



استراتيجيات استثمار صناديق الثروة السيادية - صندوق التقاعد الحكومي النرويجي نموذجاً -

## Sovereign wealth fund investment strategies - the Norwegian Government Pension Fund as a model -

بوبكر ساخي\*، جامعة البليدة 2 لونيبي علي (الجزائر)، مخبر المقابولة، تسيير الموارد البشرية والتنمية المستدامة

boubakeursakhi@yahoo.com

المؤلف المرسل: بوبكر ساخي	تاريخ النشر: 2023/06/19	تاريخ القبول: 2023/06/09	تاريخ الارسال: 2022/02/10
---------------------------	-------------------------	--------------------------	---------------------------

### الملخص:

تهدف هذه الورقة البحثية إلى التطرق إلى استراتيجيات الاستثمار التي اتبعتها صناديق الثروة السيادية بعد الأزمة المالية التي عرفها الاقتصاد العالمي سنة 2008، خاصة وأن هذه الأخيرة كان لها الأثر السلبي على أداء وعوائد صناديق الثروة السيادية، ويظهر ذلك جلياً من خلال الخسائر الكبيرة التي تكبدتها جراء هذه الأزمة، بناءً على هذه الفكرة جاءت هذه الدراسة للوقوف والتركيز على الاستراتيجيات المتبعة من طرف صندوق التقاعد الحكومي العالمي النرويجي باعتباره من أهم الصناديق السيادية الرائدة في هذا المجال بالإضافة إلى كونه أهم صناديق الثروة السيادية العالمية المعترف لها بالحوكمة والشفافية في أداء الاستثمارات والعوائد المترتبة عنها، وقد توصلنا من خلال هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها أن استراتيجيات الإستثمار المتبعة من طرف صندوق التقاعد الحكومي العالمي النرويجي، حققت نتائج مرضية في معظم السنوات من خلال الأرباح الصافية التي أضيفت لأموال الصندوق.

**الكلمات المفتاحية:** صناديق الثروة السيادية، صندوق الثروة السيادي النرويجي، استراتيجيات الاستثمار، عوائد الاستثمار

### **Abstract:**

This research paper aims to address the investment strategies adopted by sovereign wealth funds after the financial crisis that the global economy experienced in 2008, especially since the latter had a negative impact on the performance and returns of sovereign wealth funds, and this is evident through the large losses incurred as a result of these Crisis, based on this idea, this study came to stand and focus on the strategies adopted by the Norwegian Global Government Pension Fund as one of the most important leading sovereign funds in this field in addition to being the most important global sovereign wealth fund recognized for governance and transparency in the performance of investments and the returns arising from them, Through this study, we reached a set of results, the most important of which is that the investment strategies adopted by the Norwegian Global Government Pension Fund achieved satisfactory results in most years through the net profits added to the fund's money.

**Keywords:** Sovereign wealth funds, Norwegian sovereign wealth fund, investment strategies, investment returns.

\* المؤلف المرسل: بوبكر ساخي

## 1. مقدمة:

إن الإشكال الذي تواجهه الاقتصاديات المالكة لصناديق الثروة السيادية يتمثل في الاستعداد لفترة نضوب النفط، سواء أكان هذا النضوب ناتج عن زوال هذا المورد الطبيعي أو انحصار دوره وأهميته الاستراتيجية، بالنظر إلى التطورات التقنية والتكنولوجية التي أصبحت توفرها المصادر البديلة، لذلك عملت العديد من الدول صاحبة الصناديق السيادية على اتباع سياسة التنويع في استثمارات صناديقها السيادية، بالاعتماد على مختلف القطاعات الاقتصادية. من هذا المنطلق وبعد الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 والتي كان لها الأثر السلبي على أداء صناديق الثروة السيادية من خلال تكبدها لخسائر معتبرة، عملت النرويج من خلال صندوق ثروتها السيادي " صندوق التقاعد الحكومي العالمي " على اتباع استراتيجيات استثمار مغايرة تماماً للنماذج المعروفة من قبل، من خلال ابتكار نموذج جديد للاستثمار طويل الأجل، مستمد من الأهداف الأساسية التي أنشئ من أجلها الصندوق السيادي النرويجي والخصائص التي تميزه عن غيره من صناديق الثروة السيادية الأخرى.

### 1.1 الإشكالية الرئيسية: بناءً على ما ورد في المقدمة أعلاه أردنا معالجة الإشكالية التالية:

هل استراتيجيات الاستثمار المتبعة من طرف صندوق الثروة السيادي النرويجي كان لها الأثر الإيجابي على أداء الصندوق؟

وللإجابة عن الإشكالية الرئيسية قُمنّا بتفكيكها إلى إشكالات فرعية جاءت على النحو التالي:

- ما هو الإطار المفاهيمي لصناديق الثروة السيادية؟
- أين تكمن أهمية صناديق الثروة السيادية؟
- ماهي القطاعات الاقتصادية المعنية باستثمار الفوائض المالية لصندوق التقاعد الحكومي النرويجي؟
- هل استراتيجيات الاستثمار المتبعة من طرف صندوق التقاعد الحكومي النرويجي العالمي حققت النتائج المرجوة؟

### 2.1 فرضيات الدراسة:

- بناءً على الإشكاليات الفرعية أعلاه ارتأينا صياغة الفرضيات الأساسية الآتية:
- عدم وجود مفهوم موحد لصناديق الثروة السيادية؛
- صناديق الثروة السيادية لها أهمية كبيرة على أداء الاقتصاد العالمي؛
- إن استراتيجيات الاستثمار لصندوق التقاعد الحكومي النرويجي قائمة على فكرة استثمار الفوائض المالية في مختلف القطاعات الاقتصادية؛
- إن استراتيجيات الاستثمار المتبعة من طرف صندوق الثروة السيادي النرويجي حققت أعلى العوائد؛

### 3.1 أهمية الدراسة: تستمد هذه الدراسة أهميتها من كونها تتناول موضوعاً هاماً ومتجدداً وهو فكرة صناديق الثروة

السيادية، وتتجلى أهمية هذه الدراسة أكثر خاصة من زاوية استراتيجيات الاستثمار التي اتبعتها صناديق الثروة السيادية في استثمار فوائضها المالية بعد الأزمة المالية لسنة 2008، وفي دراستنا هذه سنركز على صندوق الثروة السيادي النرويجي على

اعتباره من الصناديق السيادية الرائدة والسبابة في ابتكار استراتيجيات جديدة للاستثمار الفوائض المالية، بالإضافة إلى كونه من الصناديق السيادية المعترف لها بالشفافية والحوكمة في إدارة أصوله المالية.

#### 1.4 أهداف الدراسة: تهدف هذه الدراسة إلى:

- التطرق إلى التأصيل النظري لصناديق الثروة السيادية؛

- أنواع صناديق الثروة السيادية؛

- الأهداف المتوخاة من إنشاء صناديق الثروة السيادية؛

- تحليل استراتيجيات الاستثمار المعتمدة من قبل صندوق الثروة السيادي النرويجي؛

#### 1.5 منهج الدراسة: قصد الإحاطة بمختلف جوانب الدراسة والإجابة عن الإشكالية الرئيسية والإشكاليات الفرعية المترتبة

عنها، وكذلك لإبراز وإظهار أهمية صناديق الثروة السيادية في النظام المالي العالمي، اعتمدنا في هذه الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي، فاستعنا بهذا المنهج لوصف الصناديق السيادية والتطرق لمختلف المفاهيم المرتبطة بها ومكوناتها وأنواعها وأهم مميزات، مروراً بالتعريف وظروف نشأة صندوق الثروة السيادي النرويجي، وصولاً إلى الاستراتيجيات الاستثمارية المتبعة من قبل هذا الأخير لتحقيق أعلى العوائد.

#### 1.6 خطة الدراسة: للإجابة عن الإشكالية الرئيسية والإشكالات الفرعية المرتبطة بها والإجابة عن الفرضيات المقترحة،

ولتحقيق الأهداف المتوخاة من هذه الدراسة قمنا بتقسيمها إلى محورين أساسيين:

- المحور الأول: التأصيل النظري لصناديق الثروة السيادية؛

- المحور الثاني: تحليل استراتيجيات استثمار صندوق الثروة السيادي النرويجي؛

#### 2. التأصيل النظري لصناديق الثروة السيادية:

##### 1.2 نشأة صناديق الثروة السيادية: تعود فكرة إنشاء صناديق الثروة السيادية إلى خمسينات القرن الماضي، حيث تم إنشاء

أول صندوق سيادي بدولة الكويت سنة 1953، تحت اسم "هيئة الاستثمار الكويتية" والمعروف حالياً باسم "الهيئة العامة للاستثمار"، ليستمر ظهور صناديق سيادية أخرى في عقد السبعينات، منها على سبيل المثال لا الحصر تأسيس "صندوق أبو ظبي للتنمية"، حيث كانت إمارة أبو ظبي تسعى من خلال هذا الصندوق السيادي إلى تجسيد وتحقيق فكرة التنمية المستدامة، وذلك بالاستثمار في العديد من المشاريع الاقتصادية المختلفة، والتي تضمن استمرارية تدفق الأموال لتنفيذ الخطط التنموية التي وضعتها حكومة إمارة أبو ظبي في تلك الفترة، كما تم إنشاء صندوق سنغافورة (تيماسيك القابضة)، وبعدها ظهرت الصناديق التي وصفت بالجيل الثاني مثل صندوق روسيا والصين، لتعرف صناديق الثروة السيادية قفزة نوعية من حيث عددها ليصل في الفترة الحالية إلى حوالي ثمانون صندوقاً سيادياً على المستوى العالمي. (حبارك، 2020، ص 542)

زاد الاهتمام أكثر بصناديق الثروة السيادية واكتسبها أهمية كبيرة في الاقتصاد العالمي، بعد انفجار أزمة الرهن العقاري

سنة 2007 بالولايات المتحدة الأمريكية والتي تحولت إلى أزمة مالية عالمية سنة 2008، وكيف أن هذه الصناديق لعبت

دورا مهما في التقليل من تداعيات هذه الأزمة المالية، خاصة من زاوية مساهمتها الفعالة في ضخ رؤوس أموال معتبرة في البنوك الأوروبية والأمريكية ونجاحها في إنقاذ العديد منها من حالة الإفلاس.

منذ الألفية الثالثة عرف عدد صناديق الثروة السيادية تزايداً معتبراً، كما تعددت مصادر تمويلها وأيضاً أهدافها واستراتيجياتها، كما نالت اهتمام العديد من الباحثين وأهل الاختصاص في المجال الاقتصادي، المالي وحتى السياسي بالإضافة إلى اهتمام المؤسسات المالية الدولية، وعلى رأسها صندوق النقد الدولي، ومراكز الأبحاث الدولية، كما أصبح لصناديق الثروة السيادية معهد متخصص (Sovereign Wealth Fund Institute) مهمته الأساسية تقديم المعلومات والبيانات والمؤشرات المتعلقة بأدائها وحجم أصولها واستثماراتها.

والجدول الموالي يوضح تقديرات وحجم الأصول لأهم عشرة صناديق سيادية إلى غاية جوان 2022.

