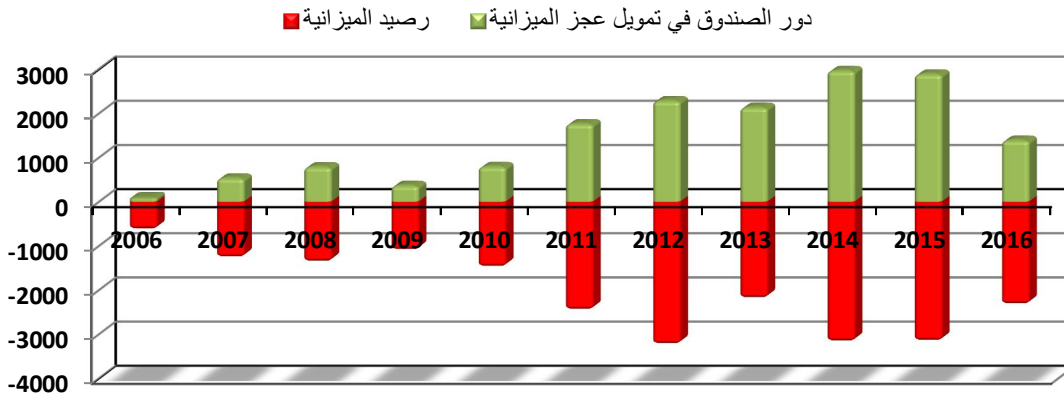
المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على تقارير المديرية العامة للتنبؤ والسياسات بوزارة المالية لعام 2016.

من خلال الشكل أعلاه يتبين أن رصيد صندوق ضبط الإيرادات ظل في ارتفاع مطرد ابتداء من سنة 2003 أين سجل 320.9 مليار دينار نتيجة لطفرة أسعار النفط خلال تلك الفترة إلى أن وصل إلى 5563.5 مليار دينار سنة 2013، لينخفض رصيد الصندوق بعد ذلك إلى 4408.2 مليار دينار سنة 2014 أي بنقصان قدر بـ 26% مقارنة بسنة 2013، ليستمر التراجع في رصيد الصندوق إلى أن وصل إلى 2173.8 مليار دينار سنة 2015 أي انخفض بأكثر من النصف تقريبا مقارنة بالسنة السابقة والسبب في ذلك يرجع بالأساس إلى الانهيارات التي عرفت أسعار النفط في السوق العالمية بداية من منتصف 2014.

ومزامنة لسلوك أسعار النفط المنخفضة خلال ذات الفترة واصلت موجودات صندوق ضبط الإيرادات انخفاضها وتخلت بذلك عن الزيادات المحققة خلال السنوات السابقة نتيجة تراجع مداخيل الصندوق من الجباية البترولية التي تعد الممول الرئيسي له، مما ضاعف الضغوطات على صندوق ضبط الموارد حيث بلغت موارده جراء السحوبات مقدار 784.5 مليار دينار سنة 2016 لتستنفذ موارد الصندوق بالكامل خلال عام 2017.

ب. صندوق ضبط الإيرادات ودوره في استقرار الموازنة العامة للدولة: هناك علاقة ارتباط وثيقة بين صندوق ضبط الإيرادات والميزانية العامة للدولة، حيث أنه يمتص فائض إيرادات الجباية النفطية الناتجة عن مستوى أعلى لأسعار المحروقات على تلك المتوقعة ضمن قانون المالية (الموجهة للميزانية) وتمويل عجزها عند حدوث نقص في مواردها مرة أخرى عند تراجع أسعار المحروقات، ويمكن توضيح دور الصندوق في تمويل عجز الميزانية من خلال الشكل التالي:

شكل رقم (03): دور صندوق ضبط الإيرادات في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة خلال الفترة (2006-2016)



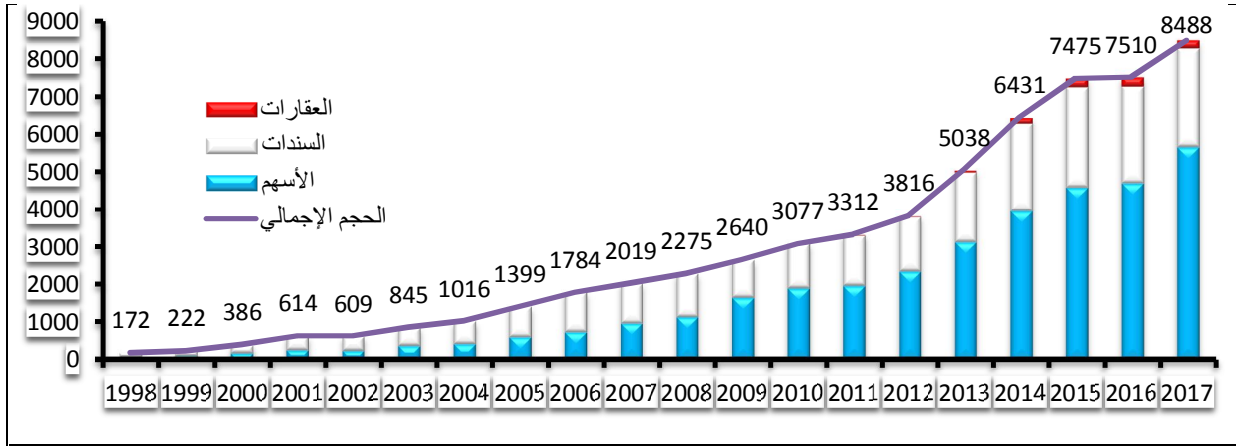
المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على تقارير المديرية العامة للتنبؤ والسياسات بوزارة المالية لعام 2016.

