



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية



الميدان: العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية

الشعبة: علوم اقتصادية

التخصص: اقتصاد نقدي ومالي

مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر بعنوان:

دور الصناديق السيادية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي
دراسة حالة النرويج من 2020 إلى 2024

المشرف	اعداد الطلبة	
مرزوقي ياسر	بن مبارك أشواق	1
	باروق نورهان	2

لجنة المناقشة:

الصفة	الجامعة	اسم ولقب الأستاذ(ة)
رئيسا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة	توازيت خالد
مشرفا ومقررا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة	مرزوقي ياسر
ممتحنا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة	بعلي حسني

السنة الجامعية: 2025/2024

شكره وقتك

الحمد لله على إحسانه والشكر له على توفيقه وامتنانه
ونشهد أن لا إله إلا الله وحده لا شريك له ونشهد أن محمدا
عبده ورسوله.

بعد شكر الله سبحانه وتعالى على توفيقه لنا لإتمام هذا
البحث المتواضع.

نتقدم بجزيل الشكر إلى من شرفنا بإشرافه على مذكرة بحثنا
الأستاذ "مرزوقي ياسر" الذي لن تكفي حروف هذه المذكرة
لإفائه حقه بتوجيهاته العلمية التي لا تقدر بثمن.

كما نشكر كل من ساهم من قريب أو من بعيد على انجاز هذا
البحث.

الإهداء

بسم الله الرحمن الرحيم الحمد لله الذي ما نجحنا وما علونا ولا تفوقنا إلا برضاه الحمد لله الذي ما اجتزنا درياً ولا تخطينا جهداً إلا بفضلته وإليه ينسب الفضل.

(وَأَخِرُ دَعْوَاهُمْ أَنِ الْحَمْدُ لِلَّهِ رَبِّ الْعَالَمِينَ)

بعد مسيرة دراسية دامت سنوات حملت في طياتها الكثير من الصعوبات والتعب. ها انا اليوم أقف على عتبة تخرجي اقطف ثمار تعبتي وارفع قبعتي بكل فخر، وامتنان.

فالحمد لله حباً وشكراً وامتناناً، ما كنت لأفعل هذا لو لا فضل الله فالحمد لله على البدء وعلى الختام.

بكل فخر أهدي تخرجي وفرحتي التي أنتظرتها طويلاً إلى نفسي أولاً على صبري وكفاحي من أجل الوصول وإلى من كانوا مصدر الدعم والعطاء دائماً.

❖ إلى النور الذي أضاء دربي، إلى العزيز الذي حملت اسمه فخراً، إلى معلمي الأول الرجل الذي سعى طوال حياته لـ نكون الأفضل "أبي الغالي"

❖ إلى من كانت الداعم الأول لتحقيق طموحي إلى من كانت ملجأً ويدي اليمنى في هذه المرحلة إلى من أبصرت بها طريق حياتي وأعتزلي بذاتي.. إلى القلب الحنون إلى من كانت دعواتها تحيطني "أمي الحبيبة"

❖ إلى مصدر قوتي الداعمين والساندين إلى خيرة أيامي وصفوتها إلى ضلعي الثابت وأمان أيامي أخواني الغالين وتوأم قلبي أختي.

❖ إلى من حبهم يعلو فوق كل حُب.. لكل من كان عوناً وسنداً في هذا الطريق.. إلى نوري المضاء الذي لا ينطفئ.

❖ إلى جميع اصدقائي وأفراد عائلتي الغالين اهديكم هذا الإنجاز وثمره نجاحي الذي لطالما تمنيته ها انا اليوم أكملت واتممت أول ثمراته بفضلته سبحانه وتعالى.

❖ فالحمد لله على ما وهبني وأن يجعلني مباركا وان يعني أينما كنت فمن قال انا لها نالها

❖ وانا لها وان ابت رغما عنها اتيت بها فالحمد لله شكرا وحبا وامتنانا على البدء والختام.

أشواق

الإهداء

من قال انا لها "نالها"...وانا لها إن أبت رغما عنها أتيتُ بها.
لم تكن الرحلة قصيرة ولا ينبغي لها أن تكون لم يكن الحلم قريبا ولا الطريق كان
محفوفا بالتسهيلات لكنني فعلتها وتلتها.

❖ إلى الذي زين أسمى بأجمل الألقاب، من دعمني بلا حدود وأعطاني بلا مقابل
إلى من علمني أن الدنيا كفاح وسلاحها العلم والمعرفة، الى من غرس في روحي
مكارم الأخلاق داعمي الأول في مسيرتي ملاذي بعد الله...إلى فخري واعتزازي
(والدي).

❖ إلى من جعل الله الجنة تحت أقدامها واحتضني قلبها قبل يدها وسهلت لي
الشدائد بدعائها إلى القلب الحنون والشمعة التي كانت لي في الليالي المظلمات
سرقوتي ونجاحي ومصباح دربي الى وهج حياتي (والدتي).

❖ إلى ضلعي الثابت الى ملهمي نجاحي إلى من شددت عضدي بهم فكانولي ينابيع
ارتوي منها الى خيرة ايامي وصفوتها (اخي واخواتي).

❖ واخيراً الشكر موصل لنفسي على الصبر والتي كانت اهلاً للمصاعب ها انا
اختتم كل ما مررت به الحمد لله من قبل ومن بعد راجية من الله تعالى ان
ينفعني بما علمني وان يعلمني ما أجهل ويجعله حجة لي لا علي.

نورهان

فهرس المحتويات

الإهداء	II
قائمة الأشكال:	VI
قائمة الجداول:	VII
الملخص:	IX
مقدمة	أ

الفصل الأول: الإطار المنهجي للدراسة

الدراسات السابقة:	5
-------------------	---

الفصل الثاني: الإطار النظري للدراسة

تمهيد:	9
المبحث الأول: ماهية الصناديق السيادية.	10
أولاً: نشأة وتعريف صندوق الثروة السيادية.	10
ثانياً: أهداف وأهمية صناديق الثروة السيادية.	13
ثالثاً: تصنيف صناديق الثروة السيادية.	16
رابعاً: مؤشرات قياس أداء صناديق الثروة السيادية.	18
المبحث الثاني: عموميات حول الاستقرار الاقتصادي.	24
أولاً: تعريف الاستقرار الاقتصادي.	24
ثانياً: أسباب عدم وجود استقرار اقتصادي.	26
ثالثاً: مؤشرات الاستقرار الاقتصادي.	27
رابعاً: آليات تحقيق الاستقرار المالي.	32
المبحث الثالث: المقاربة النظرية لمساهمة الصناديق السيادية.	34

أولاً: مقارنة الادخار للأجيال القادمة:	34
ثانياً: التنوع الهيكلي	37
ثالثاً: مقارنة ادارة المخاطر:	43
رابعاً: مقارنة الاستقرار المالي:	46
الفصل الثالث: الإطار التطبيقي للدراسة	
المبحث الأول: عموميات حول الصندوق التقاعد الحكومي النرويجي	50
أولاً: نشأة وتطور صندوق التقاعد الحكومي النرويجي	50
ثانياً: حوكمة وإدارة صندوق التقاعد الحكومي النرويجي	51
ثالثاً: موارد واستخدامات صندوق التقاعد الحكومي	56
المبحث الثاني: مدى فعالية صندوق التقاعد الحكومي النرويجي في تحقيق الاستقرار الاقتصادي:	58
أولاً: مبادئ وتوجيهات صندوق التقاعد الحكومي	58
ثانياً: محفظة الاستثمار المرجعية الإستراتيجية	60
ثالثاً: توزيع أصول الصندوق الاستثماري	62
رابعاً: إدارة مخاطر الاستثمار	79
المبحث الثالث: صندوق ضبط الموارد الجزائري	83
أولاً: ماهية صندوق ضبط الموارد الجزائري	83
ثانياً: آليات تفعيل صندوق ضبط الموارد لتحقيق الاستقرار الاقتصادي	86
ثالثاً: افاق صندوق ضبط الموارد في الجزائر	89
خاتمة	93
قائمة المصادر والمراجع	98
قائمة الملاحق	103

قائمة الأشكال:

- الشكل رقم 1: يوضح أهمية الصناديق السيادية 15
- الشكل رقم 2: يوضح توزيع استثمارات صندوق التقاعد الحكومي النرويجي لعام 2024 63
- الشكل رقم 3: يوضح التوزيع الجغرافي لاستثمارات صندوق التقاعد الحكومي 64
- الشكل رقم 4: استثمارات صندوق التقاعد الحكومي في أسواق الاسهم من سنة 2014 الى 2024 66
- الشكل رقم 5: نسبة القيمة السوقية للسندات في المؤشر المرجعي لعام 2024 69
- الشكل رقم 6: تركيبة محفظة سندات صندوق التقاعد الحكومي من حيث القطاعات لعام 2024 70
- الشكل رقم 7: استثمارات الصندوق العقارية غير المدرجة حسب القطاع لعام 2024 75
- الشكل رقم 8: التوزيع الجغرافي لاستثمارات الصندوق العقارية غير المدرجة لعام 2024 76
- الشكل رقم 9: استخدامات صندوق ضبط الإيرادات 85

قائمة الجداول:

الجدول رقم 1: يوضح الجدول المرفق تقديرات وحجم أصول أهم عشر صناديق سيادية في العالم لسنة 2024	11
الجدول رقم 2: يمثل الجدول مكونات معيار الهيكلية.....	19
الجدول رقم 3: يمثل الجدول مكونات معيار الحوكمة	20
الجدول رقم 4: يمثل الجدول معيار المساءلة والشفافية.....	21
الجدول رقم 5: يمثل الجدول معيار سلوك الصندوق.....	22
الجدول رقم 6: يمثل الجدول مكونات مؤشر "لينبرغ-مادويل "	23
الجدول رقم 7: يوضح إنجازات المحفظة الاستثمارية.....	38
الجدول رقم 8: يوضح معدل العائد السنوي لجهاز أبوظبي للاستثمار على مدى 20عام و30 عام على أساس نقطة إلى نقطة.....	48
الجدول رقم 9: يوضح قائمة أكبر 10 استثمارات يمتلكها صندوق التقاعد الحكومي كنسبة مئوية خلال سنة 2024:	64
الجدول رقم 10: يوضح حصة الاستثمار للصندوق التقاعد من الاسهم حسب القطاعات	67
الجدول رقم 11: يمثل العائد على أكبر استثمارات الصندوق في الاسهم للعام 2024 حسب البلد	68
الجدول رقم 12: يوضح العائد على أكبر حيازات السندات التي يمتلكها الصندوق حسب العملة في عام 2024	71
الجدول رقم 13: يوضح قيمة الاستثمارات العقارية بملايين الكرونات عام 2024	72
الجدول رقم 14: التوزيع الجغرافي لأكثر استثمارات الصندوق العقارية غي المدرجة لعام 2024	73
الجدول رقم 15: يوضح العائد على استثمارات الصندوق العقارية غير المدرجة.....	74
الجدول رقم 16: يمثل نسب لأكثر استثمارات في إدارة العقارات المدرجة لعام 2024.....	77
الجدول رقم 17: يوضح قيمة استثمارات البنية التحتية غير المدرجة بملايين الكرونات.....	78