**الجدول رقم (1):** تقديرات وحجم أصول صناديق الثروة السيادية لأهم عشرة صناديق سيادية حتى شهر نوفمبر 2022

(الوحدة: مليار دولار)

الترتيب	البلد	اسم الصندوق	النشأة	إجمالي الأصول	المصدر
1	الصين	مؤسسة الاستثمار الصينية (CIC)	2007	1.350.863.000.000,00	غير سلعي
2	النرويج	صندوق التقاعد الحكومي العالمي (GPF)	1990	1.136.144.193.600,00	النفط
3	الإمارات العربية المتحدة	جهاز أبو ظبي للاستثمار (ADIA)	1976	790.000.000.000,00	النفط
4	الكويت	هيئة الاستثمار الكويتية (KIA)	1953	750.000.000.000,00	النفط
5	سنغافورة	مؤسسة حكومة سنغافورة (GIC)	1981	690.000.000.000,00	غير سلعي
6	المملكة العربية السعودية	صندوق الاستثمارات العامة (PIF)	2008	607.418.895.000,00	النفط
7	هونغ كونغ	المحفظة الاستثمارية لهيئة نقد هونغ كونغ (HKMA)	1993	588.903.442.872,00	غير سلعي
8	سنغافورة	تيماسيك القابضة (Temasek)	1974	496.593.722.700,00	غير سلعي
9	قطر	جهاز قطر للاستثمار (QIA)	2005	461.000.000.000,00	النفط
10	الصين	المجلس الوطني لصندوق الضمان الإجماعي لجمهورية الصين الشعبية (NSSF)	2000	447.358.000.000,00	غير سلعي

**Source :** Top 100 Largest Fund Rankings by Total Assets, available at:

<https://www.swfinstitute.org/fund-rankings/sovereign-wealth-fund>, consulted:

Novembre 27, 2022.

الملاحظ من خلال الجدول أعلاه أن صناديق الثروة السيادية التي حازت على المراتب العشرة الأولى من حيث إجمالي الأصول موجودة كلها في المنطقة الجغرافية الخاصة بآسيا، باستثناء الصندوق السيادي النرويجي، كما يتضح من الجدول

كذلك أن الصندوق السيادي الصيني " مؤسسة الاستثمار الصينية (CIC) " احتل المرتبة الأولى من حيث حجم الأصول المدارة في آخر تصنيف لمعهد صناديق الثروة السيادية (SWFI) الخاص بشهر نوفمبر 2022 بقيمة 1.350.863.000.000,00 مليار دولار متجاوزا الصندوق السيادي النرويجي والذي حاز هذه المرتبة لسنوات عديدة ماضية، وفي نفس هذا الإطار وحسب معهد صناديق الثروة السيادية الملاحظ كذلك أن أصول صناديق الثروة السيادية في ارتفاع مستمر من سنة لأخرى، ويفسر هذا الارتفاع في أصول الصناديق السيادية بالزيادة في عدد صناديق الثروة السيادية في العالم خاصة في بالمنطقة الجغرافية الخاصة بالشرق الأوسط، أين تفضل حكومات الدول النفطية ادخار المال المترتب عن العوائد النفطية خاصة عند ارتفاع أسعار النفط، تحسبا لانخفاضها لاحقا، كما تجدر الإشارة في نفس هذا المنحى، ومن زاوية حجم الأصول استحوذ كل من منطقة آسيا ومنطقة الشرق الأوسط على حوالي 75% من إجمالي أصول الصناديق السيادية في العالم. (حبارك، أطروحة دكتوراة، 2020/2019، ص 157)

**2.2 تعريف صناديق الثروة السيادية:** لا يوجد هناك تعريف موحد ومتفق عليه لصناديق الثروة السيادية، وعدم الاتفاق هذا ناتج أساساً من وجود أنواع عديدة من صناديق الثروة السيادية بالإضافة إلى اختلاف مصادر دخلها، وهناك مجموعة من التعاريف لصناديق الثروة السيادية نوجزها فيما يلي:

- يُعرفها معهد صناديق الثروة السيادية (ISWF) على أنها "عبارة عن صندوق استثماري حكومي مُكون من أصول مالية، على غرار الأسهم والسندات وغيرها من الأدوات المالية، علماً أن موارد الصندوق تتشكل من فائض ميزان المدفوعات أو الموازنة العامة أو نواتج عمليات الخوصصة أو إيرادات الصادرات السلعية"؛ (بوفليج، 2011/2010، ص 99)

- وتعرف منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية (OECD) صناديق الثروة السيادية على أنها "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 أخرى، حيث تهدف هذه الصناديق إلى تحقيق أهداف اقتصادية مختلفة، كتنويع الموارد وتحقيق التنمية الاقتصادية أو تمويل المعاشات المستقبلية والحفاظة على الثروة للأجيال المقبلة"؛ (حساني، 2019/2018، ص 03)

- ويُعرف صندوق النقد الدولي (FMI) صناديق الثروة السيادية بأنها "صناديق أو ترتيبات استثمار عامة ذات أغراض محددة، مملوكة للحكومة وتحت سيطرتها مهمتها الاحتفاظ بالأصول وإدارتها لأهداف اقتصادية كلية متوسطة وطويلة المدى، وتلك الصناديق يتم بناءها من عمليات الصرف الأجنبي، أو عوائد عمليات الخوصصة أو فوائض المالية العامة و/ أو عوائد صادرات السلع، وتطبق تلك الصناديق استراتيجيات استثمار تشتمل على استثمارات في أصول مالية أجنبية، ويضم صندوق النقد الدولي في تعريفه هذا صناديق استقرار العائدات، صناديق الادخار، صناديق تمويل التنمية، صناديق التقاعد الحكومية التي ليس لديها التزامات"؛ (أوداير، مزارعي، و أليسون، 2010، ص 60)

تجدر الإشارة أن صناديق الثروة السيادية تتميز عن غيرها من الهيئات الاستثمارية الأخرى بحيث: (أوسعيد

ورجراج، 2021، ص 408)

- تتميز عن البنوك المركزية في كونها تسعى إلى استثمار الفوائض المالية وتوظيفها في الأسواق المالية الأجنبية، بناءً على شراء أصول مالية عالية المخاطر كالأسهم والعقارات، عكس البنوك المركزية التي نجد أنها تحتفظ بالفوائض المالية في شكل احتياطات من العملة الصعبة أو سندات الخزينة ذات العائد المالي المنخفض لكونها قليلة المخاطر، وكذلك بالنظر لحاجتها للسيولة لمواجهة متطلبات إدارة السياسة النقدية وسياسة الصرف؛

- تتميز عن صناديق المعاشات الحكومية من حيث كون هذه الأخيرة أنشئت للمساهمة في تمويل نظام التقاعد الحكومي وتطوير الاستثمار المحلي، من خلال قيام هذه الصناديق باستثمار مواردها المالية والمتمثلة أساساً في اشتراكات الضمان الاجتماعي أو التحويلات الحكومية في الاقتصاد المحلي أو الأسواق الناشئة، أما صناديق الثروة السيادية فنجدتها تسعى إلى توظيف الفوائض المالية المختلفة للدولة في الأسواق المالية الأجنبية لتحقيق أهداف اقتصادية كلية، بالإضافة إلى كونها ليس لها التزامات محددة؛

- تتميز عن صناديق التحوط والتي تُعرف بأنها "صناديق استثمار تعود ملكيتها لعدد كبير من المستثمرين باشتراكات مالية ضخمة، يُسيروها مدراء تنفيذيين يحصلون على مكافآت مالية معتبرة حسب الأداء، وتعتمد على مبدأ الحيطة والحذر في تعاملاتها المالية من خلال الاستثمار في الأصول المالية القصيرة الأجل"، بينما صناديق الثروة السيادية تعتبر أداة استثمار مملوكة للدولة، تستثمر عادة في الأصول المالية الطويلة الأجل بدل إدارة أو اكتساب أصول حقيقية مباشرة؛

**3.2 أنواع صناديق الثروة السيادية:** هناك العديد من التصنيفات لصناديق الثروة السيادية، فهناك تصنيف قائم على مصادر دخل صناديق الثروة السيادية، وتصنيف يأخذ في الحسبان الهدف من إنشاء صناديق الثروة السيادية، وتصنيف آخر وفق مجال عمل صناديق الثروة السيادية، كما يوجد تصنيفاً آخر يعتمد على درجة استقلالية صناديق الثروة السيادية، وفيما يلي نتطرق إلى كل هذه التصنيفات بمزيد من التفصيل.

**1.3.2 تصنيف صناديق الثروة السيادية وفقاً للموارد الصندوق:** يمكن تصنيف صناديق الثروة السيادية تبعاً لمصادر دخلها إلى: (قدي، 2010، ص 03)

**أ- الصناديق الممولة عن طريق عوائد المواد الأولية:** تعمل الكثير من الدول المصدرة للمواد الأولية خاصة النفطية منها إلى تكوين هذا النوع من الصناديق، ذلك أنه تطرح أمام هذه الدول إشكالية وتيرة استغلال هذه المواد الأولية التي تتصف بالنضوب أو الزوال، وحتى يكون للأجيال حق في الاستفادة من هذه المواد الأولية ارتأت هذه الدول الإبقاء على جزء من إيرادات هذه المواد الأولية في مكانها كحق للأجيال اللاحقة، بحيث يتم إحلال الموارد الطبيعية بشكل آخر من الأصول.

**ب- الصناديق الممولة بفوائض المدفوعات الجارية:** إن الحجم الإجمالي العالمي من احتياطات العملات الأجنبية للبنوك المركزية في تعاضم مستمر، حيث تجاوز الـ 7 تريليون دولار سنة 2008، فاستطاعت الكثير من الدول غير النفطية، خاصة دول أمريكا اللاتينية، تحقيق فوائض مالية معتبرة بفضل تنافسيتها التصديرية على مستوى الأسواق العالمية بما يفيض عن احتياجات الاستثمار المحلي، الأمر الذي أدى إلى تحويل جزء من هذه الفوائض المالية إلى صناديق سيادية بعد القيام بالموازنة بين الاحتفاظ بما كاحتياطات نقدية أو استثمارها بما يحقق لها الأرباح والفوائد.

**ج- الصناديق الممولة بعوائد الخوصصة:** قامت الكثير من الدول على إدخال برامج واسعة لخصخصة المؤسسات الاقتصادية العمومية والتي ترتب عنها الحصول على عوائد مالية ضخمة، فعلى سبيل المثال لا الحصر بلغت عوائد برامج عمليات الخصخصة في الجزائر وفرنسا 16 مليار دولار و24 مليار دولار على التوالي خلال أربع سنوات لغاية سنة 2008؛ فهذه العوائد الناتجة عن عمليات الخصخصة تختلف استعمالاتها من بلد لآخر، فهناك من الدول من قامت بتوجيهها مباشرة لتمويل الميزانية العامة، ومنها من توجهها في بعض الأحيان لتمويل برامج إعادة هيكلة الاقتصاد وسداد الديون، وبالنظر إلى ضخامة هذه العوائد وخوفاً من أن يترتب عنها توسع كبير في الإنفاق الحكومي يكون أكبر من الطاقة الاستيعابية لاقتصاد البلد، والذي يمكن أن يؤدي إلى حالة من التضخم يصعب التحكم فيها، ونظراً كذلك لكون المؤسسات التي تم خصصتها هي ملك عام لجميع الأجيال، يتم تحويل كل أو جزء من هذه العوائد الناتجة عن برامج عمليات الخصخصة إلى صناديق سيادية.