بعد أن ساهمت موجودات صندوق ضبط الإيرادات عند بداية إنشائه في التسديد المسبق لمديونية الجزائر أصبحت تلعب دورا كبيرا في الحفاظ على استقرار الموازنة العامة للدولة بداية من سنة 2006 أين سجلت عجز قدره 1872.9 مليار دينار ويعزى هذا الارتفاع المتواصل في عجز الموازنة العامة إلى تبني الحكومة لسياسة مالية توسعية ترمي إلى تحفيز النمو الاقتصادي الذي يعبر عنها ارتفاع الإنفاق الحكومي الاستثماري ضمن برنامج دعم النمو (2005-2009) حتى أصبح العجز ظاهرة دورية مستمرة يتم تغطيتها من موجودات الصندوق وصل إلى (3172.3) مليار دينار سنة 2015 تم تغطيته من قبل الصندوق بقيمة 2886.5 مليار دينار بنسبة تغطية بلغت 91% خلال نفس السنة، وبهذا الدور يكون الصندوق قد شكل مصدرة مالية تعمل على امتصاص الصدمات النفطية واحتواء أثارها على الموازنة العامة. إلا أن اعتماد موارد صندوق ضبط الإيرادات على مورد أحادي يتمثل في فائض الجباية البترولية من ناحية واستخداماتها بشكل مكثف لسد الفجوات التمويلية في الموازنة العامة دون مراعاة التغيرات المفاجئة والسريعة في أسعار هذا المورد من ناحية ثانية عجل بنفاذ موجودات الصندوق في ظرف وجيز، بالإضافة إلى ذلك توفرت جملة من العوامل ساعدت على نفاذ موجودات الصندوق من أهمها:

- صندوق ضبط الإيرادات لا يخضع لرقابة السلطة التشريعية "البرلمان" نظرا لانتماؤه إلى الحسابات الخاصة للخزينة وبالضبط إلى حسابات التخصيص الخاص التي تتميز بأنها مستقلة عن الموازنة العامة للدولة أي أنها لا تخضع لقواعد ومبادئ إعدادا وتنفيذ الموازنة العامة، فضلا عن عدم نشر تقارير دورية تفصيلية حول الصندوق والاكتفاء بنشرها في قانون المالية السنوي وحرمان الرأي العام من الإطلاع على تطور وضعية الصندوق؛
- إن اعتماد موارد صندوق ضبط الإيرادات على مورد أحادي يتمثل في فوائض الجباية النفطية المحددة بمستويات أسعار النفط التي تحكمها عوامل خارجية جعل التدفقات المالية الواردة للصندوق شديدة الحساسية اتجاه التطورات في الأسعار العالمية للنفط فعند انخفاض أسعار النفط تكون تحويلات الحكومة إلى الصندوق أقل من سابق الحال وهذا ما اتضح في الآونة الأخيرة عند تقادم الأزمة النفطية خلال 2014؛
- تبني الحكومة لسياسة مالية توسعية تجلّى خلالها الارتفاع المتزايد للإنفاق العام وتقادم عجز الموازنة العامة للدولة من سنة لأخرى جعلها في كل مرة تلجأ إلى الاقتطاع من موارد صندوق ضبط الإيرادات لتوفير الاحتياجات المالية للموازنة العامة وتمويل عجزها الأمر الذي ساهم في عدم نمو موارد الصندوق وعجل بنفاذها، كما أن القانون

- الأساسي لإنشاء صندوق ضبط الإيرادات لم يتضمن أي قواعد مالية تحدد الحد الأعلى لاستخدامات الصندوق وحجم السحوبات السنوية منه لتغطية عجز الموازنة العامة للدولة؛
- استخدام الحكومة لموارد صندوق ضبط الإيرادات في التسديد المسبق للمديونية العمومية الخارجية خلال الفترة 2000-2009 ساهم في تقليص حظوظ نمو موارد الصندوق على المدى الطويل؛
 - يمثل صندوق ضبط الإيرادات خزان مالي يحتوي على فوائض مالية مكدسة تم استنزافها مع مرور الوقت وبالتالي فوت على الجزائر فرص استثمار هذه الفوائض سواء داخليا أو خارجيا في مجالات وقطاعات متنوعة تحقق عوائد مالية إضافية تعود بالفائدة على الاقتصاد الوطني؛
 - على اعتبار أن وزارة المالية هي الهيئة المكلفة بتسيير الصندوق جعله لا يتمتع كأقرانه من صناديق الاستثمار بالاستقلالية المالية والقانونية كما لا يتمتع بهيكل تنظيمي وإداري مستقل عن الوزارة ولا يخضع الصندوق لرقابة مستقلة خارجية كمجلس المحاسبة مثلا كما لا يخضع لرقابة البرلمان مما جعله أداة تستخدمها الحكومة لاعتبارات ومناورات سياسية على حساب الاعتبارات الاقتصادية.
3. دور صندوق معاشات التقاعد الحكومي النرويجي في استثمار الفوائض النفطية: حققت النرويج عائدات مالية كبيرة جراء تصدير النفط تم تحويل الفائض عن احتياجاتها نحو صندوق معاشات التقاعد الحكومي بهدف تجنب التأثيرات السلبية للثروة النفطية على الاقتصاد النرويجي واستثمارها في تشكيلة واسعة من فئات الأصول لتحقيق عوائد مالية تساعد على استقرار الموازنة العامة للدولة وحمايتها من أثر تقلبات العائدات النفطية.
- أ.نشأة وتطور صندوق معاشات التقاعد الحكومي النرويجي: تأسس صندوق معاشات التقاعد الحكومي في جوان 1990 بقرار صادر من البرلمان النرويجي، ليقوم بتسيير الفوائض النفطية المحولة إليه، غير أنه لم يبدأ نشاط عمله إلا في عام 1996 عندما تم تحويل مبلغ 2مليار كرونة نرويجية للصندوق ليقوم باستثمارها على شكل سندات حكومية فقط لتقوم وزارة المالية بإعادة النظر في إستراتيجيتها الاستثمارية سنة 1997 وخصصت 40% من موجودات الصندوق لاستثمارها في الأسهم، ونتيجة لذلك انشأ بنك إدارة الاستثمار النرويجي (NBIM) في جانفي 1998 أوكلت له مهمة إدارة وتسيير الصندوق تحت إشراف ورقابة وزارة المالية، ليتم تغيير اسم الصندوق عام 2006 من صندوق النفط إلى صندوق معاشات التقاعد الحكومي النرويجي. ويتمثل الهدف الأساسي للصندوق في الحفاظ على إيرادات المورد الناضب (النفط) واستغلالها بشكل جيد من خلال توظيفها في استثمارات متنوعة بشكل كفؤ لتحقيق عوائد مجزية، بالإضافة إلى⁷:
- الحفاظ على الثروة النفطية مع التوزيع العادل لها بين الأجيال؛
 - تحويل الإيرادات النفطية إلى أصول مالية من خلال استثمارها في الأسواق المالية العالمية مع الأخذ بعين الاعتبار مبدأ: العائد/المخاطرة؛
 - الحفاظ على استقرار الموازنة العامة للدولة وحمايتها من أثر تقلبات المداخل النفطية "العللة الهولندية".