قائمة الجداول

الجدول رقم 18: يوضح العائد على الاستثمارات غير المدرجة في البنية التحتية.....	78
الجدول رقم 19: يوضح توزيع محفظة السندات حسب التصنيف الائتماني بملايين الكرونات لعام 2024.	
80	
الجدول رقم 20: يوضح محفظة السندات حسب التصنيف الائتماني والعملية بالنسب المئوية لعام 2024.	81
الجدول رقم 21: هيكل المحفظة الاستثمارية المستهدفة المقترحة للصندوق	91

الملخص:

تناولت الدراسة موضوع الصناديق السيادية ودورها في تحقيق الاستقرار الاقتصادي مع التركيز على الصندوق السيادي النرويجي كنموذج ناجح، بدأت بالمقدمة التي حددت مفهوم الصناديق السيادية وأهميتها في الاقتصاد العالمي ثم طرح الإشكالية الرئيسية حول كيفية مساهمة الصندوق النرويجي في الاستقرار الاقتصادي، مع أسئلة فرعية تتعلق بمكونات محفظته وشروط إنشاء صندوق مماثل في الجزائر، تضمنت الدراسة فرضيات تؤكد دور الصندوق النرويجي في الاستقرار وشروط نجاح الصندوق الجزائري، وآليات امتصاص الصدمات الاقتصادية .

في الإطار النظري ناقشت الدراسة ماهية الصناديق السيادية من حيث النشأة والتعريف والأهداف والتصنيفات، كما تناولت مفهوم الاستقرار الاقتصادي ومؤشراته وآليات تحقيقه، ثم قدمت مقاربات نظرية لمساهمة الصناديق في الاستقرار مثل مقارنة الادخار للأجيال القادمة والتنويع الهيكلي وإدارة المخاطر.

أما في الإطار التطبيقي فقد ركزت على الصندوق النرويجي حيث تناولت نشأته وحوكمته وموارده واستثماراته، موضحة كيف ساهم في تحقيق الاستقرار الاقتصادي عبر حماية الاقتصاد من تقلبات أسعار النفط وضمان العدالة بين الأجيال ودعم الموازنة العامة، كما قدمت مقارنة مع صندوق ضبط الإيرادات الجزائري مع اقتراح توصيات لتحسين أدائه.

اختتمت الدراسة بتأكيد أهمية الصناديق السيادية كأداة فعالة لتحقيق الاستقرار الاقتصادي، مع الدعوة إلى تبني معايير الحوكمة والشفافية لضمان نجاحها.

الكلمات المفتاحية:

Abstract:

The study addressed the topic of sovereign funds and their role in achieving economic stability, focusing on the Norwegian Sovereign Fund as a successful model. It began with an introduction that defined the concept of sovereign funds and their importance in the global economy. It then presented the main problem of how the Norwegian Fund contributes to economic stability, with sub-questions related to the components of its portfolio and the conditions for establishing a similar fund in Algeria. The study included hypotheses confirming the role of the

Norwegian Fund in stability, the conditions for the success of the Algerian Fund, and mechanisms for absorbing economic shocks.

Within the theoretical framework, the study discussed the nature of sovereign funds in terms of their origins, definitions, objectives, and classifications. It also addressed the concept of economic stability, its indicators, and the mechanisms for achieving it. It then presented theoretical approaches to the contribution of funds to stability, such as the approach of saving for future generations, structural diversification, and risk management.

In the practical context, the study focused on the Norwegian Fund, examining its origins, governance, resources, and investments. It explained how it contributed to achieving economic stability by protecting the economy from oil price fluctuations, ensuring intergenerational equity, and supporting the general budget. It also provided a comparison with the Algerian Revenue Regulation Fund, proposing recommendations for improving its performance.

The study concluded by affirming the importance of sovereign funds as an effective tool for achieving economic stability, calling for the adoption of governance and transparency standards to ensure their success.



مقدمة



مقدمة

أصبحت صناديق الثروة السيادية من بين الفاعلين البارزين في الاقتصاد العالمي، خاصة في ظل تقلبات الأسواق المالية، حيث تبنت أدواراً جديدة في إطار العلاقات المالية الدولية المعاصرة.

ورغم أن صناديق الثروة السيادية ليست حديثة النشأة إذ تعود بداياتها إلى خمسينيات القرن الماضي، إلا أن تأثيرها الاقتصادي والسياسي تعظم بشكل ملحوظ في الألفية الجديدة (2000-2008م)، نتيجة النمو السريع لأصولها المالية، وإنشاء صناديق جديدة مدفوعة بتراكم احتياطات رسمية تفوق ما تحتاجه الدول لتحقيق التوازنات المالية والنقدية، نتيجة الارتفاع الحاد في أسعار النفط بالأسواق الغربية خلال الأزمة المالية العالمية لعام 2008م، حيث ساهمت هذه الصناديق في الحد من تفاقم أزمة الرهن العقاري وتحولها إلى أزمة مالية عالمية، من خلال الحفاظ على السيولة في الأسواق الأمريكية والأوروبية.

وتختلف أهداف إنشاء هذه الصناديق من دولة إلى أخرى، فمنها من يسعى لتوظيف الفوائض المالية لصالح الأجيال القادمة، ومنها من يهدف إلى تحقيق الاستقرار المالي الداخلي، وحماية الاقتصاد الوطني من المرض الهولندي الناتج عن الاعتماد المفرط على الموارد الطبيعية وتحظى هذه الصناديق باهتمام واسع في الأسواق المالية العالمية، ومن أبرزها الصندوق السيادي النرويجي المعروف بكفاءته العالية، والهيئة العامة للاستثمار الكويتية، وجهاز أبوظبي للاستثمار، وصندوق تيماسيك السنغافوري، حيث تلعب دوراً فعالاً في تخفيف آثار الأزمات الاقتصادية على مستوى العالم.

وقد مكنت الطفرة النفطية الأخيرة الجزائر، كدولة منتجة للنفط من تحقيق فوائض مالية معتبرة نتيجة ارتفاع أسعار النفط، مما دفعها إلى إنشاء صندوق سيادي سنة 2000م تحت اسم صندوق ضبط الإيرادات والذي يهدف إلى دعم استقرار خزينة العمومية في البلاد.

إشكالية الدراسة:

تلعب الصناديق السيادية دوراً محورياً في تعزيز الاستقرار الاقتصادي للدول، خاصة تلك التي تعتمد على موارد طبيعية غير متجددة أو تواجه تقلبات كبيرة في الإيرادات بسبب التغيرات في الأسواق العالمية. تعد هذه الصناديق أداة مالية استراتيجية لتحقيق الاستقرار الاقتصادي.

ومن خلال ما سبق نطرح السؤال التالي:

السؤال الرئيسي: كيف ساهم الصندوق السيادي النرويجي GAFFG في تحقيق الاستقرار الاقتصادي؟

وبندرج تحت هذا السؤال الرئيسي الأسئلة الفرعية التالية:

- ماهي مكونات محفظة صندوق التقاعد الحكومي الاستثمارية؟
- ما هي الشروط الأساسية لإنشاء صندوق سيادي جزائري بمعايير صندوق التقاعد الحكومي النرويجي؟
- كيف يساهم صندوق ضبط الإيرادات في تحقيق التنمية الاقتصادية؟
- كيف يمكن للجزائر الارتقاء بصندوق ضبط الإيرادات إلى صندوق استثماري على شاكلة صندوق التقاعد النرويجي؟

فرضيات الدراسة:

- ساهم صندوق التقاعد النرويجي بنسبة كبيرة في تحقيق الإستقرار الإقتصادي
- لإنشاء صندوق سيادي جزائري بمعايير صندوق التقاعد الحكومي النرويجي يجب مراعاة الشروط الأساسية التالية: وضع قانون خاص بعدد أهداف الصندوق ومصادر تمويله وآليات الحوكمة كذلك استغلال عائدات النفط والغاز (مثلا يعتمد الصندوق النرويجي على عائدات النفط) في الجزائر بتوجيه نسبة من إيرادات المحروقات لتتبع المحفظة والاستثمار طويل الأجل.
- يساهم صندوق ضبط الإيرادات في تحقيق الاستقرار الاقتصادي من خلال مجموعة من الميكانزمات المساعدة على امتصاص الصدمات الناتجة عن تقلبات أسعار النفط والغاز.

دوافع اختيار الموضوع:

الدوافع الموضوعية: ونظرا لكون الصناديق السيادية تأخذ أهمية كبيرة في الاقتصاد العالمي ولكون النرويج، تملك أكبر صندوق سيادي في العالم، وجب التطرق لهذا الموضوع وتسليط الضوء على الدور المهم الذي يلعبه في مجال الاستثمار والبنى التحتية. ولكون الجزائر أحد الدول التي تريد خوض غمار هذه التجربة استثناسا بنجاح التجارب المطبقة في هذا المجال، حاولنا أن نسلط الضوء على تجربة رائدة في هذا المجال وهي التجربة النرويجية للاستفادة منها في إدارة صندوق الإيرادات المستحدث في الجزائر سنة 2000.

أهمية البحث: تركز أهمية هذه الدراسة في كونها تناول موضوع مهما ذو أهمية عالمية كبيرة من حيث:

- انتشار فكرة الصناديق السيادية فهي ظاهرة تستوجب الدراسة.
- أهمية الصناديق السيادية ومكانتها العالمية كأداة للاستثمار وأداة لتمويل المشاريع.
- دراسة التجربة النرويجية واسقاطها على الجزائر.

أهداف البحث:

- التعريف بالصناديق السيادية وإبراز دورها الاقتصادي.
- فهم آليات تحقيق الاستقرار الاقتصادي.
- إبراز دور الحوكمة والشفافية.
- اجراء مقارنة بين صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر وصندوق المعاشات الحكومي النرويجي.
- اسقاط التجربة النرويجية على الجزائر.