**د- الصناديق الممولة بفائض الميزانية:** بعض الحكومات عندما يتحقق لديها فائض في الميزانية العامة للدولة، تلجأ مباشرة لتحويل هذا الفائض إلى استثمارات في الأصول المالية قصد تحقيق العوائد من جهة، وتوجيه معطيات الوضعية الاقتصادية لها من جهة ثانية، وعندما يلاحظ أن هناك استمرارية في تحقيق هذه الفوائض وارتفاع في مستواها، تلجأ هذه الحكومات إلى تكوين صناديق سيادية قصد استثمارها وتنميتها بشكل أفضل.

**2.3.2 تصنيف الصناديق السيادية حسب الهدف:** يمكن تصنيف صناديق الثروة السيادية حسب الهدف من تأسيسها إلى: (لسلوس و بن عبد العزيز، 2012، ص ص 50-64)

**أ- صناديق الاستقرار:** عادة ما يتم إنشاء هذا النوع من الصناديق من طرف الدول الغنية بالموارد الطبيعية، والهدف الأساسي لهذه الدول هو توجيه مدخرات الصندوق مباشرة لتمويل الميزانية العمومية، وحماية الاقتصاد من الاختلالات التي قد يتعرض لها، ويظهر ذلك من خلال المحافظة على استقرار سعر صرف العملات الناتج عن الخلل الذي يحدث في ميزان المدفوعات، والناتج عن تقلبات أسعار السلع في الأسواق العالمية خاصة المحروقات.

**ب- صناديق الادخار:** كما تعرف كذلك بصناديق الأجيال، انطلاقاً من رغبة الحكومات والدول في أن تكون هذه الموارد مشتركة بين الأجيال، كتمويل عوائد الموارد الطبيعية غير القابلة إلى التجديد إلى حقوق استثمارية متنوعة من أصول المالية الدولية.

**ج- شركات استثمار الاحتياطات:** هذا النوع من الصناديق السيادية أصولها تدرج في الغالب ضمن فئة الأصول الاحتياطية المحتفظ بها لدى البنك المركزي، والذي يُميز هذه الصناديق قدرتها الكبيرة والمتزايدة على تحمل الكثير من المخاطر من أجل تحقيق أعلى العوائد، وإن الهدف الرئيسي لشركات استثمار الاحتياطيات هو تقليل التكاليف السلبية للاحتفاظ بالاحتياطيات.

**د- صناديق التنمية:** لقد أنشأت صناديق التنمية على ضوء تداعيات الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، خاصة من زاوية انخفاض معدلات النمو وعوائد الاستثمار، إن صناديق التنمية كان غرضها محلي من خلال تخصيص الموارد والإيرادات (عادة من السلع الأساسية) للاستثمار المحلي خاصة في البنية التحتية، (حبارك، 2020، ص 106) إذن صناديق التنمية

تعمل على تقديم الدعم والمساعدة على تمويل المشاريع الاقتصادية والاجتماعية، بهدف تعزيز وزيادة الإنتاج في اقتصاد البلد المعني.

هـ- **صناديق احتياطات طوارئ التقاعد:** هي صناديق تعمل على توظيف مواردها بهدف إدامة رواتب ومعاشات فئة المتقاعدين، كما يتم استخدام صناديق احتياطات طوارئ التقاعد لمواجهة الالتزامات العرضية، الناتجة عن ظروف طارئة وغير المحددة في الميزانية العامة للدولة.

**3.3.2 تصنيف الصناديق السيادية وفقاً لمجال عمل الصندوق:** تُصنف صناديق الثروة السيادية وفقاً لمجال عمل الصندوق إلى: (بوفليخ، 2010/2011، ص 106)

أ- **صناديق سيادية محلية:** هي صناديق سيادية تقوم بنشاطها الادخاري والاستثماري محلياً أي داخل البلد المعني.

ب- **صناديق سيادية دولية:** وهي الصناديق السيادية التي تقوم بنشاطاتها الاستثمارية والادخارية خارج البلد.

ج- **صناديق سيادية مختلطة:** هي الصناديق السيادية التي تعمل على المزج بين الصناديق السيادية المحلية والصناديق السيادية الدولية، أي أن نشاطاتها الاستثمارية والادخارية تكون محلياً ودولياً في نفس الوقت.

**4.3.2 تصنيف الصناديق السيادية وفقاً لدرجة استقلالية الصندوق:** يصنف هذا النوع من الصناديق السيادية إلى: (ولد عابد، 2018، ص 136)

أ- **صناديق سيادية مستقلة نسبياً:** إن هذا النوع من صناديق الثروة السيادية هو مُدار بطريقة غير مباشرة من قبل

الحكومة، على اعتبار أنه يتم إشراك جهات أخرى في إدارتها على غرار البنك المركزي والهيئات المستقلة، والذي يميز هذا النوع من الصناديق السيادية هو تمتعها بالاستقلالية النسبية في اتخاذ القرار، كما تتميز كذلك بالمساءلة والإفصاح وخضوعها للرقابة المستقلة. (الموسوي، 2016، ص 24)

ب- **صناديق سيادية غير مستقلة:** هي صناديق سيادية يتم إدارتها بصفة مباشرة من طرف الحكومة ولا تتمتع باستقلالية اتخاذ القرارات، ويعيب على هذا النوع من الصناديق السيادية عدم خضوعها للرقابة المستقلة والمساءلة والإفصاح، مما يعني غياب الشفافية في إدارة أصولها المالية.

**4.2 أهداف صناديق الثروة السيادية:** تقوم حكومات الدول بإنشاء صناديق الثروة السيادية بغية تحقيق جملة من الأهداف نوجزها في النقاط التالية: (الموسوي وواثق، 2017، ص 24)

- قدرة صناديق الثروة السيادية على القيام بأداء دور الاحتياط بالنسبة للدولة المالكة لها، بتحويل جزء من عوائدها لصالح الأجيال القادمة؛

- تنويع الإيرادات خارج مصادر الناتج المحلي الخام من خلال تطوير أنشطة وقطاعات اقتصادية جديدة ليس لها ارتباط بقطاع استخراج وتصدير المواد الأولية؛

- العمل على تحقيق الاستقرار من خلال امتصاص الصدمات (السلبية) الناتجة عن الانخفاض المؤقت في أسعار المواد الأولية وتغطيتها؛

- امتصاص الصدمات (الإيجابية) الناجمة عن ارتفاع أسعار المواد الأولية أو ما يُعرف بالمرض أو العلة الهولندية؛

- المساهمة في دعم استقرار النظام المالي العالمي والسيولة المالية في أوقات الأزمات وتحقيق التنمية المستدامة؛  
- تعمل صناديق الثروة السيادية على المساهمة في تنويع المحفظة الاستثمارية وتركز العائد، بدلاً من إدارة الأصول الاحتياطية في البنوك؛

- تساهم صناديق الثروة السيادية كذلك في تحقيق التطور الاقتصادي والاجتماعي للدول المالكة لها؛

### 3. تحليل استراتيجيات استثمار صندوق الثروة السيادي النرويجي:

#### 1.3 نشأة وتطور صندوق الثروة السيادي النرويجي:

أنشأت الحكومة النرويجية صندوق ثروة سيادي في جوان 1990 عُرف باسم صندوق النفط The Petroleum Fund، بموجب القانون 36 الصادر عن البرلمان النرويجي (هذا القانون تم تعديله بالقانون رقم 02 لسنة 2004) ليقوم بتسيير الفوائض المالية المحولة إليه، غير أن هذا الصندوق لم يبدأ نشاطه فعلياً إلا في سنة 1996 عندما تم تحويل مبلغ 2 مليار كورونة نرويجية لاستثمارها في شكل سندات حكومية فقط، في سنة 1997 قامت وزارة المالية النرويجية بإعادة النظر في الاستراتيجية الاستثمارية للصندوق وذلك بتخصيص 40% من أصول الصندوق لاستثمارها في الأسهم، ولهذا الغرض تم إنشاء بنك إدارة الاستثمار النرويجي (NBIM) Norges Bank Investment Management في جانفي 1998 لتوكل له مهمة إدارة وتسيير الصندوق تحت إشراف ورقابة وزارة المالية النرويجية، وفي سنة 2006 تم تغيير اسم الصندوق من صندوق النفط إلى صندوق التقاعد الحكومي العالمي النرويجي (Government Pension Fund Global) والذي أوكلت إليه مهمة تحقيق الأهداف الأساسية الآتية: (بوفليخ وعاطف، 2008، ص 13)

- الحفاظ على إيرادات المورد الناضب (النفط) واستغلالها بشكل جيد من خلال توظيفها في استثمارات متنوعة بكفاءة لتحقيق أعلى العوائد؛

- 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 والعمل على استقرار الموازنة العامة للدولة وحمايتها من أثر التقلبات المرتبطة بالمداخيل النفطية (العللة الهولندية)؛

يعتبر صندوق التقاعد الحكومي العالمي النرويجي من أكبر وأضخم الصناديق السيادية في العالم من حيث الأصول،

حيث عرفت أصوله تزايداً مستمراً من سنة لأخرى، فسجلت هذه الأصول سنة 2002 على سبيل المثال قيمة سوقية

قدرت بـ 88 مليار دولار، لتعرف ارتفاعاً مستمراً مع مرور السنوات لتسجل 844 مليار دولار سنة 2015 لتصل إلى

قيمة 1.399 مليار دولار في جوان 2021، (Norges Bank Investment Management NBIM, 2022)

وتعد النرويج من أنجح الدول في إدارة الفوائض النفطية وقد ساهمت في ذلك مجموعة من العوامل ندرجها في النقاط التالية:

(السيد، 2009، ص 344)

- التركيز منذ البداية على ضرورة السيطرة الوطنية على كل القرارات التي تمس اتجاهه، حجم وسرعة العمليات المرتبطة بالنفط؛

- وجود إدارة حكومية عادلة ونزيهة وعلى درجة عالية من الكفاءة، ليس فقط في قطاع النفط وإنما في جميع السلطات المرتبطة بالحكومة بصورة عامة؛
- الاستفادة من المنافسة البناءة بين الشركات بهدف تحسين شروط العقود والكفاءة في عمليات التشغيل؛
- تمهيد الطريق للمساهمة الوطنية من طرف القطاعين العام والخاص في العمليات المرتبطة بقطاع النفط، سواء بصورة مباشرة من خلال امتلاك أسهم في امتيازات النفط، أو بصورة غير مباشرة عن طريق تجهيز الخدمات والمعدات للعمليات المرتبطة بقطاع النفط؛
- النجاح في خلق تعاون بناء بين شركات النفط والسلطات الحكومية والتركيز على حماية البيئة والسلامة في كل العمليات المرتبطة بالنفط؛
- التركيز على تحقيق أعلى نسبة ممكنة لاستخلاص النفط من المكامن، والنجاح في مضاعفة نسبة الاستخراج من 25 % إلى أكثر من 45 %؛
- تحقيق مستوى تقني عال الأداء في قطاع النفط من خلال البحث والتطوير؛