شكل رقم (04): تطورات حجم أصول صندوق معاشات النرويج خلال الفترة (1998-2017) (الوحدة(مليار/ كرونة نرويجية)

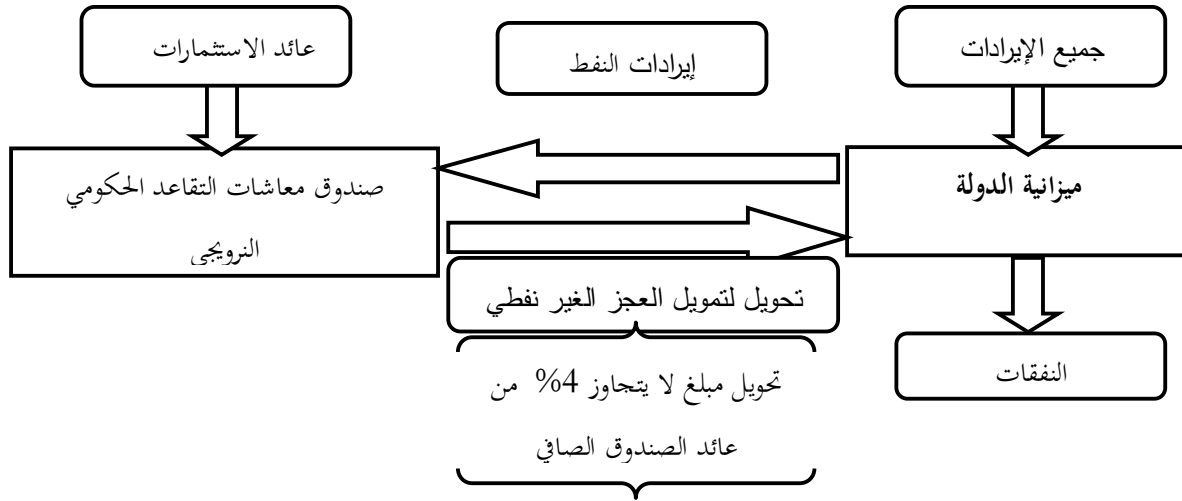


المصدر: من إعداد الباحثين بناء على التقرير السنوي لبنك النرويج لإدارة الاستثمارات (NBIM)، أعداد مختلفة من 2000-2017.

الملاحظ من الشكل أعلاه هو الارتفاع المتواصل لقيمة رأس مال الصندوق، حيث انتقل من 386 مليار كرونة نرويجية (47.47 مليار دولار) سنة 2000 إلى 5038 مليار كرونة نرويجية (619.5 مليار دولار) سنة 2013 ليحتل بذلك صندوق معاشات التقاعد الحكومي المرتبة الأولى عالمياً في تصنيف الصناديق السيادية ليوصل ارتفاع حجم أصوله حتى بلغ 7952 مليار كرونة نرويجية (8488 مليار دولار) في نهاية عام 2017، ليقف بهذا ضعف الناتج المحلي الإجمالي للنرويج المقدر بـ (370.56 مليار دولار) خلال نفس الفترة. ووصل متوسط نمو حجم أصول الصندوق خلال الفترة من 2000-2017 إلى 20.35% وهذا ما يدل على كفاءة وفعالية الصندوق في التوظيف الأمثل للموارد وحسن تسييرها وإدارتها، مع العلم أنه قد بلغت التحويلات من طرف الحكومة النرويجية باتجاه الصندوق منذ تأسيسه 1996 إلى نهاية الربع الثالث من 2017 ما مجموعه 3351 مليار كرونة نرويجية (412 مليار دولار) وحقق عائداً تراكمياً قدره 3318 مليار كرونة نرويجية أي ما يعادل (469.6 مليار دولار)⁸.

ب. علاقة صندوق المعاشات الحكومي النرويجي بالميزانية العامة: تنص المبادئ التوجيهية للسياسة المالية لعام 2001 أن استخدام الإيرادات النفطية مقاساً بالعجز الهيكلي في الموازنة العامة غير نفطية يجب أن يتطابق مع نسبة من العائد الحقيقي لصندوق معاشات التقاعد الحكومي قدرها 4% سنوياً وتقوم هذه السياسة على أن استخدام العائد الحقيقي على الصندوق GPFG يضمن عدم تآكل رأسمال الصندوق والشكل التالي يوضح العلاقة ما بين الصندوق والموازنة العامة:

شكل رقم (05): العلاقة بين الموازنة العامة وصندوق المعاشات الحكومي النرويجي.



Source : Tom A. Fearnley, *Norway's Government Pension Fund: Investing for the long run*, Oxford Pensions Conference, Oxford, 27/09/2012, P12.

يتضح من الشكل أعلاه أن الصندوق لديه علاقة ارتباط قوية مع الموازنة العامة للدولة من خلال امتصاص فائض الإيرادات النفطية في نهاية كل سنة، كما له تحويلات مالية مخصصة لتمويل العجز الغير نفطي والتي حددتها القاعدة المالية التي وضعها البرلمان سنة 2001 والتي تنص على أن حصة النفط التي يمكن استخدامها في تغذية الاقتصاد النرويجي ترتبط بالعائد الحقيقي المتوقع من استثمار إيرادات النفط في صندوق المعاشات التقاعدية الحكومي، والمقدرة مسبقاً 4% من العائد الصافي للصندوق.

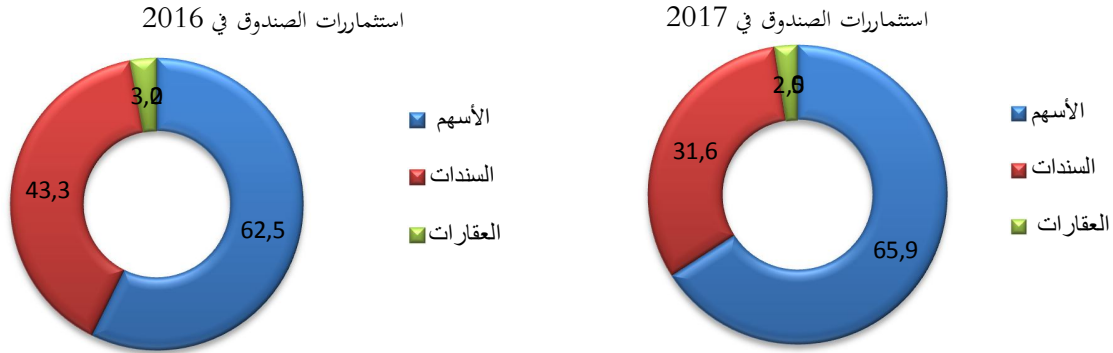
وعليه فإن صندوق معاشات التقاعد الحكومي يمتص جميع الإيرادات النفطية المحققة من قطاع المحروقات وعزلها من إعادة استثمارها داخل الاقتصاد النرويجي بغرض تقوية الاقتصاد وعدم مزاحمة القطاع الخاص، وتحقيق تنويع اقتصادي من خلال تشجيع مساهمة قطاعات خارج المحروقات بالحصة الأكبر في الناتج الإجمالي.