حدود الدراسة:

ينحصر بحثنا على دراسة التجربة النرويجية لصندوق التقاعد الحكومي باعتباره صندوق رائد في هذا المجال واسقاطها على صندوق ضبط الموارد لاستخلاص الدروس والاستفادة منها ومعرفة النقائص التي يعاني منها صندوق ضبط الموارد خلال الفترة 2020 - 2024.

منهج البحث:

لدراسة موضوع البحث على أكمل وجه و للإحاطة بكافة الجوانب استخدمنا المنهج التاريخي الذي يتمحور في سرد نشأة كل صناديق الثروة السيادية و صندوق التقاعد الحكومي في نرويج، بالإضافة إلى استعمال المنهج الوصفي في الجانب النظري حيث تطرقنا لمفهوم الصناديق السيادية وتصنيفاتها وأهدافها وأهميتها على الساحة المالية ومن جهة أخرى اعتمدنا على المنهج التحليلي في الجانب التطبيقي من أجل التحليل الاستقرائي السليم الذي يتسم بالدقة والموضوعية للبيانات والإحصائيات المتعلقة بالتجربة النرويجية أما الأدوات المستخدمة في الدراسة تمثلت في الجداول و الدوائر النسبية.

الفصل الأول: الإطار المنهجي للدراصة

الدراسات السابقة:

1. الدراسة الموسومة بـ "دور صناديق الثروة السيادية في التنمية الاقتصادية مع الإشارة الى تجارب الدول المختارة مع إمكانية الاستفادة منها العراق" للباحث حامد علي الراحي شهادة الماجستير 2023 والتي عالجت الإشكالية التالية: ما مدى مساهمة صناديق الثروة السيادية في تحقيق التنمية الاقتصادية وتنويع مصادر الدخل في اوطانها؟ و التي بدورها تساهم في ازدهار الاقتصاد عن طريق تدعيم برامج التنمية الاقتصادية وتوصلت هذه الدراسة الى مجموعة من النتائج أهمها هي أنه يستحسن للعراق إنشاء صندوق سيادي او عدة صناديق سيادية و ذلك للانتفاع من تجارب العينة [النرويج , الجزائر] لما وفره هذا البحث من نتائج إيجابية تبين وبوضوح الدور الرئيسي للصندوق السيادي عن طريق استثماراته وعوائدها في تحقيق ملحوظ في مؤشرات التنمية الاقتصادية لتلك البلدان رغم اختلاف الظروف الاقتصادية لكلا البلدين و هذا ما يشجعنا للانتفاع من تجربة النرويج والجزائر والعراق ويعد هذا من أهم الاستنتاجات و التوصيات الذي ينعكس أثره في التقليل ولو جزئيا على الاعتماد على النفط.

2. دراسة حول "صناديق الثروة السيادية ودورها في تحقيق الاستقرار الاقتصادي بدول مجلس التعاون الخليجي دراسة قياسية" من اعداد الدكاترة علي الشريف عبد الوهاب وردة وعصام احمد البديري ومحمد سعيد القطارة مجلة الدراسات التجارية المعاصرة 2022 والتي عالجت الاشكالية التالية: دول مجلس التعاون الخليجي تعتمد بشكل رئيسي على عوائد القطاع النفطي في معدلات نموها الاقتصادي وتحقيق التنمية الاقتصادية لديها؟ وبالتالي فان طبيعة الهيكل الاقتصادي لتلك البلدان جعلت صناديق الثروة السيادية تعاني من محدودية اهدافها ومصادر تمويلها وتوصلت هذه الدراسة الى مجموعة من النتائج اهم نتيجة هي محدودية دور الصناديق الثروة السيادية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي داخل الاقتصاديات الخليجية.

3. الدراسة الموسومة بـ "الصناديق السيادية ومتطلبات انشاء صندوق سيادي للجزائر" للباحث حساني بن عودة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية والتي عالجت الاشكالية التالية: ماهي المتطلبات الكفيلة بإنشاء صندوق سيادي يسمح بالإدارة الفعالة للعائدات النفطية في الجزائر على ضوء المعايير والاسس التي تعمل وفقها الصناديق السيادية الناجحة في العالم؟ وتوصلت هذه الدراسة الى مجموعة من النتائج واهم نتيجة هي تغيير نمط التسيير التقليدي المتبع في صندوق ضبط الإيرادات أصبح اليوم أكثر من حتمية، من خلال تحويله من مجرد صندوق

لتراكم الفوائض النفطية غير المتحكم فيها، إلى صندوق سيادي حقيقي متنوع الإيرادات مثله مثل باقي التجارب السيادية الناجحة في العالم، وهذا ما تم اقتراحه من خلال مقترح صندوق الاستقرار والادخار الوطني، الذي يعتبر كيان مؤسساتي خاص يقوم على هيكل إداري فعال ويعتمد على كفاءات وطنية وأجنبية، ذات ميزات تحكم عالية في الإدارة والاستثمار.

4. الدراسة الموسومة بـ "صناديق الثروة السيادية وتحديات العولمة دراسة حالة الجزائر" للباحث بن عيشوية رفيقة لنيل شاهدة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية والتي عالجت إشكالية التالية: كيف يمكن لصناديق الثروة السيادية مواجهة التحديات التي تفرضها التحولات الاقتصادية الدولية؟ وتوصلت هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهم نتيجة هي: على صناديق الثروة السيادية العربية أن تعزز التعاون الإقليمي كشكل من أشكال التحوط ضد عودة الاضطرابات السياسية من خلال القيام بالاستثمار على مستوى المنطقة أو من خلال تأسيس صناديق مشتركة من أجل تشارك المخاطر وزيادة الفرص الاستثمارية. وايضا يستحسن على صناديق الثروة السيادية العربية على وجه الخصوص أن تحافظ على استثماراتها الاستراتيجية في الوقت الحالي أي في ظل الصدمة النفطية الحالية والتخلي عن الاستثمارات الأقل مردودية.

أما فيما يخص الجزائر لأن وجود النفط في أي بلد يمثل فرصة فريدة للاستفادة من هذا المصدر الثمين وبما أن النفط

مصدر ناضب، فإن الفرصة هذه ذات أمد محدود لا تفسح المجال للكثير من الأخطاء لذلك يحتم على الجزائر تطبيق سياسة نفطية واضحة وشفافة للبلد. واعتماد سياسة اقتصادية تأخذ بعين الاعتبار قضية العدالة بين الأجيال كقضية محورية. في عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية.

5. الدراسة الموسومة بـ "الصناديق السيادية ودورها في الأزمة المالية العالمية " للباحث مصطفى أحمد حامد رضوان" مجلة راية الدولية للعلوم التجارية والتي عالجت الاشكالية التالية: أثر الصناديق السيادية على العولمة الاقتصادية وهل كانت لاعبا مؤثرا ايجابا أو سلبا في الأزمة المالية العالمية؟ وهل كانت محركا لإثارة الأزمة أم كانت وسيلة علاج ومقاومة لتداعيات الأزمة العالمية؟ وتوصلت هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج وأهم نتيجة هي أن طبيعة ودوافع إنشاء الصناديق السيادية يجعل من النظام الرأس مالي العالمي داعما لنموها وخصوصا في ظل ما يمكنها من المساهمة بالعديد من المهام لدعم النظام المالي العالمي.

6. Benmensour Lilia ; Sebti Latifa <Fonds souverains Solutions aux nouvelles crises> La revue des sciences économiques financiers Bancaires et de Gestion des Entreprises Université de Biskra numéro 1. 2016

توصلت هذه الدراسة الى مجموعة من النتائج واهم نتيجة هي ان ظهور صناديق الثروة السيادية تعتبر بمثابة مدخرات للبلدان التي أنشأتها كمت أظهرت الطبيعة المبهمة لبعض الصناديق السيادية المخاوف ممنن ليست لديهم أهداف ليست مالية كالجناح العسكري للدول في السيطرة لمباشرة والغير مباشرة من الشركات الاجنبية، ولم تكن هذه الاسباب عائق لتوسع الصناديق السيادية حيث أنه تشهد توسعا كبيرا وتشهد اهتماما من الدول الغربي.

الفصل الثاني: الإطار النظري للدراصة

تمهيد:

نشأت صناديق الثروة السيادية في منتصف القرن العشرين كاستجابة للحاجة لإدارة الفوائض المالية سواء كانت فوائض من الموارد الطبيعية كالغاز و النفط أو فوائض تجارية و تستثمر في مجموعة من الأصول كالأسهم و السندات والعقارات وتعمل أيضا على تطوير البنية التحتية و يعتبر أهم دور لها هو تحقيق الاستقرار الاقتصادي عن طريق دعم التنمية المستدامة و تنويع مصادر الدخل , ومن هذا المنطلق كان علينا التطرق الى الجانب النظري لمعرفة دور صناديق الثروة السيادية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي ولأجل معرفة كل ما يتعلق بهذا الموضوع قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث تتمثل في:

المبحث الاول: ماهية صناديق الثروة السيادية

المبحث الثاني: عموميات حول الاستقرار الاقتصادي

المبحث الثالث: المقاربات النظرية لمساهمة صناديق الثروة السيادية في الاستقرار الاقتصادي

المبحث الأول: ماهية الصناديق السيادية.

أولاً: نشأة وتعريف صندوق الثروة السيادية.

1/ نشأة صندوق الثروة السيادية: (الدين س.، 2018، صفحة 5 . 9)

بدأت فكرة إنشاء صناديق الثروة السيادية في منتصف القرن الماضي، حيث تأسس أول صندوق سيادي في الكويت عام 1953 تحت اسم " هيئة الاستثمار الكويتية " والتي تعرف اليوم باسم "الهيئة العامة للاستثمار". وخلال تسعينات القرن الماضي ظهرت صناديق سيادية أخرى مثل "صندوق أبوظبي للتنمية" والتي أنشأتها اماره أبوظبي بهدف تحقيق التنمية المستدامة عبر الاستثمار في مشاريع اقتصادية متنوعة تضمن تدفق الاموال لدعم خططها التنموية كذلك شهدت تلك الفترة تأسيس "تماسيك القابضة" في سنغافورة، تلتها صناديق أخرى وصفت بالجيل الثاني مثل صناديق روسيا والصين.