### 2.3 حوكمة صندوق الثروة السيادي النرويجي:

يعد صندوق التقاعد الحكومي العالمي النرويجي (GPF) من الصناديق السيادية المسيرة بطريقة شفافة وفعالة من طرف بنك النرويج، فنقطة الانطلاق لصندوق التقاعد الحكومي النرويجي من زاوية الحوكمة، تتمثل في أن القرارات التي تساهم في تحديد المستوى العام لمخاطر الصندوق يجب أن تتم الموافقة عليها من قبل البرلمان النرويجي (Stortinget)، ويتحقق هذا بناء على مناقشة التقرير السنوي لصندوق معاشات التقاعد الحكومي، والذي يوفر للبرلمان النرويجي فرصة هامة لمناقشة كل الجوانب المرتبطة بإدارة صندوق الثروة السيادي، وبناء على مداوات البرلمان النرويجي تتبنى الوزارة المعنية إطارا عاما وأحكاما لإدارة أصول الصندوق، لتستكمل هذه الإجراءات بقواعد أكثر تفصيلا على مختلف مستويات صنع القرار في سلسلة الإدارة. (Norges Bank Investment Management NBIM, 2022)

للإشارة إن صندوق التقاعد الحكومي الإجمالي النرويجي يعتبر من الصناديق السيادية العالمية ذات الشفافية العالية في الأداء والحوكمة حسب المؤشرات المستخدمة في قياس حوكمة وشفافية صناديق الثروة السيادية منها مؤشر إدوين- ترومان (Edwin TRUMAN) ومؤشر لينبرغ- مادول (Linaburg-Maduell) حيث بناءً على هذا الأخير (مؤشر لينبرغ- مادول) يتم تصنيف صناديق الثروة السيادية كل ثلاثة أشهر وفق سلم مكون من عشر درجات، ومن خلاله احتل صندوق التقاعد الحكومي الإجمالي النرويجي ودوريا ومنذ سنوات عديدة على العلامة الكاملة في كل معايير المؤشر، فاحتل على سبيل المثال لا الحصر، المرتبة الأولى في تصنيف جوان 2018 وفبراير 2019. (حبارك، أطروحة دكتوراة، 2020/2019، ص 190)

إن صندوق التقاعد الحكومي العالمي النرويجي يتميز بشفافية عالية في الأداء ومن كل الجوانب، سواء من حيث الأهداف المسطرة وهيكل الإنشاء، أو من زاوية نشر التقارير السنوية بصورة دورية ومستقلة ودقيقة ومفصلة لكافة الجمهور وأهل الاختصاص، أو من حيث توفير المعلومات الكافية حول المناطق الجغرافية التي يستثمر فيها ونسب مساهماته في

الشركات ومكونات محفظته والعوائد المحققة وكل الاستراتيجيات المرتبطة باستثماراتها وفي هذا السياق يعتبر القانون رقم 123 المصادق عليه من طرف البرلمان النرويجي (Stortinget) والصادر بتاريخ 2005/12/21 والمتعلق بكيفية إدارة صندوق التقاعد الحكومي العالمي النرويجي، المصدر الرئيسي والتوجيهات الصادرة من قبل وزارة المالية والمحددة لطرق تسيير وصلاحيات كل جهة مشرفة أو ذات علاقة بالصندوق السيادي.

يعتمد نظام الرقابة والإشراف والتسيير لصندوق التقاعد الحكومي الإجمالي النرويجي على تدخل ثلاث هيئات هي:

(نصير، زين، وغانية، 2018، ص 30)

### 1.2.3 البرلمان النرويجي (Stortinget): وتمثل مهامه الأساسية في:

- إصدار قوانين وتشريعات محددة لأهداف ومهام وكيفية إدارة صندوق التقاعد الحكومي الإجمالي النرويجي؛  
- مراقبة ومسائلة وزارة المالية على اعتبارها الجهة المالكة للصندوق، مع إجبارها على تقديم تقرير سنوي توضح من خلاله الكيفية التي يُدار بها الصندوق السيادي؛

### 2.2.3 وزارة المالية (Ministry of finance): تعتبر الهيئة المالكة للصندوق وهي مكلفة بأداء الوظائف التالية:

- إصدار تعليمات وتوجيهات خاصة بالكيفيات التي من خلالها يتم إدارة الصندوق؛  
- إلزام الجهة المسيرة للصندوق (البنك المركزي) بتقديم تقارير فصلية وسنوية حول أداء استثمارات الصندوق مع إعلانها للرأي العام ووسائل الإعلام؛  
- تقديم تقرير سنوي للبرلمان يتضمن تقييم سياسات إدارة وأداء الصندوق السيادي؛  
- إعداد استراتيجية استثمار لأصول الصندوق من خلال تكوين محفظة استثمار مرجعية، تحتوي وتتضمن أنواع الأصول المالية التي تم الاستثمار فيها، المنطق الجغرافية المستثمر فيها هذه المحفظة مع إلزام الهيئات المسيرة للصندوق على الالتزام بها؛  
- إعداد مبادئ أخلاقية لاستثمارات الصندوق والعمل على إقصاء الشركات المخالفة لهذه المبادئ من استثمارات الصندوق؛  
- القيام بعملية المراجعة والتدقيق وتقييم فعالية تسيير البنك المركزي النرويجي للصندوق، عن طريق الاستعانة بمنظمات استشارية مستقلة؛

### 3.2.3 البنك المركزي: يعتبر البنك المركزي النرويجي (Norges Bank) الجهة المسيرة لصندوق معاشات التقاعد

الحكومي الإجمالي النرويجي وهو مسؤول أمام وزارة المالية ومكلف بالوظائف التالية:  
- العمل على تحقيق أكبر عائد ممكن لاستثمارات الصندوق، مع الأخذ بعين الاعتبار المخاطر المصاحبة لهذه الاستثمارات؛  
- الالتزام باستراتيجية الاستثمار المعتمدة من طرف وزارة المالية، مع العمل على تقليص هامش الخطأ والانحرافات المعيارية بين محفظة الاستثمار الفعلية للصندوق والمحفظة المرجعية المعتمدة من طرف وزارة المالية؛  
- إعداد نظام لقياس مختلف أنواع المخاطر المصاحبة لاستثمارات الصندوق؛  
- تقديم تقارير فصلية وسنوية لوزارة المالية، توضح من خلالها النتائج المحققة واستراتيجيات إدارة الصندوق مع الالتزام بنشر هذه التقارير وإعلانها للرأي العام؛

يعتبر صندوق التقاعد الحكومي العالمي النرويجي من أهم الصناديق العالمية المسيرة بطريقة شفافة وفعالة من قبل الهيئات النرويجية المكلفة بالإشراف والرقابة المذكورة أعلاه، فهو يخضع لمبادئ وقواعد صارمة فيما يخص كيفية التصرف في العوائد المترتبة عن النفط منها: (حبارك، 2020، ص 230)

- يمنع منعاً باتاً على صندوق التقاعد الحكومي العالمي النرويجي الاستثمار داخل إقليم الدولة (النرويج)، بمعنى هو مطالب بالاستثمار فقط في الأصول الأجنبية؛
  - لا يسمح للحكومة، وفي أي سنة، سحب أموال من الصندوق تزيد في النقص من ميزانية الدولة غير النفطية (أي الميزانية باستثناء كل ما يتعلق بصناعة النفط)، ومن هذا المنطلق وكقاعدة عامة يجب أن لا يتجاوز النقص في الميزانية العامة تحت الظروف الاعتيادية نسبة تزيد عن 4 % من الربح السنوي من الاستثمارات التي يقوم بها الصندوق، بمعنى يمكن للحكومة ويحق لها أن تتصرف كحد أقصى في 4 % فقط من العوائد الحقيقية للصندوق لسد أي عجز قد يحدث في الميزانية العامة للدولة، وهذه النسبة تعتمد هي الأخرى على أداء الصندوق والعوائد الحقيقية على المدى البعيد؛
  - مسؤولية الصندوق مضمونة من طرف وزارة المالية والتي تحدد الاستراتيجيات تحت رقابة البرلمان النرويجي؛
  - إن مداخل الصندوق تشمل كل عائدات النفط والأرباح المترتبة عن الاستثمارات التي يقوم بها؛
- في هذا الإطار تجدر الإشارة أن من أهم أسباب نجاح صندوق التقاعد الحكومي العالمي النرويجي هو عدم سقوطه في فخ المرض الهولندي أو ما يُعرف بلعنة الموارد، حيث يتم تحويل المداخل المترتبة عن النفط مباشرة إلى الصندوق الاستثماري بدلاً من ميزانية الدولة لتلك السنة، كما تفعل الكثير من الدول النفطية، وهذه التحويلات تسمح للصندوق من إمكانية شراء أصول أجنبية والتي جعلت النرويج تحقق العديد من الأهداف المسطرة من خلال هذه الخطوة، كما يعمل صندوق التقاعد الحكومي العالمي النرويجي على توفير مصدر دخل للدولة في حالة ما إذا كانت صدمة انخفاض أسعار النفط طويلة الأجل، على أن تبقى الاستفادة من الصندوق مقيدة بنسبة 4 % كما سبق الإشارة لذلك.

#### 4. استراتيجيات استثمار الصندوق السيادي النرويجي:

عملت النرويج على ابتكار نموذج جديد للاستثمار طويل الأجل، مغاير تماماً للنماذج المعروفة كنموذج جامعة ييل (Yal Model)، والمسمى بنموذج "سوينسن" (Swensen Investment Model) الذي يفضل الاستثمار في صناديق التحوط والتي تختلف عن الأسهم والسندات على اعتبار أنها غير قابلة للتسييل، عكس صندوق التقاعد الحكومي العالمي النرويجي الذي يعتمد على سياسة التنوع في الاستثمار، من خلال شراء الأسهم والسندات المختلفة، وفي هذا الإطار يصنف الأكاديميون الطريقة التي يعمل بها صندوق التقاعد الحكومي العالمي النرويجي بأنها عملية استثمار نشطة، عكس عمليات الاستثمار الخاملة التي يتصف بها نموذج "سوينسن"، ففي عمليات الاستثمار النشطة تقوم إدارة صندوق التقاعد الحكومي العالمي النرويجي بإدارة جميع عمليات الاستثمار وبشكل مباشر، بينما في عمليات الاستثمار الخاملة تقوم إدارة الصندوق السيادي بوضع سياسة استثمارية تهدف لمحاكاة مؤشرات التداول في الأسواق المالية بشكل كلي تفادياً للمخاطرة، وفي هذا الإطار تعرضت النرويج للعديد من الانتقادات، بالنظر إلى المخاطر العالية والكبيرة التي من الممكن أن يتعرض لها صندوق التقاعد الحكومي العالمي النرويجي بسبب السياسة المنتهجة في إدارة الصندوق، وفي هذا المنحى حددت

وزارة المالية النرويجية في البداية تعليمات تحدد استراتيجيات استثمار صندوق التقاعد الحكومي العالمي النرويجي نوجزها في النقاط التالية: (القاسم، 2010، ص 405)

- أن يسعى الصندوق السيادي إلى تحقيق أعلى الأرباح الممكنة بأقل مجازفة مع إلزامية قيام الصندوق باستثماراته خارج النرويج؛

- على الصندوق السيادي تفادي المشاريع الاستثمارية التي تسيء إلى حقوق الإنسان أو حيث هناك رشوة أو الإساءة إلى البيئة، بمعنى أن الصندوق يلتزم في استثماراته بالقيم الإنسانية والأخلاقية، ولتدعيم وتجسيد هذه الفكرة تم إنشاء مجلس الأخلاقيات في سنة 2004، بهدف المساعدة في تقديم المشورة والحفاظ على المبادئ التوجيهية والأخلاقية للصندوق وبالتنسيق مع وزارة المالية النرويجية؛