وقد ذكرت الحكومة النرويجية في تقريرها لسنة 2017 أنها تعتزم الانسحاب على المدى الطويل من الصندوق مع مرور الوقت ويجب أن تعادل نسبة تحويل الصندوق للميزانية 3% عوضاً عن 4%. وتساعد هذه القاعدة المالية على التخلص من عائدات النفط تدريجياً في الاقتصاد وإنفاق العائد على الصندوق فقط بدل الأكل من رأسماله، مما يعني استفادة الأجيال القادمة من الصندوق⁹، على عكس صندوق ضبط الإيرادات الذي تجمد أمواله ويشكل حصالة تسحب منها الأموال لتتآكل وتختزل بذلك موجودات الصندوق خلال فترة وجيزة من الزمن وهذا ما أثبتته الأزمة النفطية الحالية.

ت. الإستراتيجية الاستثمارية لصندوق المعاشات الحكومي النرويجي: تحدد وزارة المالية الإستراتيجية الاستثمارية للصندوق بصفتها مالك له، وتقوم إدارة الاستثمارات في بنك النرويج المركزي بتنفيذها بصفتها مدير تنفيذي، كما يخضع في سياسته الاستثمارية لرقابة البرلمان التي تعرض عليه الميزانية العامة بالإضافة إلى التقرير السنوي على إستراتيجية الصندوق وأدائه¹⁰ وللوقوف على الإستراتيجية الاستثمارية لصندوق نسلط الضوء على توزيعات استثماراته حسب فئات الأصول المختلفة وعلى حسب التوزيع الجغرافي من خلال ما يلي:

-توزيع الاستثمارات حسب فئة الأصول: يقوم صندوق معاشات التقاعد الحكومي النرويجي بالاستثمار في ثلاثة أصول، والتي يمكن توضيحها في الشكل التالي:

شكل رقم (06): توزيع استثمارات GPFG حسب فئات الأصول خلال (2016-2017).

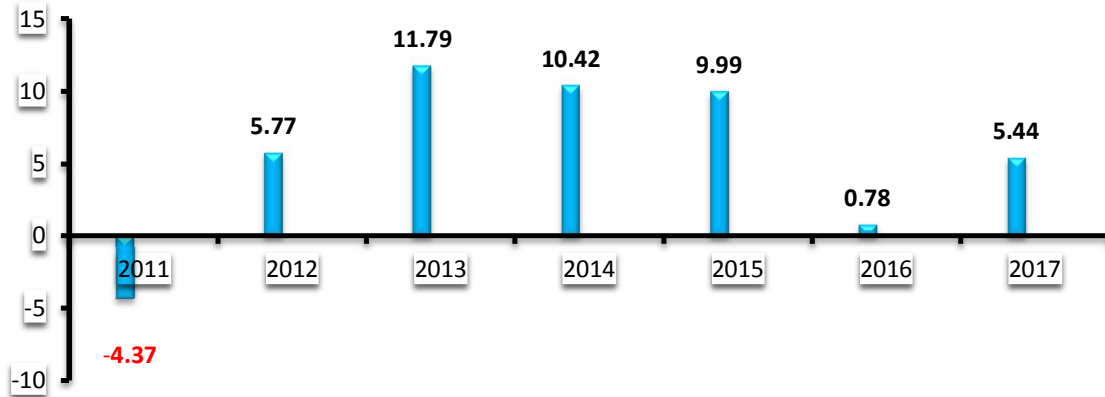


المصدر: من إعداد الباحثين، اعتماداً على تقارير بنك "NBIM" 2016، 2017.

من خلال الشكل أعلاه يتضح أن محفظة الاستثمارية للصندوق تتكون من ثلاثة أصول رئيسية، تشكل الأسهم الحصة الأكبر من حجم الاستثمار الإجمالي، فبعد أن خصصت وزارة المالية 40% من موجودات الصندوق للاستثمار في الأسهم سنة 1998 أخذت هذه النسبة منحى تصاعدي حتى وصلت إلى 62.5% و 65.9% سنة 2016 و 2017 على التوالي كما يوضح الشكل لرقم (06)، لتنتقل بذلك قيمتها من 4691 مليار كرونة في 2016 إلى 5242 مليار كرونة (644.68 مليار دولار) في نهاية الربع الثالث من 2017 موزعة على 8985 شركة في نهاية 2016 مقارنة بـ 9050 شركة سنة 2015، وقد كان لديه حصص تزيد عن 2% في 1158 شركة وأكثر من 5% في 28 شركة، وتأتي استثمارات الدخل الثابت (السندات) في المرتبة الثانية فبعد أن كانت نسبتها 60% قبل سنة 2007، قامت إدارة الصندوق بعدة تخفيضات في نسبة هذه الأخيرة حتى وصلت إلى 43.3% سنة 2016 و 31.6% في نهاية الربع الثالث من سنة 2017، وتتألف استثمارات الصندوق في الأصول ذات الدخل الثابت من 4871 ورقة مالية (سند) من 1250 مصدر نهاية 2016 موزعة على 34 عملة، من هنا يمكن القول أن ارتفاع الوزن النسبي للأسهم على حساب أصول الدخل الثابت (السندات) داخل المحفظة الاستثمارية للصندوق يدل على توجهات الصندوق نحو الإستراتيجية الاستثمارية طويلة الأجل (باعتباره أداة ادخارية للأجيال القادمة) وينتهج سياسية هجومية التي يسعى من خلالها إلى تحقيق أكبر عائد ممكن مع مستوى مناسب من المخاطر بالإضافة لعدم احتياجاته للسيولة على المستوى القصير. وقد حل الاستثمار في قطاع العقارات في المرتبة الأخيرة، والذي بدأ الاستثمار فيه صيف 2008 بعد موافقة البرلمان النرويجي باقتراح من طرف (NIBM) وتم تحديد نسبة 5% من إجمالي المبلغ المستثمر للاستفادة من تراجع أسعار العقارات خلال الأزمة المالية، وتتركز أسواق أهم ممتلكات الصندوق من العقارات في أوروبا وأمريكا الشمالية، وتقدر القيمة الإجمالية المستثمرة في قطاع العقارات لسنة 2016 و 2017 بقيمة 242 و 199 مليار كرونة نرويجية على التوالي.