شهدت صناديق الثروة السيادية توسعا ملحوظا حيث ارتفع عددها عالميا ليصل الى نحو 80 صندوق وازدادت اهميتها في الاقتصاد العالمي بعد أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة عام 2007، والتي تطورت الى أزمة مالية عالمية في 2008، خلال هذه الأزمة لعبت الصناديق السيادية دورا مهما في الحد من تداعياتها، خاصة من خلال ضخ رؤوس اموال كبيرة في البنوك الاوروبية والامريكية لتعزيز الاستقرار في الاسواق المالية وانقاذ العديد من البنوك من الافلاس.

شهدت الالفية الثالثة تزايدا ملحوظا في عدد صناديق الثروة السيادية، حيث تعددت مصادر تمويلها وأهدافها واستراتيجياتها. وقد لاقت هذه الصناديق اهتماما كبيرا من قبل الباحثين والمتخصصين في المجالات الاقتصادية والمالية وحتى السياسية، بالإضافة الى اهتمام المؤسسات المالية الدولية، وعلى رأسها صندوق النقد الدولي، ومراكز الابحاث الدولية. كما تم إنشاء معهد متخصص لصناديق الثروة السيادية "sovereignwealthfund institut"، وتتمثل مهمته الاساسية في تقديم لمعلومات والبيانات والمؤشرات المتعلقة بأدائها وحجم أصولها واستثماراتها.

الجدول رقم 1: يوضح الجدول المرفق تقديرات وحجم أصول أهم عشر صناديق سيادية في العالم لسنة 2024.

الترتيب	البلد	اسم الصندوق	مجموع أصوله (دولار)
01	النرويج	صندوق التقاعد الحكومي	1.738.806.263.000
02	الصين	مؤسسة الاستثمار الصينية	1.332.071.000.000
03	الصين	شركة سيف للاستثمار	1.090.000.000.000
04	الامارات	هيئة أبوظبي	1.057.545.000.000
05	الكويت	الهيئة العامة للاستثمار	1.029.000.000.000
06	السعودية	صندوق الاستثمارات العامة	925.000.000.000
07	سنغافورا	شركة خاصة محدودة GIC	800.800.000.000
08	اندونيسيا	Danantara	600.000.000.000
09	قطر	جهاز قطر للاستثمار	526.050.000.000
10	هونجكونج	HKMA IP صندوق التبادل	514.347.820.969

المصدر: استنادا على (SWFI SOVEREIGN WEALTH FUND INSTITUTE، بلا تاريخ)

2. تعريف صناديق الثروة السيادية :

تعرف صناديق الثروة السيادية أنها كيانات استثمارية مملوكة للدولة تدار بشكل مباشر أو غير مباشرة من قبل الحكومات لتحقيق أهداف اقتصادية وطنية، تتميز هذه الصناديق لامتلاكها وإدارتها للأصول مالية متنوعة، مثل الأسهم و السندات و غيرها من الأدوات المالية، و تمول عادة من خلال فائض ميزان المدفوعات أو عوائد الصادرات السلعية خاصتا الموارد الطبيعية مثل النفط أو إيرادات عامة للدولة أو الاحتياطات الأجنبية، تهدف هذه الصناديق إلى تحقيق أهداف اقتصادية متنوعة مثل تنويع مصادر الدخل،

و تحقيق التنمية الاقتصادية و تمويل المعاشات المستقبلية كذلك الحفاظ على الثروة للأجيال القادمة (بوفليح و طرشي، 2017، صفحة 122)

سنعرض مجموعة من التعريفات لصناديق الثروة السيادي:

أ. **صندوق النقد الدولي IMF** : يعرف صندوق النقد الدولي الصناديق السيادية على أنها صناديق أو ترتيبات استثمارية عامة ذات أغراض محددة مملوكة للحكومة و تستخدم لإدارة الأصول لأهداف اقتصادية متوسطة و طويلة الأجل، يتم تمويلها من خلال احتياطات الصرف الأجنبي أو عوائد الخصخصة، أو فوائض مالية عامة أو عوائد الصادرات السلعية و تطبق تلك الصناديق استراتيجيات استثمار تشمل على الاستثمارات في أصول مالية أجنبية و يشمل صندوق النقد الدولي في تعريفه هذا على صناديق استقرار العائدات، صناديق الادخار، صناديق تمويل التنمية صناديق التقاعد الحكومية التي ليسلديها التزامات . (رضوان، 2022، صفحة 6 . 7)

ب. **وتعرفها منظمة التعاون الاقتصادية OECD**: على أنها مجموعة من الاصول المالية المملوكة والمدارة من قبل الحكومة لتحقيق أهداف وطنية، مثل تنوع الموارد وتحقيق التنمية الاقتصادية وتمويل المعاشات المستقبلية، قدمت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية تعريفا محدودا، حيث صبت اهتمامها على ملكية الصندوق و كيفية تسييره و أيضا أهدافه كما أن هذا التعريف لم يذكر المصادر التي تأتي منها موارد الصندوق. (نبيل، دور صنادي الثروة السيادية في تمويل إقتصاديات الدول النفطية الواقع و الآفاق مع الإشارة الى حالة الجزائر ، 2010 . 2011، صفحة 86)

ج. **ويعرفها معهد صناديق الثروة السيادية SWFI**: أنها صناديق استثمارية مملوكة للدولة تتكون من أصول مالية مثل الأسهم والسندات وتتشكل مواردها من فائض ميزان المدفوعات أو الموازنة العامة أو عوائد الخصخصة أو إيرادات الصادرات السلعية تحويلات المالية الحكومية. (حبارك، 2020، صفحة 543)

د. **أما ترومان من معهد الاقتصاديات الدولية**: في واشنطن فيعرف تلك الصناديق بأنها قنوات من الأصول الدولية وأحيانا أصول محلية مملوكة ومدارة من طرف الحكومات لتحقيق أهداف اقتصادية ومالية متنوعة. (الموسوي، 2015)

ومن التعريفات السابقة و رغم وجود مجموعة من الاختلافات إلا أنها توافقت في عنصرين أساسيين هما أن بنوك الثروة السيادية هي صناديق استثمارية أي إن الغرض الأساسي لإنشائها هو الاستثمار ومن هذا فان الوظيفة الأساسية لها هي الاستثمار، أما العنصر الثاني هو أن الصناديق

السيادية مملوكة للحكومة تسييرها لتحقيق أهداف اقتصادية، ومن هذا المنطلق فإن التعريف الشامل والمناسب لوصف الصناديق السيادية كالتالي: "صندوق الثروة السيادي عبارة عن أداة مالية مستحدثة تقوم بتسييرها الحكومات بطريقة مباشرة أو بطريقة غير مباشرة لأهداف استثمارية أو ادخارية و يتم تمويلها عن طريق الفوائض المالية المحققة في ميزان المدفوعات أو في الموازنة العامة للدولة كما أن مجال نشاطه ليس محصور فقد يكون داخلي و قد يكون خارجي".

ثانيا: أهداف وأهمية صناديق الثروة السيادية

. تعد صناديق الثروة السيادية واحدة من أهم الأدوات المالية التي تلجأ إليها الحكومات لتحقيق أهداف اقتصادية واستراتيجية طويلة الأجل، تعكس هذه الصناديق دورا مهما في الاقتصاد والفوائض المالية العامة وتتمثل هذه الأهداف والأهمية في ما يلي:

1. أهداف صناديق الثروة السيادية:

هناك مجموعة من الاهداف التي أنشأت من أجلها صناديق الثروة السيادية، باختلاف أنواعها ومبررات إنشائها حيث تعتبر من أقوى الأدوات المالية التي تساعد الدول على تحقيق أهداف متنوعة وهي: (مراد و رقاني ، 2020، صفحة 138 . 139)

أ. **تحقيق الاستقرار في المداخل:** تعمل هذه الصناديق السيادية للهروب من التقلبات التي تعرفها المداخل نتيجة تذبذب أسعار المواد الأولية خاصتا في الدول التي تعتمد على تصدير العالمي حيث تستخدم لإدارة الفوائض المالية الناتجة عن الموارد الطبيعية مثل الغاز والنفط المحروقات حتى تتجنب العجز في تمويل ميزانية الدولة و هذا ما يحقق الاستقرار الاقتصادي ويقلل الاضطرابات التي تنتج عن تقلبات أسعار المواد الأولية في الأسواق العالمية.

ب. **تحقيق العدالة بين الاجيال:** معظم صناديق الثروة السيادية تعتمد اعتمادا أوليا في مواردها على فوائض تصدير الموارد الأولية خاصتا المحروقات والتي تعتبر من الموارد غير المتجددة وبالتالي استغلالها في الوقت الحاضر سوف يحرم الاجيال المستقبلية من هذه الثروة، حيث تعتبر الصناديق السيادية وسيلة للحفاظ على الثروة للأجيال المستقبلية من خلال استثمار الفوائض المالية بشكل استراتيجي.

ج. تمويل العجز الحاصل في صناديق التقاعد: هناك مجموعة من الصناديق السيادية أنشأت لتغطية العجز المحتمل في نظام التقاعد أو نظام الضمان الاجتماعي نتيجة ارتفاع نسبة الشيخوخة في المجتمع.

د. زيادة المداخل والأرباح: بفضل استثمار بنوك الثروة السيادية احتياطات الصرف في قطاعات تحقق إيرادات مرتفعة عوضاً عن إدارتها بالطريقة التقليدية من طرف البنك المركزي حيث تكون العوائد قليلة بسبب الحذر الشديد في إدارتها واستثماراتها في آجال قصيرة للمحافظة على الأصول وضمان السيولة في نفس الوقت.

هـ. تحقيق التنوع في الاقتصاد: تقوم الصناديق السيادية بالاستثمار في مشاريع متنوعة اقتصادية أو اجتماعية كذلك تقوم بتمويل مشاريع لبناء المنشأة القاعدية والبنى التحتية أو إقامة شراكة صناعية من أجل تطوير بلدانها، مثل ما تقوم به بعض الصناديق مثل صندوق تماسك في سنغافورا وصندوق الاستثمار السعودي.