- يجب أن لا تتجاوز نسبة الاستثمار في الأسهم التجارية 40 % من كل الاستثمارات، مع إمكانية زيادة هذه النسبة في المستقبل إلى 60 %، وفي هذا الإطار قررت وزارة المالية النرويجية في سنة 2007 زيادة حصتها في الصندوق من استثمارات الأسهم إلى 60 %؛

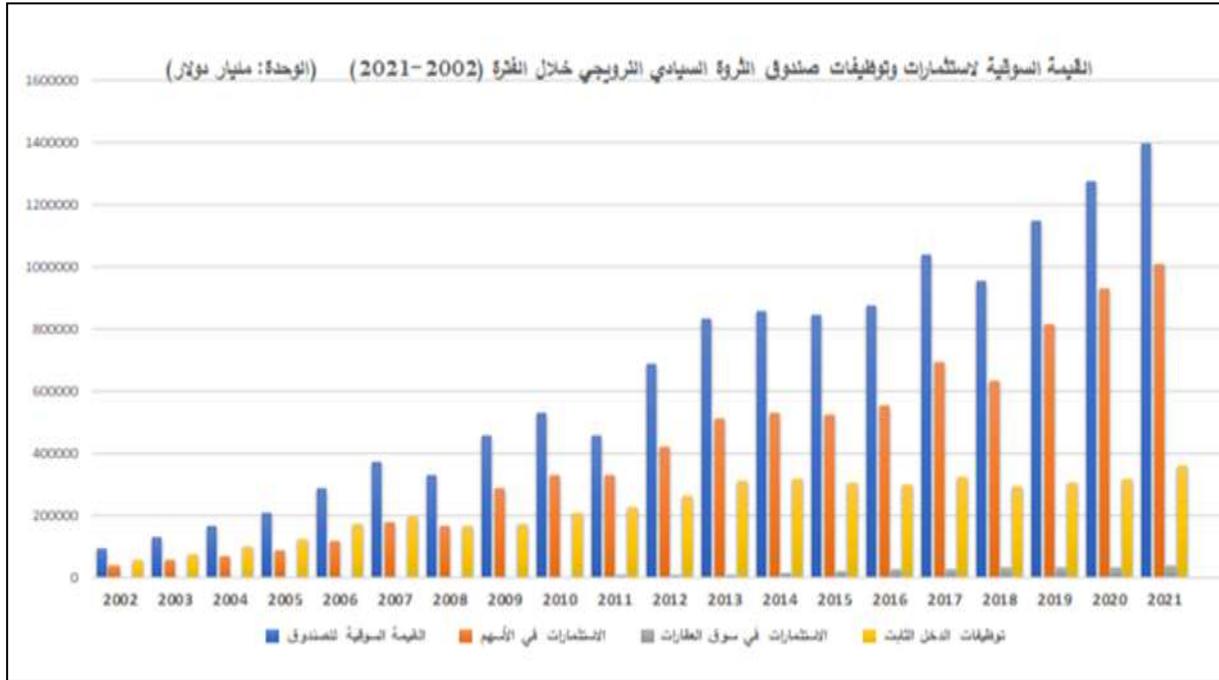
- تتوزع الاستثمارات جغرافيا بين أوروبا 50 %، أمريكا وإفريقيا 35 %، آسيا وأقيانوسيا (أستراليا، نيوزيلندا) 15 %؛  
- تكون الإيداعات الثابتة 60 % من استثمارات الصندوق السيادي (قد تخفض هذه النسبة إلى 40 %) وهي موزعة: أوروبا 60 %، أمريكا وإفريقيا 35 %، آسيا وأقيانوسيا 5 %؛

بدأ صندوق التقاعد الحكومي العالمي النرويجي الاستثمار في السندات الأوروبية، وبناءا عليه قامت الحكومة النرويجية بإضافة الأسهم الأوروبية إلى استثمارات الصندوق، ليقوم الصندوق بعد ذلك باستهداف الأسواق الناشئة من خلال الاستثمار في الأسهم والسندات معا، بهدف تنويع قاعدة الاستثمارات للصندوق وتقوية عوائده، وفي هذا الإطار أعلنت وزارة المالية النرويجية سنة 2012 عن خطط لخفض حصة المقتنيات الأوروبية تدريجيا إلى حوالي 40 % من الأموال وزيادة الاستثمارات في الأسواق الناشئة إلى 10 %، كما تم السماح للصندوق بالاستثمار في بعض الأنشطة العقارية ولكن بشكل محدود جدا، بعد أن أعطت وزارة المالية النرويجية سنة 2010 تفويضا لاستثمار ما نسبته 5 % من أصول الصندوق في القطاع العقاري، من خلال تخفيض مماثل في الحيازات ذات الدخل الثابت، وقد أنجز الصندوق أولى استثماراته في القطاع العقاري سنة 2011. (حبارك، أطروحة دكتوراة، 2020/2019، ص 232)

#### 1.4 الهيكل الاستثماري لصندوق الثروة السيادي النرويجي:

يوزع صندوق التقاعد الحكومي العالمي النرويجي محفظته الاستثمارية من خلال ما يوضحه الشكل الموالي:

الشكل رقم (01): القيمة السوقية لاستثمارات وتوظيفات صندوق الثروة السيادي النرويجي خلال الفترة (2002-2021)



Source : Norges Bank Investment Management (NAIM), Government Pension Fund Global, available at: <https://www.nbim.no/en/the-fund/investments/#/2021>, consulted: April 10, 2022.

الملاحظ من خلال الشكل أعلاه، (أنظر الملحق رقم 01)، الارتفاع والزيادة المستمرة في أصول صندوق التقاعد الحكومي العالمي النرويجي حيث ارتفعت القيمة السوقية للصندوق من 88.139 مليار دولار سنة 2002 إلى ما قيمته 1.037.790 مليار دولار سنة 2017 لتصل إلى أعلى قيمة سنة 2021 والمقدرة بـ 1.399.311 مليار دولار، وتجدر الإشارة أن القيمة السوقية للصندوق تتأثر بعائدات الاستثمار وتدفقات رؤوس الأموال وتحركات أسعار الصرف، كما نلاحظ من خلال الشكل كذلك أنه بداية من سنة 2011 وهي السنة التي تلت انفجار أزمة الديون السيادية بأوروبا (2010) والمتربة عن الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، اتجه صندوق معاشات التقاعد الحكومي النرويجي لتغيير استراتيجيات استثماره وذلك بالانتقال للاستثمار في قطاع جديد وهو قطاع العقارات، بالمنطقة الجغرافية الخاصة بأوروبا من خلال تخصيص ما قيمته 1.839.404.609,00 مليار دولار والموزعة على كل من فرنسا والمملكة المتحدة بقيمة 1.102.674.921,00 مليار دولار و 736.729.688,00 مليون دولار على التوالي، وهذه القيمة الموجهة للاستثمار في قطاع العقارات شكلت ما نسبته 0,3% من إجمالي استثمارات صندوق التقاعد الحكومي العالمي النرويجي، لتستمر الاستراتيجية المتبعة من طرف الصندوق السيادي النرويجي (صندوق التقاعد الحكومي العالمي النرويجي) بالزيادة في قيمة الاستثمارات الموجهة لقطاع العقارات بمرور السنوات، حيث ارتفعت هذه القيمة من 4.513.489.197,00 مليار دولار سنة 2012 إلى ما قيمته 26.731.147.557,00 مليار دولار سنة 2017، لتصبح تشكل الاستثمارات الموجهة لقطاع العقارات نسبة 2,6% من إجمالي الاستثمارات في هذه السنة (2017)، لتصل هذه القيمة

سنة 2021 إلى 35.328.609.395,00 مليار دولار وهي أكبر قيمة وجهت للاستثمارات في قطاع العقارات بنسبة 2,5 % من إجمالي الاستثمارات، والمستثمرة في كل من المنطقة الجغرافية الخاصة بأوروبا بقيمة 16.638.870.858,00 مليار دولار والمنطقة الجغرافية الخاصة بآسيا، والتي شملت فقط اليابان، بقيمة 910.054.343,00 مليون دولار، والمنطقة الجغرافية الخاصة بشمال أمريكا والتي اقتصر فقط على الولايات المتحدة الأمريكية بقيمة تقدر 17.620.488.061,00 مليار دولار، كما نسجل في هذا الإطار توسع المناطق الجغرافية الخاصة بالاستثمار في قطاع العقارات، حيث كانت البداية سنة 2011 مقتصرة على المنطقة الجغرافية الخاصة بأوروبا من خلال الاستثمار في هذا القطاع في كل من فرنسا والمملكة المتحدة، لتتوسع هذه المناطق من سنة لأخرى، لتصبح تشمل سنة 2017 معظم المناطق الجغرافية (أوروبا، آسيا، أمريكا الشمالية، أمريكا اللاتينية، الشرق الأوسط، أقيانوسيا "أستراليا، نيوزيلاندا") باستثناء المنطقة الجغرافية الخاصة بإفريقيا التي غابت عنها استثمارات الصندوق السيادي لمعاشات التقاعد الحكومي النرويجي بالقطاع العقاري.

يقوم صندوق معاشات التقاعد الحكومي النرويجي بتوزيع محفظته الاستثمارية بناء على ما يوضحه الجدول الآتي:

الجدول رقم (02): توزيع محفظة صندوق معاشات التقاعد الحكومي النرويجي للفترة (2014-2021) الوحدة: %

السنة	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014
المحفظة								
الأسهم	72	72,8	70,8	66,3	66,6	63,2	61,9	61,8
الدخل الثابت	25,4	24,7	26,5	30,7	30,8	34,3	35,7	36,5
العقارات	2,5	2,5	2,7	3	2,6	2,5	2,4	1,7
البنية التحتية للطاقة المتجددة	0,1	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----
المجموع	100	100	100	100	100	100	100	100

Source : Norges Bank Investment Management (NAIM), Government Pension Fund

Global, available at: <https://www.nbim.no/en/the-fund/investments/#/2021>, consulted:

May 10,2022.