-توزيع الاستثمارات حسب المناطق الجغرافية: إضافة إلى تنوع الصندوق تشكيلة محفظته الاستثمارية يقوم بتوزيعها كذلك جغرافياً من خلال تنوع استثماراته في العديد من الدول والشركات الرائدة ويمكن توضيح التوزيع الجغرافي لاستثمارات الصندوق في الشكل التالي:

شكل رقم (07): التوزيع الجغرافي لاستثمارات GPFG عام 2016.



المصدر: من إعداد الباحثين، اعتماداً على التقرير السنوي 2016 لبنك (NBIM) ص 36 .

من خلال الشكل رقم (11) يتضح أن الصندوق استطاع أن ينوع استثماراته في مناطق مختلفة من العالم وحسب تقارير السنوية لبنك إدارة الاستثمار النرويجي فإن صندوق معاشات التقاعد الحكومي يستثمر في أكثر من 77 دولة حالياً موزعة ما بين 8985 شركة، وللتفصيل أكثر حول التوزيع الجغرافي لاستثمارات الصندوق نأخذ كل منطقة على حدا¹¹:

أمريكا الشمالية: تمثل أسواق أمريكا الشمالية الوجهة الرئيسية لاستثمارات الصندوق، حيث استحوذت على نسبة 42.3% من إجمالي المبلغ المستثمر في نهاية 2016، بمبلغ وصل إلى 3176.73 مليار كرونة نرويجية (390.6 مليار دولار أمريكي) موزعة على 2268 شركة من أهمها الشركات الأمريكية، حيث استثمر مبلغ 44.965 مليون كرونة نرويجية في شركة (Apple) و 34665 مليون كرونة نرويجية في شركة (Microsoft) و 26319 مليون كرونة نرويجية في شركة (Exxon Mobil)، بالإضافة 2071 سند من 582 مصدر موزعة على عدة أنواع من السندات من أهمها السندات الحكومية مثل سندات الولايات المتحدة الأمريكية المقدرة بـ 579 مليون كرونة نرويجية ومبلغ 2030 مليون كرونة نرويجية في سندات بنك أمريكا، وأكثر من 400 محفظة عقارية منها 57% في أمريكا موزعة على عدة مدن مثل 25.2 في نيويورك سيتي و 5.8% في العاصمة واشنطن.

أوروبا: تستحوذ الأسواق الأوروبية على نسبة 36% وهي تمثل الثلث من إجمالي المبلغ المستثمر والمقدرة بـ 2703.6 مليار كرونة نرويجية (332.5 مليار دولار أمريكي) موزعة على 1881 شركة من أهمها 50.985 مليون كرونة نرويجية مستثمرة في شركة (Nestlé SA) السويسرية و 46.153 مليون كرونة مستثمرة في شركة (Royal Dutch Shell) في المملكة المتحدة، بالإضافة إلى 1584 سند من 489 مصدر منها سندات حكومية مثل سندات الحكومة الألمانية المقدرة بـ 137.231 مليون كرونة و 88.983 مليون كرونة في سندات المملكة المتحدة و 49.121 مليون كرونة في سندات الحكومة الفرنسية وأخيراً 358 محفظة عقارية منها نسبة 12.5 مستثمرة في المملكة المتحدة و 7.3 في فرنسا و 4.5 في إسبانيا.

آسيا وأوقيانوسيا: تستحوذ منطقة آسيا على نسبة 15.8% من إجمالي المبلغ المستثمر والمقدرة بـ 1186.5 مليار كرونة (145.87 مليار دولار) موزعة على 3898 شركة من أهمها 17.755 مليون كرونة مستثمرة في شركة (Samsung Electronics) الكورية الجنوبية و 6.1 مليون كرونة في شركة (Tocalo) اليابانية، بالإضافة إلى 617 سند

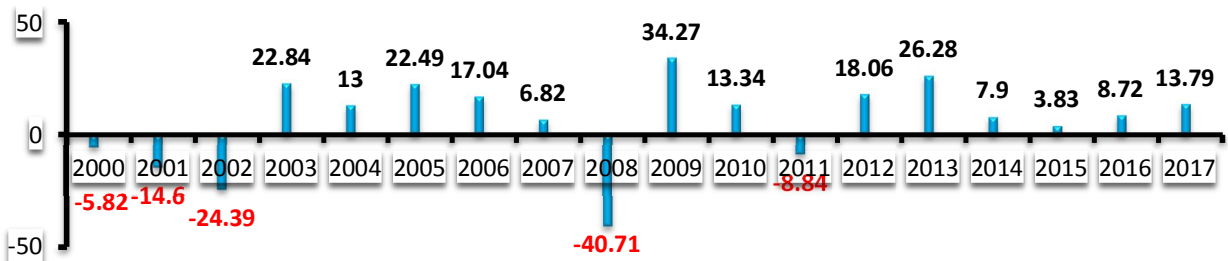
من 68 مصدر منها سندات حكومية مثل سندات الحكومة اليابانية المقدرة بـ161,544 مليون كرونة و51.99 مليون كرونة في سندات كوريا الجنوبية. كما تستحوذ أوقيانوسيا على نسبة 2.1% من إجمالي المبلغ المستثمر والمقدرة بـ 57.71 مليار كرونة (19.3 مليار دولار) موزعة على 328 شركة و159 سند من 36 مصدر من أهمها سندات الحكومة الاسترالية المقدرة بـ 27.34 مليون كرونة.

إفريقيا والشرق الأوسط: تستحوذ أسواق هذه المنطقة على أقل نسبة من استثمارات الصندوق حيث لا تتعدى مجتمعة نسبة 1% مقسمة إلى 0.6% لإفريقيا المقدرة بـ45.06 مليار كرونة نرويجية (5.5 مليار دولار) موزعة على 196 شركة و16 سند من مصدرين اثنين، ونسبة 0.4% للشرق الأوسط المقدرة بـ30.64 مليار كرونة (3.6 مليار دولار) موزعة على 152 شركة و33 سند من 12 مصدر.