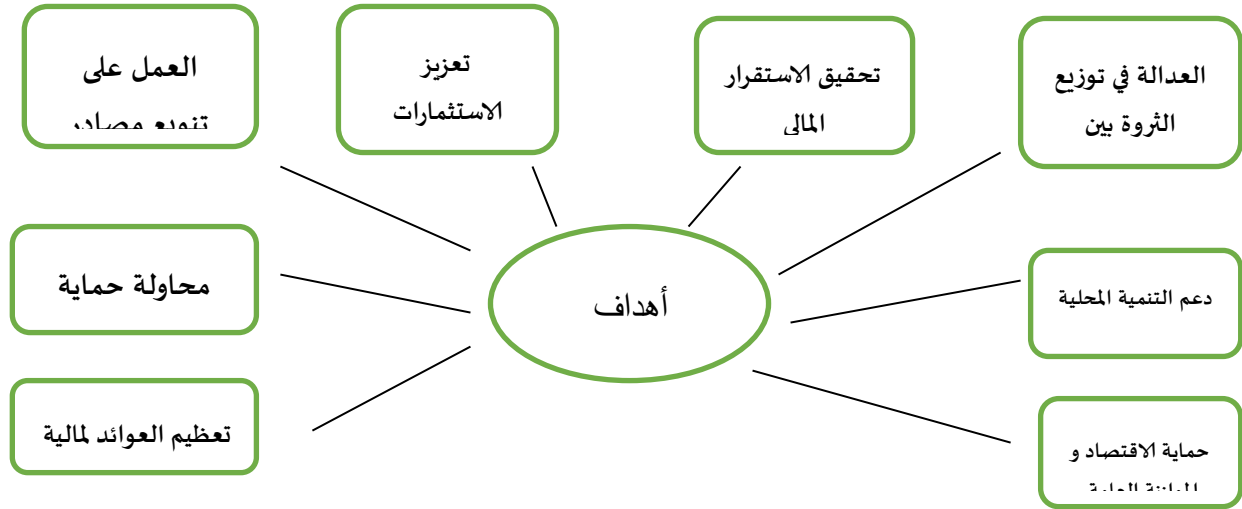
ومن خلال ما سبق يمكن استخلاص مجموعة من الأهداف نوضحها فيما يلي:

- تحقيق مبدأ عدالة توزيع الثروة بين الأجيال عن طريق تعظيم الادخار الموجه للأجيال القادمة.
- تنويع مداخل البلد ومن ثم التقليل من الاعتماد على صادرات السلع الغير متجددة
- تحقيق النمو المستدام طويل الأجل لرأس المال في البلدان المالكة للصناديق السيادية
- تعظيم عوائد احتياطات الصرف الأجنبي
- تحقيق أهداف استراتيجية سياسية واقتصادية
- حماية الاقتصاد والموازنة العامة من خطر الصدمات الخارجية الناتجة عن تقلبات حادة في مداخل الصادرات مساعدة السلطات على امتصاص السيولة غير المرغوبة.

ومن هذا نستنتج أن بنوك الثروة السيادية تلعب دوراً مهماً وحيوياً في تعزيز وتقوية الاقتصاد الوطني وحماية الثروات.

. وسنوضح أهداف الصناديق السيادية في المخطط التالي:

الشكل رقم 1: يوضح أهمية الصناديق السيادية



المصدر: استنادا على (الجابري، 2022، صفحة 07)

2. أهمية صناديق الثروة السيادية:

تعتبر صناديق الثروة السيادية أداة استراتيجية لإدارة الثروات الوطنية والعمل على تحقيق الاستقرار الاقتصادي، مما يجعلها عنصرا أساسيا في العديد من الدول حيث أنها تؤثر بشكل مباشر أو بشكل غير مباشر على النظام المالي العالمي نظرا للعلاقة المتداخلة بين الدول، وسنوضح أهميتها في ما يلي: (عودة، الصناديق السيادية و متطلبات انشاء صندوق سيادي للجزائر، 2018 - 2019، صفحة 61)

أ. تمارس صناديق الثروة السيادية تأثيرات على الدولة المالكة للصندوق وعدة اتجاهات ويمكن هذا التأثير من خلال آثارها على المتغيرات الاقتصادية الكلية والسياسات الكلية في الاقتصاد المحلي، يمكن استخدام الصناديق السيادية كأداة من أدوات السياسة المالية لتحقيق العديد من أهداف الاقتصاد القومي، وأهمها الاستقرار المالي وتعبئة الموارد المالية لأغراض طويلة الأجل من جهة ولمحاربة المخاطر وتعزيز الشفافية والمصداقية في إدارة الموارد المالية الحكومية.

ب. تؤثر الصناديق السيادية أيضا بطريقة إيجابية بحيث تقوم باستثمار الفوائض المالية داخل البلد أو في الخارج، مما يؤدي الى توزيع تلك الفوائض والعوائد الناتجة من استثمارها على قطاعات عديدة بالاقتصاد القومي وربما لكافة القطاعات من خلال عمل المضاعفات النقدية والاتفاقية بالاقتصاد، ومن ثم يتجنب الاقتصاد الوقوع في آثار سلبية.

- ج. . تقوم الصناديق السيادية بدعم السياسة المالية والنقدية وإدارة السيولة والعمل على تحقيق الاستقرار في الأسواق المالية الدولية.
- د. . تضمن الصناديق السيادية عمليات كفوة لإدارة المخاطر المالية والتشغيلية والحوكمة والافصاح والشفافية بالنسبة للاقتصاد المحلي وتشجيع الاستثمار طويل الأجل.
- هـ. . تعزيز الدور الاجتماعي والاقتصادي وزيادة تكامل الاقتصاد العالمي.
- و. . تنويع المحافظ الاستثمارية والتركيز على العوائد ومحاربة البطالة من خلال الاستثمار في الأصول الحقيقية.
- ز. . تساعد الصناديق السيادية على تخفيف الأزمات الاقتصادية وتعزيز التعاون الإقليمي والدولي.

ثالثا: تصنيف صناديق الثروة السيادية

تنوعت التصنيفات لصناديق الثروة السيادية، حيث يمكن تصنيفها الى عدة أنواع وفقا لمعايير مختلفة نذكرها فيما يلي:

1. **تصنيف الصناديق السيادية حسب مصدر تمويل دخلها:** يتم تصنيف الصناديق السيادية حسب دخلها الى 4 أنواع وهي: (مريم، أثر الحوكمة على أداء الصناديق السيادية في الاسواق المالية دراسة مقارنة بين صندوق المعاشات الحكومي في النرويج و صندوق ضبط الموارد في الجزائر، 2017 . 2018، صفحة 123 . 124)

أ. **الصناديق الممولة عن طريق عوائد الموارد الأولية (صناديق سيادية نفطية):** هي صناديق تكونها الدولة المصدرة للموارد الأولية وخصوصا النفطية، وذلك بسبب اشكالية استغلال هذه الموارد التي تتصف اغلبها بالنضوب، حيث كان واجبا الحفاظ على جزء منها للأجيال القادمة كحق ولقد وجدت هذه الدول في فكرة الصناديق السيادية حلا للمحافظة على نصيب الاجيال لقادمة من هذه الثروات.

ب. **الصناديق الممولة بفوائض المدفوعات الجارية (الصناديق السيادية غير نفطية):** تكمن أهم مواردها أساسا في فائض الميزان التجاري واحتياطي الصرف حيث تجاوزت احتياطات العملات الأجنبية للبنوك المركزية 7 تريليون دولار سنة 2008، وقد استطاعت الكثير من الدول الغير نفطية تحقيق فوائض مالية كبيرة خاصتا أمريكا اللاتينية مما دفعها إلى تحويل جزء من هذه

الفوائض إلى الصناديق السيادية بعد أن وازنت بين الاحتفاظ بها كاحتياطات نقدية أو استثمارها بما يحقق لها عوائد.

ج. **الصناديق السيادية الممولة بعوائد الخصوصية:** قامت العديد من دول العالم لخصوصية القطاع العام أدى ذلك للحصول على عوائد مالية ضخمة، إذ تختلف استثمارات الدول لهذه العوائد فيوجد من يوجهها لتمويل الميزانية العمومية أو تمويل برامج إعادة هيكلة الاقتصاد.

د. **الصناديق السيادية الممولة بفائض الميزانية:** تقوم بعض الحكومات بتحويل ما تحققه من فائض في الميزانية العامة لاستثماره في الأصول المالية قصد تحقيق عوائد من جهة ولتوجيه المعطيات الاقتصادية من جهة أخرى، وفي حالة توالي تحقيق هذه الفوائض وارتفاع مستوى الأرباح يتم اللجوء إلى تكوين صناديق سيادية للقيام باستثمارات ولتحقيق التنمية بشكل أفضل.

2. **تصنيف صناديق سيادية حسب الغرض من نشأتها:** تقوم الحكومات بإنشاء الصناديق السيادية لعدة أهداف حيث تبين تصنيفات صندوق النقد الدولي إلى وجود خمسة أنواع يمكن تمييزها عموماً وفقاً لهدفها الرئيسي (رفيقة، 2015 . 2016، صفحة 54 . 55) كما يلي:

أ. **صناديق الاستقرار:** الهدف الرئيسي لهذا الصندوق هو حماية الموازنة العامة للدولة وللاقتصاد ككل، والعمل على تحقيق استقرار سعر صرف العملات مقابل تقلبات ميزان المدفوعات المترتبة عن تقلبات أسعار السلع خاصتها النفط.

ب. **صناديق الادخار للأجيال القادمة:** وتقوم الحكومة بإنشائه حفاظاً على جزء من الثروة للأجيال القادمة عن طريق زيادة الادخار الإجمالي العمومي وتهدف إلى تحويل الأصول غير المتجددة إلى حافظة أصول أكثر تنوعاً.

ج. **شركات الاستثمار الاحتياطي:** تدرج أصولها في الغالب ضمن فئة الأصول الاحتياطية المحفوظ بها لدى البنك المركزي وتتصف برغبتها الكبيرة لتحمل المزيد من المخاطر لأجل تحقيق عوائد أكثر.

د. **صناديق التنمية:** والتي تعمل على المساعدة في تمويل وتعزيز المشاريع الاقتصادية والاجتماعية والسياسات الصناعية التي تزيد نمو الإنتاج في الاقتصاد كما تساعد على توظيف الموارد للقيام بالمشاريع المهمة اقتصادياً واجتماعياً وبالضبط مشاريع البنية التحتية.

هـ. صندوق احتياطي التقاعد: ويطلق عليها أيضا اسم صناديق طوارئ احتياطات التقاعد وهي تقوم بتغطية التزامات التقاعد الطارئة التي لم تحدد في الموازنة العامة للدولة من مصادر بخلاف اشتراكات الأفراد في معاشات التقاعد.