يتضح من خلال الجدول رقم (02) أن الأسهم تساهم بشكل قوي في الأداء الإيجابي لصندوق معاشات التقاعد الحكومي النرويجي، خاصة بعدما تقرر في سنة 2017 زيادة التخصيص الاستراتيجي للأسهم إلى 70 %، حيث بلغت هذه النسبة في نفس السنة 66,6 % لترتفع إلى 66,3 % نهاية سنة 2018 لتصل إلى الهدف المسطر من طرف الحكومة النرويجية ببلوغ نسبة 70,8 % سنة 2019، وترتفع هذه النسبة إلى 72,8 % سنة 2020 وهي أعلى نسبة سجلها صندوق معاشات التقاعد الحكومي النرويجي، كما يتضح من خلال الجدول كذلك أن مساهمة الدخل الثابت تأتي في المرتبة الثانية في توزيع محفظة صندوق معاشات التقاعد الحكومي النرويجي، وهذه المساهمة في تناقص مستمر من سنة لأخرى حيث كانت مساهمة الدخل الثابت في سنة 2014 على سبيل المثال تقدر بـ 36,5 %، لتصبح سنة 2021

تقدر بـ 25,4 %، وهذا راجع إلى الاستراتيجية المتبعة من طرف صندوق معاشات التقاعد الحكومي النرويجي بالتركيز أكثر على الاستثمار في الأسهم، كما يلاحظ كذلك بناء على هذا الجدول الارتفاع المحسوس المسجل في مساهمة قطاع العقارات في توزيع محفظة صندوق معاشات التقاعد الحكومي النرويجي، حيث انتقلت نسبة المساهمة من 1,7 % سنة 2014 لتصل إلى 2,5 % سنة 2020، حيث في هذه السنة (2014) سجلت قيمة الاستثمارات الموجهة لقطاع الاستثمارات ما قيمته 14.195.376.571,00 مليار دولار، لتستمر في الارتفاع من سنة لأخرى لتبلغ ما قيمته 35.328.609.395,00 مليار دولار سنة 2021، ومرد ذلك هو التعافي الذي عرفه سوق العقارات، والذي عرف أزمة عُرفت بأزمة الرهن العقاري سنة 2007 والتي تحولت إلى أزمة مالية عالمية سنة 2008، كما نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن صندوق معاشات التقاعد الحكومي النرويجي وبداية من سنة 2021 عمل على إعادة النظر في استراتيجيته الاستثمارية بتنويعها وتوسيعها وذلك بتخصيص نسبة 0,1 % من المحفظة، للاستثمار في البنية التحتية للطاقات المتجددة، من خلال التركيز على طاقة الرياح بقيمة مالية تقدر 1.620.219.710,00 مليار دولار والموجهة للاستثمار بهولندا.

#### 2.4 التوزيع الجغرافي لاستثمارات صندوق الثروة السيادي النرويجي:

عمل صندوق التقاعد الحكومي العالمي النرويجي منذ نشأته في جوان 1998 على توزيع استثماراته على مختلف المناطق الجغرافية في العالم، سواء كانت هذه الاستثمارات في أسواق الأسهم أو استثمارات الدخل الثابت أو الاستثمارات في سوق العقارات، وهذا ما يوضحه الجدول الآتي:

#### الجدول رقم (03): التوزيع الجغرافي لإجمالي استثمارات صندوق الثروة السيادي النرويجي حسب المناطق الجغرافية للفترة (2014-2021)

(الوحدة: مليار دولار)

السنة	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	القيمة الإجمالية	
									النسبة % من إجمالي	الاستثمارات
	5.427	7.306	8.068	7.458	7.425	5.236	4.667	5.598		
	0,4 %	0,6 %	0,7 %	0,8 %	0,7 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	إفريقيا	
	450.307	411.399	391.316	327.485	376.372	321.224	330.372	349.946		
	31,5	31,7	33,6	33,8 %	35,9 %	36,6 %	39 %	41 %	أوروبا	
	258.657	250.783	213.442	176.425	190.943	149.296	147.933	142.349		
	18,1 %	19,4 %	18,3 %	18,2 %	18,2 %	16,9 %	17,5 %	16,6 %	آسيا	
	662.003	573.080	493.583	403.225	414.178	351.076	313.317	300.011		
									أمريكا	

% 46,2	% 44,1	% 42,5	% 41,7	% 39,5	% 39,9	% 37	% 35,2	الشمالية	المنطقة الجغرافية
12.334	45.244	20.829	19.983	21.631	20.544	18.382	23.727	أمريكا	
% 0,9	% 1,2	% 1,8	% 2,1	% 2	% 2,3	% 2,1	% 2,8	اللاتينية	
4.790	3.227	3.447	3.123	4.017	4,537	4,970	4,428	الشرق	
% 0,3	% 0,2	% 0,3	% 0,3	% 0,4	% 0,6	% 0,6	% 0,5	الأوسط	
31.984	29.792	26.024	23.711	26.057	20,729	19,100	19,711	أقيانوسيا (أستراليا، نيوزيلندا)	
% 2,2	% 2,3	% 2,2	% 2,5	% 2,5	% 2,4	% 2,3	% 2,3		
8.010	6.675	5.666	6.629	7.014	6,793	8,184	8,655	المنظمات	
% 0,6	% 0,5	% 0,5	% 0,7	% 0,7	% 0,8	% 1	% 1	الدولية	
1399,311	1274,682	1148,029	953,436	1037,790	872,532	844,521	857,638	القيمة السوقية الإجمالية	

**Source** : Norges Bank Investment Management (NAIM), Government Pension Fund Global, available at: <https://www.nbim.no/en/the-fund/investments/#/2021>, consulted:

April 15, 2022

يتضح من خلال الجدول أعلاه أن صندوق الثروة السيادي النرويجي (صندوق التقاعد الحكومي العالمي) يستثمر في أكثر من منطقة جغرافية في العالم (ثمانية مناطق جغرافية) سواء الاستثمارات في أسواق الأسهم أو الاستثمارات في قطاع العقارات أو تلك الاستثمارات المرتبطة بتوظيفات الدخل الثابت، كما يلاحظ من خلال الجدول كذلك أن صندوق التقاعد الحكومي العالمي النرويجي عرف نوع من التغيير في استراتيجيته الاستثمارية في المناطق الجغرافية بداية من سنة 2016، حيث كانت المنطقة الجغرافية الخاصة بأوروبا في الصدارة بنسبة مئوية قدرت بـ 41% إلا أن هذه النسبة ما فتأت تعرف بعض التناقض المحسوس من سنة لأخرى لتسجل نسبة 31,5% سنة 2021، عكس المنطقة الجغرافية لدول أمريكا الشمالية التي سجلت نسبة 35,2% سنة 2014 لترفع تزايداً مستمراً بمرور السنوات لتسجل نسبة 46,2% من إجمالي الاستثمارات سنة 2021، ومرد ذلك هو التحفيز التي أصبح يجلبها سوق أمريكا الشمالية مقارنة بالسوق الخاص للمنطقة الجغرافية الخاصة بأوروبا، وفي نفس هذا الإطار المستنتج من خلال الجدول أن المنطقة الجغرافية لدول أمريكا الشمالية والمنطقة الجغرافية الخاصة بأوروبا استحوذتا على نسبة قاربت الـ 76% من إجمالي الاستثمارات وفي كل السنوات المشار إليها في الجدول أعلاه، وهذا مرده للتطور الاقتصادي الحاصل في اقتصاديات الدول التابعتين لهاتين المنطقتين، خاصة إذا نظرنا من زاوية التحفيز المرتبطة بتشجيع الاستثمارات وفي كل القطاعات، عكس المنطقة الجغرافية الخاصة بإفريقيا التي شكلت النسبة الإجمالية لاستثمارات صندوق معاشات التقاعد الحكومي متوسط 0,325% من سنة 2014 إلى غاية سنة 2021 وهي نسبة ضعيفة، ويرجع ذلك إلى العديد من الأسباب منها على سبيل المثال لا الحصر ضعف الأداء الاقتصادي للدول النامية، ونفس الفكرة يمكن إسقاطها على المنطقة الجغرافية الخاصة بالشرق الأوسط وأمريكا اللاتينية، حيث مثلت النسبة الإجمالية لاستثمارات صندوق معاشات التقاعد الحكومي النرويجي متوسط 0,2875% و 1,9% على التوالي من سنة 2014 إلى غاية سنة 2021.

الجدول رقم (04): أهم حيازات صندوق الثروة النرويجي حسب بعض البلدان في 2021/ 12/31 (الوحدة: %)

البلد	الأسهم	الدخل الثابت	العقارات	إجمالي الحيازات
الولايات المتحدة	31,4	10,7	1,2	43,3
المملكة المتحدة	5,1	1,3	0,4	6,8
اليابان	5	3,4	0,1	8,5
فرنسا	3,4	1,2	0,5	5,1
سويسرا	3,2	0,4	0,1	3,7
ألمانيا	2,9	2,1	0,1	5,1
الصين	2,7	-----	-----	2,7
كندا	1,4	1,4	-----	2,8
أستراليا	1,3	0,7	-----	2
اسبانيا	0,8	0,5	-----	1,3

**Source** : Norges Bank Investment Management (NAIM), Government Pension Fund Global, available at: <https://www.nbim.no/en/the-fund/investments/#/2021>, consulted: 15/04/2022

قدرت استثمارات صندوق معاشات التقاعد الحكومي النرويجي في أسواق الأسهم في نهاية سنة 2021 ما قيمته 1.006.822.660.594,00 مليار دولار، موزعة على معظم المناطق الجغرافية وشملت هذه الاستثمارات 9.333 شركة في 65 بلد، مقابل 927.998.238.757,00 مليار دولار التي تم استثمارها سنة 2020، أما قطاع الدخل الثابت فقدرت استثمارات صندوق معاشات التقاعد الحكومي سنة 2021 ما قيمته 355.540.108.445,00 مليار دولار، موزعة على 50 بلدا وشملت الاستثمارات 1.365 ورقة مالية من نوع السندات، مقابل ما قيمته 314.786.276.078,00 مليار دولار التي تم استثمارها سنة 2020 في قطاع الدخل الثابت موزعة على 50 بلد وشملت الاستثمارات 1.245 ورقة مالية من نوع السندات، أما قطاع العقارات فقدرت الاستثمارات التي قام بها صندوق معاشات التقاعد الحكومي النرويجي في سنة 2021 بـ 35.328.609.395,00 مليار دولار، موزعة على 14 بلدا وشملت الاستثمار في سوق العقارات لـ 885 شركة خاصة، مقابل 31.898.012.142,00 مليار دولار، موزعة على 14 بلدا وشملت الاستثمار في سوق العقارات لـ 867 شركة خاصة.

(Norges Bank Investment Global NBIM, 2022)

بناء على هذا يمكن القول أن صندوق معاشات التقاعد الحكومي قد وسع من استثماراته إذا ما أخذنا على سبيل المثال سنة 2021 خاصة في سوق الأسهم، انطلاقا من التكهات الإيجابية التي كانت سائدة خاصة في الجانب المتعلق بالسياسة المالية للولايات المتحدة الأمريكية، والتوقعات الجيدة بشأن أداء الاقتصاد العالمي مع استمرار معدلات الفائدة المنخفضة عالمياً، ولتوضيح الفكرة أكثر أدرجنا الجدول أعلاه (الجدول رقم 03) والملاحظ من خلاله أن حيازات صندوق معاشات التقاعد الحكومي النرويجي كانت أكبر بالولايات المتحدة مقارنة بالبلدان الأخرى، حيث قدرت بـ 43,3 % في

مجمّل القطاعات الثلاثة (الأسهم، الدخل الثابت، العقارات) والمقدرة بـ 72 % لسنة 2021، وقد نال قطاع الأسهم الحصة الكبيرة بنسبة 31,4 %، بقيمة 450.441.258.689,00 مليار دولار، وفي هذا الإطار نشير إلى أن التكنولوجيا مثلت 9,2 % من نسبة حيازات قطاع الأسهم بقيمة قدرت بـ 131.383.959.234,00 مليار دولار، (Norges Bank Investment Management, 2022) ليأتي قطاع الدخل الثابت في المرتبة الثانية من حيث حيازات صندوق معاشات التقاعد الحكومي، بنسبة 10,7 % بقيمة مالية قدرت بـ 152.797343.316,00 مليار دولار، مثلت فيها سندات الخزينة النسبة الكبيرة (9,6 %) بقيمة مالية قدرت بـ 99.558.466.318,00 مليار دولار، (Norges Bank Investment Management NBIM, 2022) ليأتي في الأخير قطاع العقارات حيث نسبة الحيازة تساوي 1,2 % بقيمة مالية قدرت بـ 17.620.488.061,00 مليار دولار؛ (Norges Bank Investment Management, 2022) أما المرتبة الثانية من حيث إجمالي حيازات صندوق معاشات التقاعد الحكومي حسب البلدان فقد كانت للمملكة المتحدة بنسبة 6,8 % بقيمة مالية إجمالية قدرت بـ 98.942.159.023,00 مليار دولار، (Norges Bank Investment Management NBIM, 2021) نالت منها الأسهم الحصة الأهم بنسبة 5,1 % بقيمة مالية قدرت بـ 73.741.902.499,00 مليار دولار؛ أما المرتبة الثالثة من حيازات صندوق معاشات التقاعد الحكومي النرويجي فكانت باليابان بنسبة 8,5 %، بقيمة مالية إجمالية قدرت بـ 120.549.764.629,00 مليار دولار، استحوذ قطاع الأسهم على الحصة الأكبر بنسبة 5 % بقيمة مالية قدرت بـ 71.435.871.451,00 مليار دولار، لتأتي في المرتبة الرابعة كلا من فرنسا وألمانيا من حيث حيازات صندوق معاشات التقاعد الحكومي النرويجي بنسبة 5,1 % لكل منها بقيمة مالية قدرت بـ 71.936.025.460,00 و73.137.479.554,00 مليار دولار على التوالي.