أمريكا اللاتينية والمنظمات الدولية: تستحوذ أمريكا اللاتينية على نسبة 2% من إجمالي المبلغ المستثمر والمقدرة بـ 150.2 مليار كرونة نرويجية (18.42 مليار دولار) موزعة على 262 شركة و173 سند من 36 مصدر من أهمها السندات الحكومية المكسيكية المقدرة بـ54.214 مليون كرونة و28.162 مليون كرونة في سندات الحكومة البرازيلية. كما تستحوذ المنظمات الدولية على نسبة 0.8% من إجمالي المبلغ المستثمر المقدرة بقيمة 60.08 مليار كرونة (7.38 مليار دولار) موزعة على 28 سند من 25 مصدر ومن أهمها سندات بنك الاستثمار الأوربي المقدرة بـ 18.189 مليون كرونة.

ث. تقييم عوائد صندوق المعاشات الحكومي النرويجي: إن القائمين على إدارة الصندوق يعتبرونه أداة ادخار للأجيال القادمة في النرويج، حيث يعتقدون بأنه يوم ما سينضب النفط وعوائده، لكن العائد على الصندوق سوف يظل يعود بالنفع على السكان النرويجيين. لهذا فإن بعد اتخاذ القرارات الاستثمارية لابد من تقييم نتيجة القرار للتأكد بأنه صحيح، وقد حقق الأهداف المرسومة، ويمكن توضيح معدلات العائد على الأصول الثلاثة المكونة للصندوق، ومن ثم تسليط الضوء على معدل العائد الإجمالي للصندوق في ما يلي:

- **تطور عائدات الأسهم:** يمكن الوقوف على تطورات عوائد الأسهم خلال سنوات الدراسة في الشكل التالي:
شكل رقم (08): تطورات عوائد أسهم الصندوق خلال الفترة (2000-2017).

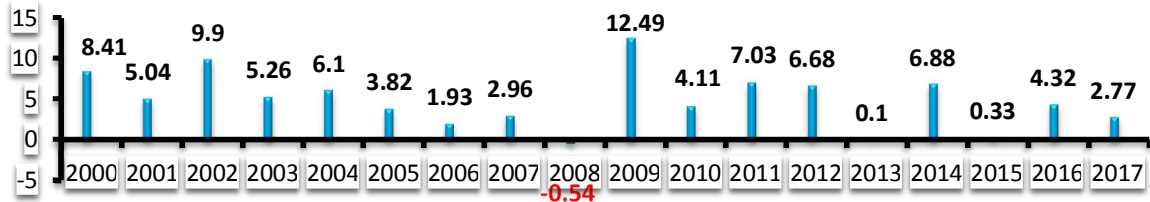


المصدر: من إعداد الباحثين بناء على التقرير السنوي لبنك النرويج لإدارة الاستثمارات (NBIM)، أعداد مختلفة من 2000-2017.

من خلال الشكل أعلاه يتضح أن عوائد الأسهم عرفت تطورات كبيرة خلال فترة الدراسة، فبعد أن حقق الصندوق أعلى معدل لعائد الأسهم سنة 1999 والمقدر بـ34.8% أي بعد سنة من إصدار قرار الاستثمار في الأسهم ليحقق بعد ذلك خسائر لثلاث سنوات متتالية، لتحافظ على ارتفاعها مرة أخرى بداية من سنة 2003 حتى سنة 2008 أين حقق الصندوق أكبر خسارة في تاريخه والمقدرة بقيمة (-40.71) نتيجة لحدوث الأزمة المالية لترتفع بعد ذلك العوائد بشكل

مضطرد سنة 2009 محققة 34.27%، وما إن لبثت حتى عاودت الانخفاض إلى (-8.84) سنة 2011 نتيجة لازمة الديون السيادية الأوربية، واستقرت بعد ذلك عوائد الأسهم بعد تحسن ظروف الأسواق المالية سنة 2013 حتى وصلت إلى 13.79% في نهاية الربع الثالث من 2017.

-تطور عوائد السندات: يمكن الوقوف على تطورات عوائد السندات خلال سنوات الدراسة في الشكل التالي:
شكل رقم (09): تطورات عوائد السندات الصندوق خلال الفترة (2000-2017).

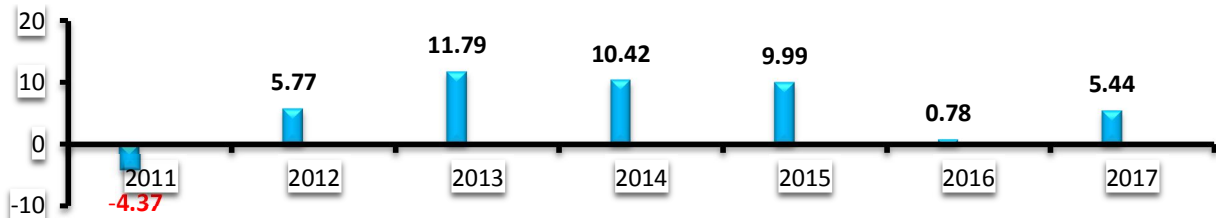


المصدر: من إعداد الباحثين بناء على التقرير السنوي لبنك الترويج لإدارة الاستثمارات (NBIM)، أعداد مختلفة من 2000-2017.

يتضح من الشكل أعلاه أن الأصول ذات الدخل الثابت خلال فترة الدراسة عرفت استقرار نسبي في عوائدها وهذا ما توضحه معدلات العائد المتقاربة، خلافا لسنة 2008 التي حقق الصندوق خسارة معتبرة بلغت (-0.54) نتيجة للأزمة المالية، وما يعكس ثبات عوائد هذه السندات هو أن استثمارات الصندوق في الأصول ذات الدخل الثابت تخصص 70% منها في السندات الحكومية التي تعرف بثبات عوائدها وضمانها نظرا لجهة إصدارها، ويوزع الصندوق استثماراته في السندات الحكومية وفقا لأدائها الاقتصادي مقاسا بإجمالي الناتج المحلي (معدل النمو) إضافة لقوة عملتها، وغالبا ما يركز الصندوق في هذا النوع من الاستثمار في اقتصاديات الدول متقدمة النمو مع نسبة عالية في السندات المقومة باليورو (الجنيه، الدولار...) إضافة 11% من السندات الحكومية المقومة بعملات من الأسواق الناشئة التي لديها تصنيف ائتماني قوي¹².

-تطور عوائد العقارات: يمكن الوقوف على تطورات عوائد العقارات خلال سنوات الدراسة في الشكل التالي:

شكل رقم (10): تطورات عوائد العقارات الصندوق خلال الفترة (2011-2017).