3. تصنيف الصناديق السيادية حسب مجال عملها: وتتكون من: (مريم، 2017 . 2018، صفحة 125)

أ. صناديق سيادية محلية: يكون نشاطها داخل البلد أي تقوم بتوظيف الفوائض المالية في مختلف المجالات والفرص المتاحة للاستثمار داخل البلد، حيث تعود هذه الصناديق نتيجة استثمارها في الداخل بفوائد كبيرة ومهمة للاقتصاد الوطني عن طريق التنمية الاقتصادية وزيادة الناتج المحلي والحفاظ على الاستقرار المالي.

ب. صناديق سيادية دولية: ويكون استثمارها خارج البلد كي لا يزاحم الاستثمار الحكومي الاستثمار الخاص.

ج. صناديق سيادية مختلطة: وتقوم بأنشطة استثمارية وادخارية داخل وخارج الوطن في نفس الوقت.

4. تصنيف الصناديق السيادية حسب درجة استقلاليتها: وهي كالتالي: (عودة، 2018 . 2019، صفحة 57)

5. صناديق سيادية غير مستقلة (صناديق حكومية): هي صناديق سيادية تعود ملكيتها للحكومة وتدار بشكل مباشر من قبل الحكومة ولا تتمتع باستقلالية في اتخاذ القرار كما أنها لا تخضع للرقابة المستقلة والمساءلة.

6. صناديق سيادية مستقلة نسبيا: هي صناديق سيادية تتمتع باستقلالية نسبية عن الحكومة، أي أنها مدارة بطريقة غير مباشرة من قبل الحكومة حيث تشارك جهات أخرى مثل البنك المركزي والهيئات المستقلة في إدارتها كما أنها تخضع للرقابة المستقلة والمساءلة والإفصاح.

رابعاً: مؤشرات قياس أداء صناديق الثروة السيادية

تعتبر مؤشرات قياس الأداء من بين أهم الوسائل المستخدمة في قياس أداء مختلف الهيئات والمؤسسات المالية، وفي مجال تقييم أداء صناديق الثروة السيادية لا تزال في مراحلها الأولية بالنظر الحدثة تجربة هذه الصناديق، وفي نفس السياق تشير آخر المعطيات إلى وجود مؤشرين لقياس الأداء (مؤشر ترومان ومؤشر لينبرغ مادويل تم استحداثهما من قبل باحثين مهتمين بدراسة ظاهرة صناديق الثروة السيادية

علما أن نتائج هذين المؤشرين تستخدمان على نطاق واسع من قبل الهيئات الدولية ووسائل الإعلام المهمة بهذه الظاهرة.

1. مؤشر ترومان:

مؤشر تم إعداده من قبل الباحث إدوين ترومان "Edwin M. Truman" في سنة 2008 يهدف إلى قياس أداء صناديق الثروة السيادية باستخدام أربع معايير رئيسية تتمثل في الهيكلية، الحوكمة الشفافية المساءلة والسلوك، تتكون هذه المعايير من 33 سؤال موزعة على النحو التالي:

08 أسئلة لمعيار الهيكلية 07 أسئلة لمعيار الحوكمة 14 سؤال لمعيار الشفافية والمساءلة، 04 أسئلة لمعيار السلوك، يتألف سلم التنقيط الخاص بالمؤشر من 33 نقطة بمعنى أن الإجابة عن كل سؤال تقيم بنقطة من نقاط المؤشر. (نبيل، 2010/2011، صفحة 127)

ويمكن شرح المعايير الأربعة لمؤشر ترومان كما يلي: (مريم، 2017/2018، الصفحات 48-51)

أ. هيكلية الصندوق:

وتشمل درجة وضوح مصادر تمويل الصندوق، واستخدامات أصوله وعوائده وعلاقته بالميزانية العامة للدولة والإستراتيجية الاستثمارية المتبعة، ومدى انفصال تلك الصناديق عن الاحتياطات الخارجية للدولة. الجدول رقم 2: يمثل الجدول مكونات معيار الهيكلية.

المكونات	التنقيط
تحديد أهداف الصندوق	01
إتباع و تنفيذ التوجيهات	01
تغيير هيكل الصندوق	01
إستراتيجية الاستثمار	01
موارد الصندوق	01
كيفية استعمال عوائد الصندوق	01

01	التكامل مع الموازنة العامة
01	فصل الصندوق واحتياطات الصندوق
08	مجموع المعيار

المصدر: (peterson, 2009، صفحة 209)

ب. حوكمت الصندوق:

وتشمل مدى وضوح دور الحكومة في إستراتيجية الاستثمار للصناديق محل الدراسة وصلاحيات مديري تلك الصناديق ومدى وجود مؤشرات تحكم نزاهة ومهنية القائمين على الاستثمار.

الجدول رقم 3: يمثل الجدول مكونات معيار الحوكمة

المكونات	التنقيط
تحديد دور الحكومة	01
وجود توجيهات تحديد مسؤولية الصندوق	01
دور مسيري الصندوق	01
القرارات المتخذة من المسيرين	01
وجود توجيهات أخلاقية تضبط نشاط الصندوق	01
المعايير الأخلاقية الداخلية	01
المبادئ التوجيهية لأخلاقيات الاستثمار	01
مجموعة المعيار	07

المصدر: (peterson, 2009, p. 109)

ج. المساءلة والشفافية:

تقيس مدى توفر المعلومات الفصلية والسنوية على الاستثمارات وعوائدها والتوزيع الجغرافي للاستثمارات، والرقابة المالية الداخلية والخارجية على الصناديق

الجدول رقم 4: يمثل الجدول معيار المساءلة والشفافية.

المكونات	التنقيط
الإفصاح عن أنواع الأصول المستثمر فيها	01
استخدام محفظة الاستثمار المرجعية	01
استخدام تقنية تصنيف القروض	01
الاستعانة بمدراء محافظ استثمارية أجنبية	01
الإفصاح عن حجم عوائد الصندوق	01
الإفصاح عن العائد المحقق	01
الإفصاح عن البلدان المستثمر فيها	01
الإفصاح عن الاستثمارات الخاصة	01
أنواع العملات المستخدمة في الصندوق	01
نشر تقارير سنوية وفصلية	02
المجموع	03
	14

المصدر: (peterson، 2009، صفحة 115)

د. سلوك الصناديق: يبين هذا المعيار كيفية إدارة الصناديق لمحافظة الاستثمارية واستخدام تقنية الرافعة المالية والمشتقات المالية.

الجدول رقم 5: يمثل الجدول معيار سلوك الصندوق.

المكونات	التنقيط
كيفية تعديل المحفظة الاستثمارية	01
سياسات إدارة المخاطر	01
استخدام سياسات الرفع المالي	01
وجود سياسة خاصة بالمشتقات المالية	01
المجموع	04

المصدر: (peterson، 2009، صفحة 118)

2. مؤشر لينبورغ - مادويل لصناديق الثروة السيادية

عبارة " The Linaburg- MaduellTransparency Index "مؤشر لينبرغمادويل" للشفافية عن مؤشر مطور في معهد صناديق الثروة السيادية من قبل الباحثين كارل لينبرغ وميشال مادويل"، وهو مؤشر يهدف إلى قياس مستوى شفافية صناديق الثروة السيادية، مع العلم أن تصنيف هذه الصناديق وفقا لهذا المؤشر يتم كل ثلاثة أشهر وفق سلم مكون من عشر درجات، كما أن صندوق الثروة السيادي يصنف كصندوق شفاف عندما يحقق درجة تعادل ثمانية فما فوق على سلم المؤشر.

ويتركب المؤشر من عشرة معايير أساسية كل معيار يعادل درجة من درجات المؤشر، كما هو موضح في الجدول الموالي:

الجدول رقم 6: يمثل الجدول مكونات مؤشر "لينبرغ-مادويل"

المعيار	الدرجة
يقدم الصندوق (تاريخ الإنشاء، مصدر الثروة، هيكل ملكية الحكومة)	+1
يقدم الصندوق (تقارير سنوية مدققة ومستقلة ومراجعة وحديثة)	+1
يقدم الصندوق (نسبة ملكية الشركة القابضة والمواقع الجغرافية لحيازاتها من الأصول والعوائد المالية والعائد على احتياطي الصرف إن وجد)	+1
يقدم الصندوق (مجموع القيمة السوقية لاستثماراته وكذلك المدفوعات الإدارية)	+1
يقدم الصندوق (المبادئ التوجيهية للمعايير الأخلاقية، سياسات الاستثمار، والمنفذ للمبادئ التوجيهية)	+1
يقدم الصندوق (استراتيجيات وأهداف واضحة)	+1
في مرحلة التطبيق (يحدد الصندوق بوضوح الفروع ومعلومات الاتصال)	+1
في مرحلة التطبيق (يحدد الصندوق المديرين الخارجيين)	+1
في مرحلة التطبيق (يدير الصندوق موقع خاص على شبكة الإنترنت)	+1
في مرحلة التطبيق (يقدم الصندوق المكتب الرئيسي ومعلومات جهة الاتصال وعنوان الموقع، مثل الهاتف والفاكس)	+1

المصدر: مؤشر لينابورغ-مادويل للشفافية، مؤسسة صندوق الثروة السيادية باعتماد على: (GPFGE، 2025)

المبحث الثاني: عموميات حول الاستقرار الاقتصادي.

يعتبر الاستقرار الاقتصادي أكبر هاجس للدولة في سعيها لتحقيق الاستقرار خاصة البلدان النامية منها، وذلك بالاعتماد على بعض السياسات الاقتصادية والمتمثلة أساساً في السياسة النقدية والمالية والتجارية باعتبارها من أهم الأدوات التي يمكن لها التأثير على الاقتصاد الكلي وذلك من خلال استعمال مجموعة من الأدوات لتأثير على الموازنة العامة، ميزان المدفوعات التضخم البطالة، وصول إلى تحقيق النمو الاقتصادي.

أولاً: تعريف الاستقرار الاقتصادي

يعرف الاستقرار بأنه التشغيل الكامل للموارد الاقتصادية المتاحة، وتفايدي التغيرات الكبيرة في المستوى العام للأسعار مع الاحتفاظ بمعدل نمو حقيقي مناسب في الناتج القومي، أي أن مفهوم الاستقرار الاقتصادي يتضمن هدفين أساسيين تسعى السياسة المالية مع غيرها من السياسات لتحقيقهما. "

أ- الحفاظ على مستوى التشغيل الكامل للموارد الاقتصادية المتاحة

ب تحقيق درجة مناسبة من الاستقرار في المستوى العام للأسعار.