### 3.4 عوائد استثمار صندوق الثروة السيادي النرويجي:

يبحث صندوق التقاعد الحكومي العالمي النرويجي ومنذ تأسيسه للحصول على أكبر عائد ممكن في الأجل الطويل وبمخاطر مقبولة وفي كل القطاعات التي استثمر فيها، وهو ما يوضحه الجدول الموالي.

الجدول رقم (05): العائد السنوي لصندوق الثروة السيادي حسب فئة الأصول للفترة (2010- جوان 2022)

الوحدة: %

السنة	استثمارات الأسهم	استثمارات العقارات	توظيفات الدخل الثابت	البنية التحتية للطاقت المتجددة	العائد السنوي المتراكم (%)	العائد السنوي (%)
2010	13,34	-----	4,11	-----	5,04	9,62
2011	- 8,84	- 4,37	7,03	-----	4,48	- 2,54
2012	18,06	5,77	6,68	-----	5,05	13,42
2013	26,28	11,79	0,10	-----	5,70	15,95
2014	7,90	10,42	6,88	-----	5,81	7,58

5,64	2,74	-----	0,33	9,99	3,83	2015
5,70	6,92	-----	4,32	0,78	8,72	2016
6,09	13,7	-----	3,31	7,52	19,44	2017
5,47	- 6,12	-----	0,56	7,53	3,58	2018
6,09	19,95	-----	7,56	6,84	26,20	2019
6,29	10,86	-----	7,46	- 0,08	12,14	2020
6,62	14,51	4,15	-1,94	13,64	20,76	2021
5,81	- 14,41	- 13,29	- 9,32	7,12	- 17,05	30 جوان 2022

**Source** : Norges Bank Investment Management (NAIM), Government Pension Fund Global, available at: <https://www.nbim.no/en/the-fund/returns/>, consulted: 15/04/2022

الملاحظ من خلال الجدول أعلاه (الجدول رقم 05) أن العائد السنوي لصندوق التقاعد الحكومي العالمي النرويجي حقق في معظم السنوات أرباح صافية تضاف لأموال الصندوق، فإذا أخذنا على سبيل المثال السنوات الستة الأخيرة، أي بداية من سنة 2017 نجد أن صندوق الثروة السيادي النرويجي حقق عائدا سنويا متراكما قدر بـ 6,09 %، أما العائد السنوي فقدر بـ 13,7 %، وكان الجزء الأكبر من العوائد المحققة في هذه السنة (2017) جاءت من عوائد الاستثمار في الأسهم واستثمارات العقارات والمقدرة بـ 19,44 % و 7,52 % على التوالي، وفي هذه السنة شكلت الأسهم نسبة 66,6 % من إجمالي استثمارات الصندوق بقيمة قدرت بـ 691.184.509.857,00 مليار دولار، ويتضح كذلك من خلال الجدول أعلاه، أن العائد المحقق في الأسهم (19,44 %) يتجاوز عوائد السندات (استثمارات الدخل الثابت) والعقارات مجتمعين (7,52 %، 3,31 %)، كما نلاحظ بناء على الجدول كذلك أن الصندوق الثروة السيادي النرويجي حقق أكبر عائد سنوي متراكم سنة 2021 بنسبة قدرت بـ 6,61 % وعائد سنوي قُدر بـ 14,51 % والمتأتية من عوائد الاستثمار في الأسهم واستثمارات العقارات والمقدرة بـ 20,76 % و 13,64 % على التوالي، وفي هذه السنة (2021) زادت نسبة استثمارات الأسهم مقارنة بسنة 2017 حيث أصبحت تشكل نسبة 72 % من إجمالي استثمارات الصندوق السيادي النرويجي بقيمة قدرت بـ 1.399.311.598.144,00 مليار دولار؛ إلا أن السداسي الأول من سنة 2022 عرف الصندوق السيادي النرويجي تحقيق عوائد سلبية، وهي السنة التي يمكن اعتبارها أسوأ سنة لأداء صندوق الثروة السيادي، فالملاحظ من خلال الجدول أن العائد السنوي حقق خسائر قدرت بـ -14,41 % والناجمة عن العوائد السلبية المحققة في الأسهم، توظيفات الدخل الثابت والبنية التحتية للطاقات المتجددة والمقدرة بـ -17,05 %، -9,32 % و -13,29 % على التوالي، وهذه النتائج السلبية المحققة تعود أساسا إلى ارتفاع مستويات التضخم في معظم اقتصاديات الدول، خاصة اقتصاديات الدول الأوروبية ودول أمريكا الشمالية والناجمة عن الحرب القائمة بين روسيا وأوكرانيا منذ أواخر شهر فيفري 2022، والتي كان لها الأثر السلبي على أداء هذه الاقتصاديات التي عرفت أزمة الطاقة والتي كانت

لها تداعيات سلبية على باقي القطاعات الاقتصادية، الأمر الذي نتج عنه تأثر مؤشرات التداول في الأسواق المالية بالانخفاض. (Norges Bank Investment Management (NBIM), p 06)

## 5. خاتمة:

منحت الأزمة المالية لسنة 2008 فرصة ذهبية للعديد من صناديق الثروة السيادية لزيادة نفوذها على مستوى الاقتصاد العالمي، خاصة من زاوية تملكها للحصص في العديد من المؤسسات الاقتصادية والبنوك التجارية وكبريات الشركات العالمية وبأسعار منخفضة، إلا أن هذه الصناديق تعرضت بفعل هذه الأزمة المالية إلى خسائر كبيرة، الأمر الذي جعل البعض منها يعيد النظر في الاستراتيجيات الاستثمارية المتبعة، وهو حال صندوق التقاعد الحكومي العالمي النرويجي (GPF) الذي يعتبر من الصناديق السيادية السبقة على المستوى العالمي التي قامت بإعادة النظر وتغيير استراتيجيات استثماراتها، حيث ارتكزت استراتيجيات استثمار الأصول المالية لصندوق الثروة السيادي النرويجي على سياسة التنوع في الاستثمار في مختلف القطاعات الاقتصادية، والتي جاءت بنتائج إيجابية من خلال تحقيق أعلى العوائد.

### 1.5. اختبار الفرضيات: اشتملت الدراسة على أربع فرضيات أساسية وتم اختبارها لإثبات صحتها أو عدم صحتها.

- الفرضية الأولى والمرتبطة بعدم وجود مفهوم موحد لصناديق الثروة السيادية صحيحة، وعدم الاتفاق هذا نابع أساساً من اختلاف المبررات والدوافع التي أنشأت من أجلها صناديق الثروة السيادية، خاصة من زاوية اختلاف الهيكل الاقتصادي لكل بلد ومصدر الفوائض المالية المحققة؛

- الفرضية الثانية والمتعلقة بأهمية صناديق الثروة السيادية في الاقتصاد العالمي، فهذه الفرضية صحيحة خاصة وأن صناديق الثروة السيادية كان لها الأثر الإيجابي على أداء الاقتصاد العالمي ومن عدة جوانب، منها على سبيل المثال لا الحصر تشجيع التنمية الاقتصادية سواء في البلدان المصدرة لرأس المال أو المتلقية له، بالإضافة إلى قدرة هذه الصناديق على تجاوز الدورات الاقتصادية وفي معظم الظروف الاقتصادية، وهذا ما ظهر جلياً في الأزمة المالية لسنة 2008 وكيف أن هذه الصناديق كانت مصدراً من مصادر تمويل الاقتصاد العالمي، خاصة وأنها أزمة مالية كان إشكالها الكبير شح السيولة؛

- أما الفرضية الثالثة والتي مؤداها أن استراتيجيات الاستثمار لصندوق التقاعد الحكومي النرويجي قائمة على فكرة استثمار الفوائض المالية في مختلف القطاعات الاقتصادية، صحيحة حيث أظهرت النتائج أن استراتيجيات الاستثمار لصندوق الثروة السيادي النرويجي قائمة فعلاً وحقيقة على استثمار الفوائض المالية في مختلف القطاعات الاقتصادية، أي التنوع في استثمار محفظته المالية، مروراً بالاستثمار في قطاع العقارات وصولاً إلى الاستثمار في البنية التحتية لقطاع الطاقات المتجددة والذي أصبح يوليه صندوق التقاعد الحكومي النرويجي أهمية بداية من سنة 2021، وهذه الفكرة تظهر جلياً من خلال الجدول رقم 02 أعلاه؛

- أما الفرضية الرابعة والمتعلقة باستراتيجيات الاستثمار المتبعة من طرف صندوق التقاعد الحكومي النرويجي، فهي الأخرى صحيحة حيث نجد أن هذه الاستراتيجيات حققت أعلى العوائد بناءً على سياسة الاستثمار المنتهجة من طرف صندوق التقاعد الحكومي النرويجي، وبالتالي كان لها الأثر الإيجابي في تحقيق أرباحاً صافية أضيفت لأموال صندوق الثروة السيادي النرويجي؛