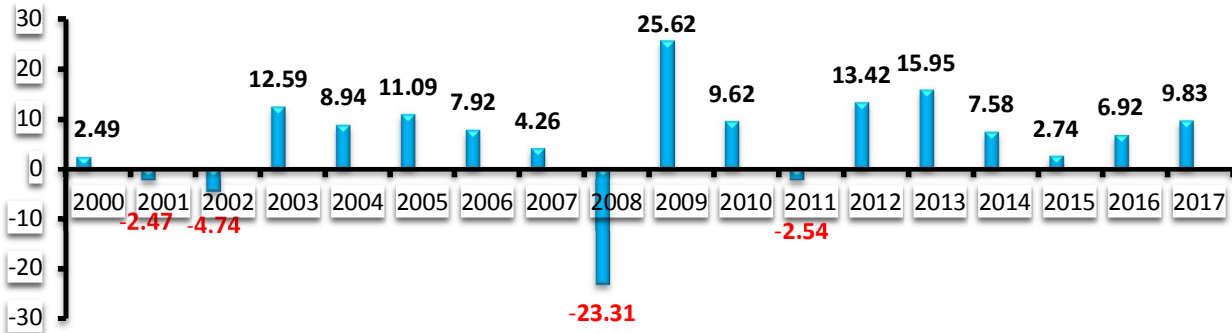
المصدر: من إعداد الباحثين بناء على التقرير السنوي لبنك الترويج لإدارة الاستثمارات (NBIM)، أعداد مختلفة من 2011-2017.

من خلال الشكل أعلاه يتضح أن عوائد العقارات حققت خسارة سنة 2011 بقيمة (-4.37%) لترتفع بعد ذلك بشكل مستمر حتى وصلت إلى 9.99% سنة 2015 وانخفضت بشكل كبير سنة 2016 نتيجة لتبعات انهيار أسعار النفط منتصف 2014 على الأسواق العقارية، ويركز الصندوق استثماراته العقارية على الأصول عالية الجودة في عدد محدود

من المدن العالمية الكبرى مثل (نيويورك، واشنطن، لندن، باريس، برلين، طوكيو، سنغافورة) التي يمكن أن تحقق عائد جيد مع مرور الوقت، ويعتمد عائد محفظة الاستثمارات العقارية على إيرادات الإيجار إضافة تغيرات القيمة الاسمية للأصل.

-تطور العائد الإجمالي للصندوق: يهدف الصندوق إلى تكوين استثمارات متنوعة بشكل جيد موزعة المخاطر وتحقيق أعلى عائد ممكن في إطار الإستراتيجية المحددة والقيود المنصوص عليها من طرف وزارة المالية.

شكل رقم (11): تطورات العائد الإجمالي للصندوق خلال الفترة (2000-2017).



المصدر: من إعداد الباحثين بناء على التقرير السنوي لبنك النرويج لإدارة الاستثمارات (NBIM)، أعداد مختلفة من 2000-2017.

من خلال الشكل رقم (11) يتبين أن عائد الاستثمار الإجمالي للصندوق قد حقق معدلات مرتفعة نسبيا خلال فترة الدراسة، ماعدا لسنة 2008 أين سجل معدل سالب (-23.31%) كأسوأ نتيجة مر بها الصندوق وذلك نتيجة حدوث الأزمة المالية التي أدت إلى ركود الاقتصاد العالمي، بالإضافة إلى تسجيله معدل سالب (-2.54%) سنة 2011 نتيجة أزمة الديون السيادية الأوروبية التي تمثل أول وجهة لاستثمارات الصندوق، كما سجل الصندوق أعلى عائد له سنة 2009 بمعدل 25.62%، وقد ساهم تحسن بيانات الاقتصاد العالمي وأداء الشركات المدرجة في السوق المالية العالمية والتي عرفت بدورها تقلبات ضعيفة في مستوياتها على الرغم من عدم الاستقرار السياسي المحسوس في تحسن عوائد الصندوق خلال السنوات الأخيرة بحيث وصلت إلى 15.95% سنة 2013، إلا أن انهيار أسعار النفط في منتصف 2014 وما تبعه من آثار ساهم في انخفاض عائد الصندوق سنة 2015 أين سجل معدل 2.74% غير أن الارتفاع المحسوس في أسعار السلع الأساسية (قطاع النفط والغاز) خلال الربع الثالث من سنة 2017 أسهم في ارتفاع معدل عائد الصندوق مرة أخرى إلى 9.83% خلال نفس الفترة. وقد حقق الصندوق عائدا سنويا مابين يناير 1998 ونهاية الربع الثالث من عام 2017 ما نسبته 6% وبعد طرح تكاليف الإدارة والتضخم بلغ معدل العائد السنوي (العائد الحقيقي) 4%. وفقا لبيانات إدارة محفظة الصندوق الاستثمارية في تقاريرها الحديثة.

IV. نتائج الدراسة (التحليل والمناقشة):

تعتبر صناديق الاستثمار السيادية الأداة أو الآلية التي تساعد الدول النفطية في امتصاص الصدمات النفطية واحتواء آثارها على الاقتصاد عبر إدارة الفوائض النفطية التي حققتها في سنوات ارتفاع أسعار النفط وتنمية قيمتها بالاستثمار سواء استثمار داخلي أو استثمار خارجي لتحقيق عائدات تشكل دخلا بديلا عن النفط عند نضوبه في الأجل الطويل واستخدام موارد هذه الصناديق في أوقات العسر المالي المتمثل في انخفاض حصيلة الإيرادات النفطية بسبب انخفاض

أسعار النفط في أسواق النفط العالمية، وبالتالي تساعد على استقرار اقتصاداتها عبر توفير موارد مالية مستقرة بدل مواردها النفطية المتقلبة.

V. الخلاصة:

تساهم صناديق الاستثمار السيادية بشكل فعال في تحقيق التنمية الاقتصادية وذلك من خلال تنويع استثماراتها التي تحقق عوائد يمكن أن تلعب دور البديل لعوائد النفط وهي بذلك تشكل أداة لحماية الاقتصاد المحلي من تقلبات أسعار سوق الطاقة العالمية من جهة وتنشيط القطاعات الاقتصادية من جهة أخرى.

وتبدو الإستراتيجية الاستثمارية للصندوق السيادي النرويجي رائدة في مجال استثمار الفوائض النفطية التي راعت الجهة المشرفة على الصندوق حق الأجيال القادمة من هذا المورد الناضب مشجعة بالنسبة للجزائر نظرا لامتلاكها موارد نفطية معتبرة توفر لها القدرة على تحقيق الأهداف المتمثلة تنويع مصادر دخلها أي تعويض العائدات النفطية بعائدات استثمارات الصندوق مع مرور الوقت بشرط إذا أحسنت توظيف مواردها المالية بشكل كفؤ وفعال.