والتشغيل الكامل كما هو معلوم لا يعني بالضرورة الوصول بمعدل البطالة إلى الصفر وإنما يتطلب الأمر اختفاء نسبي لظاهرة البطالة، وتهيئة الفرص الوظيفية المنتجة لكل الأفراد المؤهلين والذين يبحثون عن فرص العمل عند معدلات الأجور السائدة، أما استقرار المستوى العام للأسعار فيعني عدم وجود اتجاه ملحوظ أو حاد التحركات قصيرة الأجل في المستوى العام للأسعار، أما حدوث تغيرات نسبية في أسعار السلع الفردية (والتي تعكس تغيرات في التفضيلات الشخصية للأفراد فلا تتعارض مع استقرار المستوى العام للأسعار.

إن الاستقرار الاقتصادي ليس إلا أحد الظروف الأساسية لإحداث التنمية والذي ينبغي أن يتدعم بغيره من الظروف المتطلبة لإنجاح السياسات الخاصة بالتنمية الاقتصادية، أي يرافقه ويلزمه زيادة معدل النمو الاقتصادي، فمعروف أن تحقيق التشغيل الكامل يؤدي إلى الاستخدام الكامل للموارد الاقتصادية المتاحة، مما يؤدي إلى رفع معدلات النمو الاقتصادي ومستويات المعيشة ومستويات الأسعار المؤقتة، بينما تؤدي التقلبات في مستويات الأسعار إلى تقلبات مناظرة في النشاط الاقتصادي بين البطالة والكساد من ناحية وبين التضخم وارتفاع مستويات الأسعار من ناحية أخرى مما يؤدي إلى خلق مشاكل اقتصادية على المستوى الفردي وعلى المستوى الوطني ومن الجدير بالذكر أن تحقيق الاستقرار في الدول النامية ومنها

الجزائر له أهمية خاصة لارتباطه الوثيق بهدف تحقيق التنمية الاقتصادية ومن ثم فإن تحقيق التنمية الاقتصادية يجب أن يسير جنبا إلى جنب مع هدف تحقيق الاستقرار الاقتصادي حتى يحصل الأفراد على ثمار ومكاسب التنمية، إذ أن غياب الاستقرار الاقتصادي يحول الكثير من الاستثمارات المنتجة إلى استثمارات غير منتجة تتمثل في المضاربة على العقارات، وتخزين السلع، بدلا من الاستثمار في الأنشطة الحقيقية صناعية كانت أو زراعية. (سليمان س.، 1973، صفحة 162)

بعد مصطلح الاستقرار الاقتصادي من المفاهيم القديمة في الفكر الاقتصادي، فقد أثار جدلا كبيرا بين المفكرين الاقتصاديين، وهو ما يفسر تباين المفاهيم الخاصة به، ولعل هذا التباين يعود إلى طبيعة الأهداف الاقتصادية التي تصبو الدولة إلى تحقيقها، إلى جانب المؤشرات التي يعبر عنها هذا المفهوم. وهناك مجموعة من التعاريف حول الاستقرار الاقتصادي نذكر منها:

التعريف الأول: يقصد بالاستقرار الاقتصادي السعي إلى تحقيق هدفين أساسيين هما استقرار التشغيل الكامل والتوظيف الكامل وتفادي التغيرات الكبيرة في المستوى العام للأسعار لتفادي كل من حالات الكساد وحالات التضخم). (البكات، 2011، صفحة 11)

التعريف الثاني: يعرف الاستقرار الاقتصادي على أنه تحقيق التشغيل الكامل للموارد الاقتصادية المتاحة وتفادي التغيرات الكبيرة في المستوى العام للأسعار مع الاحتفاظ بمعدل نمو حقيقي مناسب في الناتج الحقيقي.

التعريف الثالث: يعرف الاستقرار الاقتصادي على أنه تحقيق العمالة الكاملة دون تضخم، أي تجنب المجتمع الآثار السيئة لكل من الانكماش أو الكساد أو التضخم (عاب، 2010، صفحة 67/68) ومن التعاريف السابقة نستنتج أن مفهوم الاستقرار الاقتصادي يتضمن هدفين أساسيين هما:

. الحفاظ على مستوى التشغيل الكامل للموارد الاقتصادية المتاحة

- تحقيق درجة مناسبة من الاستقرار في المستوى العام للأسعار

تعريف ماكولن ثابت (Macoln Knight)

الاستقرار الاقتصادي يسعى بالدرجة الأولى إلى تحقيق علاقة توازن بين الموارد الاقتصادية المتاحة والحاجات المطلوب إشباعها، بحيث تؤدي في النهاية إلى استقرار الأسعار وحدث توازن يمكن قبوله في ميزان المدفوعات.

تعريف روبرت ويليام (R. William)

بعد تعريف روبرت ويليام أكثر شمولاً، لأنه يضم أبعاد أخرى تضمن الرقابة على الإقتصاد بأكمله. حيث عرف الاستقرار الاقتصادي على أنه إستقرار الأسعار وتوازن ميزان المدفوعات وذلك في ظل سياسة تسعى إلى تحقيق أعلى معدل نمو ممكن في الأجل الطويل، بحيث لا يكون هذا المعدل على حساب معدل النمو في الأجل القصير. (قوير، 2007.2008، صفحة 123)

وختاماً لما سبق، فإننا نقدم تعريفاً شاملاً للاستقرار الاقتصادي وهو "عبارة عن مجموعة من الإجراءات والسياسات والتوجيهات والآليات التي تعمل على تحقيق إستقرار مستوى الأسعار، أو تحقيق مستوى التشغيل الكامل لموارد الإنتاج، أو إستقرار معدلات الفائدة، أو إستقرار الأسواق المالية. أو إستقرار أسواق صرف العملات الأجنبية أو تلك السياسات التي تهدف إلى رفع معدلات نمو الإقتصاد الوطني وإعادة توزيع الدخل".

و تجدر الإشارة أن الإستقرار الاقتصادي لا يتحقق دفعة واحدة، لأن الإستقرار قد يتحقق عند مستوى التشغيل الكامل للموارد كما يمكن أن يتحقق عند المستوى العام للأسعار أو يتحقق عند معدلات مقبولة من النمو الاقتصادي المحلي في ظل إستقرار الأسعار والتشغيل الكامل للموارد الإنتاج، كما أن إهتمام الإستقرار الاقتصادي في الأجل الطويل ينصب على النمو المستقر و إستقرار الأسعار وتحقيق العمالة، أما في الأجل القصير فإن إهتمامه يوجه إلى علاج التقلبات الإقتصادية في النشاط الاقتصادي خاصة الدورات الإقتصادية. (قوير، 2007.2008، صفحة 140)

ثانياً: أسباب عدم وجود استقرار اقتصادي

هناك جملة من الأسباب والظروف التي تضافرت وتشابكت للوصول إلى مرحلة من عدم وجود الاستقرار الاقتصادي، منها ما يتعلق بالاختلالات على المستوى الكلي، ومنها ما يتعلق بالاختلالات على المستوى الجزئي واضطرابات القطاع المالي وضعفه، وعدم ملائمة نظام الصرف الأجنبي ويمكن حصر هذه الأسباب في النقاط التالية:

1. تحرير التجارة المفاجئ:

يمكن أن تؤدي الصدمات والتقلبات الحاصلة في شروط التبادل التجاري وارتفاع معدلات الفائدة الدولية، إلى عدم الاستقرار المالي وإلى انخفاض في مداخيل الدولة والمؤسسات المقترضة، مما يجعلها غير قادرة على تحمل مسؤولية التزاماتها المالية الداخلية والخارجية كما يمكن أن تؤدي في النتيجة إلى مشاكل في

خدمة الدين وتراكم الفروض غير المنتجة وهو ما يترتب عنه في النهاية حدوث أزمة مالية. (Shuknecht، 1999، صفحة 26)

2. التقلبات في أسعار الفائدة:

تعتبر التقلبات الكبيرة في أسعار الفائدة احد أهم العناصر المسببة للأزمات وخاصة في الدول النامية فالتغيرات الكبيرة في أسعار الفائدة تؤثر على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر فحوالي 50% إلى 67%، من تدفقات رؤوس الأموال سببها المباشر التقلبات العالمية في أسعار الفائدة.

3. التقلبات في أسعار الصرف وارتفاع معدلات التضخم:

منذ توقف العمل بنظام " بريتونوودز " لأسعار الصرف الثابتة في السبعينات، حضي موضوع استقرار سعر الصرف باهتمام كبير في محاولات للحد من الآثار المدمرة للتقلبات الواسعة في أسعار الصرف التي تعتبر أحد أهم مصادر الاضطرابات على المستوى الكلي، وأحد الأسباب الرئيسية في حدوث العديد من الأزمات المالية فعلى سبيل المثال: تحافظ بعض البلدان على رأس المال الأجنبي على ترتيبات أسعار الصرف، وهنا لا توفر الحماية الكافية ضد المضاربة المزعزعة للاستقرار من خلال إبقاء أسعار الصرف عملائها ثابتة ضمن نطاقات ضيقة وهو ما يستوجب اعتماد ترتيبات مستدامة السعر الصرف،

كما أن التقلبات الكبيرة في سعر صرف العملات الأساسية يمكن أن تكون مكلفة إلى أقصى حد ليس فقط البلدان المعنية بالأمر بشكل مباشر بل أيضا لباقي بلدان العالم وبالتالي لا بد من إيجاد إطار للتعاون الدولي لتحقيق نوع من الاستقرار في أسعار الصرف.