## 2.5. نتائج الدراسة: توصلنا من خلال هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج تُدرجها في النقاط التالية:

- لاقت صناديق الثروة السيادية اهتماما كبيرا على صعيد الاقتصاد العالمي، بعد انفجار أزمة الرهن العقاري سنة 2007 بالولايات المتحدة الأمريكية، والتي تحولت إلى أزمة مالية عالمية سنة 2008، بالنظر إلى الدور الكبير الذي قامت به في التقليل من تداعيات هذه الأزمة المالية، ويتجلى هذا الدور من خلال مساهمتها الفعالة في ضخ رؤوس أموال معتبرة في البنوك الأوروبية والأمريكية، هذا من جهة، ونجاحها في إنقاذ العديد منها من حالة الإفلاس من جهة ثانية؛
- منذ الألفية الثالثة ازداد عدد صناديق الثروة السيادية، كما تعددت مصادر تمويلها وأيضاً أهدافها واستراتيجياتها الاستثمارية، كما أنها كانت محل اهتمام العديد من الباحثين وأهل الاختصاص بالإضافة إلى اهتمام المؤسسات المالية الدولية، وعلى رأسها صندوق النقد الدولي، ومراكز الأبحاث الدولية، كما أصبح لصناديق الثروة السيادية معهد متخصص (Sovereign Wealth Fund Institute) مهمته الأساسية تقديم المعلومات والبيانات والمؤشرات المتعلقة بأدائها وحجم أصولها واستثماراتها.
- إن صناديق الثروة السيادية التي حازت على المراتب العشرة الأولى من حيث إجمالي الأصول تتواجد معظمها في المنطقة الجغرافية الخاصة بآسيا، باستثناء صندوق الثروة السيادي النرويجي؛
- حسب معهد صناديق الثروة السيادية الملاحظ أن أصول صناديق الثروة السيادية في ارتفاع مستمر من سنة لأخرى، ويرجع السبب في ذلك إلى الزيادة في عددها في العالم، خاصة في المنطقة الجغرافية الخاصة بالشرق الأوسط؛ في نفس هذا الإطار، ومن منحنى حجم الأصول نجد استحواذ كل من منطقة آسيا ومنطقة الشرق الأوسط على حوالي 75% من إجمالي أصول صناديق الثروة السيادية في العالم؛
- في سنة 1997 قامت وزارة المالية النرويجية بإعادة النظر في الاستراتيجية الاستثمارية لصندوقها السيادي من خلال تخصيص 40 % من أصول الصندوق لاستثمارها في الأسهم، بناء على ذلك تم إنشاء بنك إدارة الاستثمار النرويجي (Norges Bank Investment Management NBIM) في جانفي 1998 والذي أوكلت له مهمة إدارة وتسيير الصندوق تحت إشراف ورقابة وزارة المالية النرويجية؛
- يمكن القول أن صندوق التقاعد الحكومي العالمي النرويجي (GPIFG) من الصناديق السيادية المعترف لها بالشفافية والحوكمة في تسيير الأصول التي يمتلكها؛
- يعتبر صندوق التقاعد الحكومي العالمي النرويجي من أكبر وأضخم الصناديق السيادية في العالم من حيث الأصول التي يمتلكها، فعرفت هذه الأصول تزايداً مستمراً من سنة لأخرى، حيث سجلت هذه الأصول في جوان 2021 قيمة سوقية قدرت بـ 1.399 مليار دولار.
- إن صندوق التقاعد الحكومي العالمي النرويجي يعتمد على سياسة التنوع في الاستثمار، من خلال شراء الأسهم والسندات المختلفة؛

- بداية من سنة 2011 عمل صندوق التقاعد الحكومي العالمي النرويجي على إعادة النظر في استراتيجيات استثماره وذلك بالانتقال للاستثمار في قطاع جديد وهو قطاع العقارات؛

- إن استراتيجيات الاستثمار لصندوق التقاعد الحكومي النرويجي قائمة على فكرة استثمار الفوائض المالية في مختلف القطاعات الاقتصادية كما أن هذه الاستراتيجيات حققت أعلى العوائد؛

### 3.5. التوصيات: بناء على هذه الدراسة ارتأينا صياغة التوصيات التالية:

- من خلال هذه الدراسة الخاصة باستراتيجيات الاستثمار المتبعة من طرف صندوق الثروة السيادي النرويجي اتضح لنا أن استثماراته غائبة في المنطقة الجغرافية الخاصة بإفريقيا، لذلك فمن المستحسن إعادة النظر في هذه الاستراتيجية، والتي كان لها الأثر الإيجابي على عوائد الصندوق، من خلال تخصيص نسبة معينة للاستثمار في الدول الإفريقية؛

- المطلوب من صناديق الثروة السيادية، خاصة صناديق الثروة السيادية الخاصة بالدول العربية، العمل باستراتيجيات الاستثمار المتبعة من طرف صندوق الثروة السيادي النرويجي، إن أرادت فعلا تجسيد وتحقيق فكرة التنوع الاقتصادي في اقتصاداتها، خاصة وأن صندوق الثروة السيادي النرويجي اعترف له من طرف الجهات المختصة بالشفافية والحوكمة في تسيير أصوله؛

## 6. قائمة المراجع:

### 1.6. قائمة المراجع باللغة العربية:

- إبراهيم شريف السيد، (نوفمبر 2009)، "الطفرة النفطية الثالثة وانعكاسات الأزمة المالية العالمية - حالة أقطار مجلس التعاون لدول الخليج العربية-"، مركز دراسات الوحدة العربية (منتدى التنمية)، الطبعة الأولى، بيروت، لبنان.

- أحمد نصير، يونس زين، نذير غانية، (2018)، "صناديق الثروة السيادية، كآلية حديثة لتمويل التنمية الاقتصادية المستدامة "الصندوق النرويجي نموذجاً"، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، المجلد رقم (1)، عدد خاص، جامعة جيجل، محمد الصديق بن يحيى، الجزائر.

- أودا بير داس، عدنان مزارعي، أليسون ستوارت، (ديسمبر 2010)، "صناديق الثروة السيادية ومبادئ سانتياغو"، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، واشنطن.

- بوفليخ نبيل، (2011)، "دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية : الواقع والآفاق مع الإشارة إلى حالة الجزائر"، أطروحة دكتوراة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر.

- بوفليخ نبيل، عاطف عبد القادر، "فعالية صندوق ضبط الموارد كأداة لتوظيف مداخيل الثروة البترولية في الجزائر"، ورقة بحثية مقدمة في إطار الملتقى الدولي حول "التنمية المستدامة والكفاءة الاستخدامية للموارد المتاحة"، أيام 08/07 أفريل 2008، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر.

- حبارك سمير، (2020)، "استثمارات صناديق الثروة السيادية وإدارتها" دراسة صندوق الاستثمارات العامة السعودي"، مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية، المجلد (06)، العدد (01)، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة زيان عاشور، الجلفة، الجزائر.

- حبارك سمير، (2020)، تأثير الأزمات المالية المعاصرة على استراتيجيات استثمار صناديق الثروة السيادية - دراسة حالة صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر-، أطروحة دكتوراة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3.

- حساني بن عودة، (2019)، "الصناديق السيادية ومتطلبات إنشاء صندوق سيادي جزائري"، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة وهران 2، محمد بن يحيى، الجزائر.
- سمير أوسعيد، أحمد رجاج، (2021)، "دور صناديق الثروة السيادية في مواجهة أزمة كوفيد-19"، مجلة معهد العلوم الاقتصادية، المجلد 24، العدد 01، كلية العلوم الاقتصادية، علوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة الجزائر 3، الجزائر.
- صفاء عبد الجبار الموسوي، واثق علي محي المنصوري، (2017)، "اقتصاديات صناديق الثروة السيادية"، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- عبد المجيد قدي، (2009)، "الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة"، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد السادس، مخبر العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر.
- لسلس مبارك، بن عبد العزيز بن حمودة فطيمة، (2012) "قراءة في الصناديق السيادية مع إسقاط على حالة الجزائر"، مجلة الأبحاث الاقتصادية، العدد 06، كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة البليدة 2، الجزائر.
- واثق علي الموسوي، (2016)، "الاستقرار الاقتصادي: الصناديق السيادية، الربيع، الموازنة العامة، السوق"، الجزء الأول، دار الأيام، عمان، الأردن.
- ولد عابد عمر، (2018)، "صناديق الثروة السيادية كآلية لتطوير التمويل الإسلامي"، مجلة الإدارة والتنمية للبحوث والدراسات، العدد الثالث عشر، مخبر تسيير الجماعات المحلية ودورها في تحقيق التنمية، كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة البليدة 2، الجزائر.
- فاروق القاسم، (2010) "النموذج النرويجي (إدارة المصادر البترولية)"، سلسلة عالم المعرفة، العدد 373، سلسلة كتب ثقافية شهرية يصدرها المجلس الوطني للثقافة والفنون والأدب، الكويت.

## 2.5. قائمة المراجع باللغة الأجنبية:

- Governance-framework, Government Pension Fund Global (GPF), available at: <https://www.regjeringen.no/en/topics/the-economy/the-government-pension-fund/government-pension-fund-global-gpfg/governance-framework-for-the-government/id696848/>, consulted: November 21, 2022.
- Norges Bank Investment Management (NAIM), Government Pension Fund Global, Government Pension Fund Global, Half – Year Report 2022, available at: <https://www.nbim.no/en/publications/reports/>, consulted: May 10, 2022.
- Norges Bank Investment Management (NAIM), Government Pension Fund Global, available at: <https://www.nbim.no/en/the-fund/investments/#/2021/investments/equities>, consulted: May 03, 2022.
- Norges Bank Investment Management (NAIM), Government Pension Fund Global, available at: <https://www.nbim.no/en/the-fund/investments/#/2021/investments/fixed-income>, consulted: June 20, 2022.
- Norges Bank Investment Management (NAIM), Government Pension Fund Global, available at: <https://www.nbim.no/en/the-fund/investments/#/2021/investments/real-estate>, consulted: June 24, 2022.
- Norges Bank Investment Management (NAIM), Government Pension Fund Global [https://www.nbim.no/contentassets/e49be8b7b9764b929bcdd21f4176f2bb/gpfg-half-year-report\\_2022.pdf](https://www.nbim.no/contentassets/e49be8b7b9764b929bcdd21f4176f2bb/gpfg-half-year-report_2022.pdf), p 06, consulted: November 20, 2022.
- Norges Bank Investment Management (NBIM), Government Pension Fund Global, available at: <https://www.nbim.no/en/the-fund/investments/#/2021>, consulted: April 10, 2022.
- Norges Bank Investment Management (NAIM), Government Pension Fund Global <https://www.nbim.no/en/the-fund/investments/#/2021>, consulted: October 20, 2022.

الملحق رقم (01): القيمة السوقية لاستثمارات وتوظيفات صندوق الثروة السيادي النرويجي خلال الفترة (2002-  
(2021)

الوحدة: مليار دولار

2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	السنة
454.885	529.368	456.941	324.957	370.934	286.046	206.888	166.473	127.060	88.139	القيمة السوقية للصندوق
325.860	325.292	284.551	161.222	176.364	116.230	85.931	68.678	54.287	33.062	الاستثمارات في الأسهم
1.857										الاستثمارات في سوق العقارات
227.167	204.075	172.390	163.735	194.570	169.815	120.956	97.794	72.772	55.076	توظيفات الدخل الثابت
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	السنة
1.399.311	1.274.682	1.148.029	953.436	1.037.790	872.532	844.521	857.638	830.643	685.641	القيمة السوقية للصندوق
1.006.822	927.998	813.157	632.528	691.184	551.012	522.740	530.087	512.385	419.717	الاستثمارات في الأسهم
35.328	31.898	31.039	28.410	26.731	22.151	20.341	14.195	8.548	4.513	الاستثمارات في سوق العقارات
355.540	314.786	303.802	292.496	319.875	299.368	301.439	313.354	309.715	261.410	توظيفات الدخل الثابت

**Source** : Norges Bank Investment Management (NAIM), Government Pension Fund Global, available at: <https://www.nbim.no/en/the-fund/investments/#/2021>, consulted: April 10,2022.