النتائج: على ضوء ما سبق يمكن تقديم النتائج التالية:

- يعود نجاح صندوق النرويج السيادي في إدارة واستثمار الفوائض النفطية إلى توفر بيئة اقتصادية وسياسية سليمة تتميز بارتفاع مستويات الحوكمة الاقتصادية والسياسية في هذا البلد بالإضافة إلى وجود إستراتيجية استثمار واضحة المعالم والأهداف تتميز بالمرونة والقدرة على التكيف مع الأوضاع الاقتصادية السائدة كما أن توفر قدر عال من الشفافية والمساءلة حول نشاطات الصندوق يؤدي إلى سرعة اكتشاف وتصحيح الأخطاء المرتبطة باستثمارات الصندوق؛
- ساهمت القاعدة المالية التي وضعها البرلمان النرويجي في الحفاظ على الموازنة العامة وعزلها عن الآثار السلبية التي تحدثها الأزمات النفطية إذ نصت على أن استخدام الإيرادات النفطية مقاسا بالعجز الهيكلي في الموازنة العامة غير نفطي (الإيرادات غير نفطية ناقص النفقات غير نفطية) يجب أن يتطابق مع نسبة 4% من العائد الحقيقي لصندوق معاشات التقاعد الحكومي لضمان تآكل أصول الصندوق؛
- لا تزال فكرة استثمار الإيرادات النفطية غائبة عند صناع القرار في الحكومة الجزائرية حيث يتم تجميد موجودات صندوق ضبط الإيرادات الناضبة عوض استثمارها مثل ما هو الحال في صندوق معاشات التقاعد الحكومي النرويجي الذي يستثمرها في تشكيلة متنوعة من الأصول فضلا عن تنويعها جغرافيا؛
- أدى اعتماد صندوق ضبط الإيرادات على مصدر وحيد يتمثل في فوائض الجباية النفطية إضافة إلى عدم وجود قواعد مالية واضحة تنظم عمليات السحب والإيداع منه مع غياب الشفافية والمسائلة في إدارته إلى الاستخدام المكثف لمواد هذا الصندوق مما عجل بنفاذها في فترة وجيزة لم تتجاوز ثلاث سنوات، كما أنه لا يخضع لرقابة السلطة التشريعية "البرلمان" نظرا لانتمائه إلى الحسابات الخاصة للخزينة وبالضبط إلى حسابات التخصيص الخاص التي تتميز بأنها مستقلة عن الموازنة العامة للدولة أي أنها لا تخضع لقواعد ومبادئ إعدادا وتنفيذ الموازنة العامة

- يمكن القول أن متحصلات الفوائض المالية الحالية هي مؤقتة وخادعة لأنها ترتبط بمورد ناضب هو النفط وأن مستقبل للاقتصاد الجزائري مرهون بحسن استغلال هذه الفوائض في مواضعها وترشيد نفقاتها وتوجيهها الوجهة الصحيحة التي تكفل تأمين مقومات الاقتصاد القوي الراسخ.

التوصيات: بناء على النتائج المتوصل إليها يمكن صياغة التوصيات التالية:

- إن نجاح الصندوق السيادي يعتمد على مدى سلامة الوضع الاقتصادي للبلد ووضوح القوانين والتشريعات المسيرة لهذا الصندوق ولهذا ينبغي على الجزائر تركيز جهودها لمعالجة الاختلالات الهيكلية التي يعاني منها اقتصادها وإصدار التشريعات الكفيلة باستقلالية الصندوق في رسم استراتيجياته الاستثمارية؛
- إن إمكانية إقامة صندوق سيادي في الجزائر يمكنها من تنويع مصادر دخلها حيث تمثل عائدات استثمار الصندوق مع مرور الوقت مصدر رئيسي للدخل بدل الاعتماد الحالي على العائدات النفطية مما يعني بناء قاعدة اقتصادية أكثر تنوعا مرتكزة على الاستثمار الحقيقي ذي الطبعة الإنتاجية؛

VI. الهوامش والإحالات:

¹ Mark Allen and Jaime Caruana, **Sovereign Wealth and Fund- A Work Agenda**, International Monetary Fund FMI, Washington, February 29, 2008, p5-6.

² Blundell-Wignall, A, Wei Hu. Y, Yermo. J, Sovereign Wealth and Pension Fund Issues, OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions Wo:14 OECD Publishing France, 2008, P4. <http://www.oecd.org/finance/private-pensions/40345767.pdf>.

³ Sovereign Wealth Funds Institute, what is Sovereign Wealth Funds , <http://www.oecd.org/finance/private-pensions/40345767.pdf>, 11/04/2019, 10:42.

⁴ عبد المجيد قدي، **الصناديق السيادية والأزمة المالية**، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد السادس، الشلف، الجزائر، 2009، ص3.

⁵ Caroline Bertin Delacour, **Les Fonds Souverains Ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale**, Groupe Eyrolles, Les Echos Editions, Paris, 2009, P34-38 .

⁶ القانون رقم 02-2000، المادة 10 من قانون المالية التكميلي سنة 2000، المؤرخ في 27 يونيو 2000، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 37، الصادر في 28 يونيو، 2000، ص7.

⁷ بوفليح نبيل ولعاطف عبد القادر، ورقة بحثية **فعالية صندوق ضبط الموارد كأداة لتوظيف مداخيل الثروة البترولية في الجزائر**، مقدمة إلى المؤتمر الدولي " التنمية المستدامة والكفاءة الاستخدامية للموارد المتاحة"، 08/07 افريل 2008، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، ص 13.

⁸ Norges Bank Investment Management, <https://www.nbim.no/en/the-fund/return-on-the-fund/>, 13/11/2018, 22:34.

⁹ Norges Bank Investment Management, <https://www.nbim.no/en/the-fund/>, 15/11/2018, 20:16.

¹⁰ Fearnley .T, Norway's Government Pension Fund: Investing for the long run, Oxford Pensions Conference, Oxford, 27/09/2012, P18.

¹¹ Norges Bank Investment Management, Government Pension Fund Global, Annual report 2016, P30-43.

¹² Norges Bank Investment Management, Fixed- Income Management, <https://www.nbim.no/en/investments/fixed-income-management/>, 04/12/2018, 10:32.