وعلى المستوى المحلي، فإن التقلبات في معدلات التضخم تعتبر عنصرا حاسما في مقدرة القطاع المصرفي على القيام بدور الوساطة المالية وخصوصا منح الائتمان وتوفير السيولة وقد اعتبر الركود الاقتصادي الناتج عن ارتفاع مستويات الأسعار سببا مباشرا في حدوث الأزمات المالية في العديد من دول أمريكا الجنوبية ودول العالم النامي كما أن هناك آثارا سلبية أخرى على مستوى النمو في الناتج المحلي الإجمالي والتي كان لها دور هام في التمهيد لحدوث الأزمات المالية. (التوني، 2004، صفحة 4)

ثالثا: مؤشرات الاستقرار الاقتصادي

تحتم سياسات الاستقرار الاقتصادي بتحقيق العديد من الأهداف أهمها معدل سريع من النمو الاقتصادي والتوظيف الكامل والاستقرار في القوة الشرائية للعملة كما يهدف الاستقرار الاقتصادي في الدول

النامية إلى تحقيق التوظيف الكامل وتفاذي أوضاع التضخم والكساد وتوازن ميزان المدفوعات، (سليمان س.، 1973، صفحة 33) أي أن الاستقرار في هذه الدول يعني تحقيق التشغيل الكامل واستقرار الأسعار وتوازن ميزان المدفوعات. (المغربي، 2011، صفحة 373)

1. التضخم:

يعتبر التضخم مشكلة اقتصادية تعاني منها العديد من الدول وتسعى لعلاجها بمختلف السياسات ويمكن تعريف التضخم بأنه "الارتفاع الكبير والمستمر في أسعار المنتجات لفترة طويلة نسبياً، بحيث أنه كلما ارتفع المستوى العام للسلع والخدمات فإن القيمة التي يشتريها الدينار من هذه السلع تقل وبالتالي فإن التضخم يؤدي إلى تناقص القوة الشرائية للنقود".

وفي هذا المجال هناك عدة نظريات حاولت تفسير ظاهرة التضخم حيث أن بعضها حاول تفسيرها من جانب الطلب أي أن الارتفاع في المستوى العام للأسعار يعزى إلى زيادة الطلب بنسبة تفوق زيادة العرض والبعض الآخر حاول تفسير ظاهرة التضخم من جانب ارتفاع التكاليف وذلك عندما تلجأ عوامل الإنتاج إلى زيادة أسعارها لكي تحظى بتنصيب أكبر في الناتج الكلي وينتج عن ذلك ارتفاع الأسعار نظراً لزيادة تكاليف عوامل الإنتاج كما أن هناك من يرى بأن التضخم سببه التغيرات الهيكلية التي تحدث في مسار وحركة الاقتصاد القومي وهذا النوع من التضخم أكثر ما تتعرض له اقتصاديات الدول النامية نتيجة سعيها لتحقيق برامج التنمية الاقتصادية وما يترتب عليها من تغيرات هيكلية في كل من الطلب والعرض الكلي . (وأخرون، 2010، الصفحات 182-186)

ومما تقدم يمكن القول أن للتضخم تأثير على الاقتصاد باعتباره من المؤشرات الدالة على مستوى استقرار هذا الأخير وذلك من خلال التأثير على ميزان المدفوعات فالدولة التي تكون أسعار منتجاتها مرتفعة تكون في مستوى تنافسية ضعيف مقارنة مع منتجات الدول الأقل سعراً وبذلك تزداد وارداتها ونقل صادراتها مما يؤثر سلباً على الميزان التجاري وبالتالي على ميزان المدفوعات بالإضافة إلى أن التضخم يؤدي إلى عدم استقرار مستويات الأسعار وهذا ما يؤثر على الادخار بسبب عدم ثقة الأفراد في مستويات الأسعار مما يؤدي إلى تناقص حجم الاستثمارات في البلد وبالتالي سيؤدي ذلك إلى حدوث اختلال يكون سبباً في عدم استقرار الاقتصاد.

ويعتبر معدل التضخم أحد المقاييس الدالة على الأداء الاقتصادي للبلد لهذا تعتمد السياسات الاقتصادية على جعله منخفضاً قدر الإمكان باعتباره مؤشر واضح للدلالة على استقرار الاقتصاد لأي بلد.

2. البطالة:

تعتبر مشكلة البطالة ظاهرة اجتماعية واقتصادية تعاني منها معظم الدول سواء كان المجتمع متقدما أو ناميا ويمكن أن تعرف البطالة بأنها وجود قوة عمل قادرة وراغبة في العمل بالأجر السائد دون أن تجد عملا" وتظهر البطالة عادة في أوقات الركود الاقتصادي ونقل في أوقات الزواج والازدهار الاقتصادي والبطالة عدة أنواع منها البطالة الهيكلية، البطالة الاحتكاكية، الموسمية المقنعة وغيرها وتختلف هذه الأنواع من ظرف الآخر. (آخرون، 2010، صفحة 31)

وباعتبار البطالة ظاهرة تعاني العديد من الدول فإن هناك من حاول علاجها فمثلا النظرية الكلاسيكية عالجت ظاهرة البطالة من خلال تخفيض الأجور النقدية والذي بدوره يؤدي إلى تخفيض معدل الأجور الحقيقية وبالتالي تنخفض تكلفة الإنتاج ويزداد الطلب على الإنتاج، ثم تعود حالة العمالة إلى التوازن الأولي، بينما النظرية الكينزية فإنها ترى ضرورة المحافظة على ارتفاع مستوى الأجور النقدية لأن تلك الزيادة في معدلات الأجور تمثل دخولا تدفع بالطلب الكلي إلى الزيادة، وهذا يؤدي إلى زيادة التشغيل وتناقص البطالة وأن الأمر يتطلب من السياسة النقدية تنشيط الطلب الفعال وزيادة الاستثمار للاقتراب من مرحلة العمالة الكاملة

ويمكن القول بأن السياسة النقدية لها دور مهم في تحقيق العمالة وتخفيض البطالة عن طريق تقوية الطلب الفعال، فعندما تقوم السلطات النقدية بزيادة المعروض النقدي تنخفض أسعار الفائدة فيقبل رجال الأعمال على الاستثمار فتتخفض البطالة، وبالتالي زيادة الاستهلاك ثم زيادة الدخل (مفتاح، 2005، صفحة 138)

3. ميزان المدفوعات:

يعرف ميزان المدفوعات بأنه سجل إحصائي للمعاملات الاقتصادية الدولية لاقتصاد وطني معين في فترة زمنية معينة عادة ما تكون السنة، فالعلاقات الاقتصادية الدولية تتطوي على الملايين من المعاملات الاقتصادية بين دول العالم مثل الصادرات والواردات السلعية والخدمية وحركة رؤوس الأموال إضافة إلى التحويلات الرأسمالية من جانب واحد أي بدون مقابل سلعي أو خدمي وإلى غير ذلك مما ينتج عنه حقوق والتزامات فيما بين هذه الدول، الأمر الذي يتطلب تدوين هذه المعاملات في سجل يعرف باسم "ميزان المدفوعات" حيث يعتبر هذا الأخير ذو أهمية كبيرة باعتباره مؤشر هام للدلالة على الوضع الخارجي لأي

قطر كما أن المعاملات الاقتصادية التي يتم تسجيلها بميزان المدفوعات تعكس قوة الاقتصاد الوطني ودرجة اندماجه في الاقتصاد الدولي. (يخلف، بدون سنة ، الصفحات 110-111)

ويتم التقييد في ميزان المدفوعات وفق مبدأ القيد المزدوج مما يجعله متوازناً من الناحية المحاسبية، ويتكون هذا الأخير من أربعة حسابات رئيسية تتمثل في الحساب الجاري ولذي يعتبر أهم حساب في ميزان المدفوعات والذي يتضمن حساب التجارة المنظورة وغير المنظورة بالإضافة إلى حساب التحويلات من جانب واحد، والحساب الثاني هو حساب رأس المال والذي يتضمن التدفقات الرأسمالية الداخلة والخارجة اتحاد العالم الخارجي، والحساب الثالث يتمثل في حساب أو فقرة السهو والخطأ والذي يستخدم بهدف التوازن الحسابي في ميزان المدفوعات في حالة وجود خلل أي عدم التوازن بين القيد الدائن والقيد المدين أما الحساب الأربع فيتمثل في ميزان التسويات الرسمية أو الذهب والنقد الأجنبي ويقيس هذا الحساب التغير في الاحتياطات المالية الرسمية التي تملكها أي دولة من الذهب والعملات الأجنبية وكذلك حصتها من حقوق السحب الخاصة لدى صندوق النقد الدولي (الدين ب.، 1989، صفحة 88/96)

وعادة ما يتعرض ميزان المدفوعات إلى حلل مما يجعله غير متوازن من الناحية المحاسبية إلا أنه توجد أنواع من الاختلالات يمكن التمييز بينها حسب الأسباب التي أوجدتها فهناك الاختلال العارض، الاختلال الموسمي والاختلال الهيكلي وغيرها، إضافة إلى أن هناك مجموعة من الأسباب التي تؤدي إلى إحداث هذا الخلل منها أسباب تتعلق بهيكل التجارة الخارجية للدولة أو أسباب ناتجة عن تقلبات الدورة الاقتصادية أو نتيجة لظروف طارئة لا يمكن التنبؤ بها وغيرها من الأسباب التي يمكن أن تحدث خللا في ميزان المدفوعات مما يستوجب على الدولة القيام بمعالجة هذا الخلل ففي حالة حدوث عجز تعتمد الدولة على مواردها الداخلية أو تلجأ إلى مصادر خارجية لتمويل هذا العجز والاقتراض من مؤسسات مالية دولية كصندوق النقد الدولي والبنك الدولي.

مما تقدم يمكن القول أن ميزان المدفوعات يعتبر أحد أهم أدوات التحليل الاقتصادي التي يعتمد عليها في وضعية الاقتصادية للدولة باعتباره يضم المعاملات الاقتصادية خلال فترة معينة خاصة فيما يتعلق بهيكل الصادرات والواردات حيث أنه عند تحقيق ميزان المدفوعات وبصفة خاصة الميزان التجاري فائضا فهذا يعني أن الاقتصاد في وضعية جيدة مما يعني تحقيقه المعدلات نمو مرتفعة تساهم في انتعاش الاقتصاد وبالتالي تحقيق استقرار اقتصادي على المستوى الكلي.

4. الموازنة العامة:

تعرف الموازنة العامة بأنها بيان يمثل كل من النفقات و الإيرادات خلال سنة مالية قادمة ويظهر في الموازنة العامة جانبان الأول لبند النفقات العامة في كل مجال من مجالات العمل كالتعليم والصحة والدفاع والقضاء وغيرها، والجانب الثاني للبند الخاصة بالإيرادات المختلفة مثل ضرائب الدخل والرسوم الجمركية وغيرها"، ونقول عن الموازنة العامة أنها متوازنة إذا كانت النفقات العامة تساوي الإيرادات العامة، وتكون الموازنة العامة في حالة فائض إذا كانت النفقات العامة أقل من الإيرادات العامة وتكون في حالة عجز إذا كانت النفقات العامة أكبر من الإيرادات العامة.

هذا وتغلب على الموازنات العامة في الدول النامية حالة العجز المالي، ففي معظم الأحيان تكون النفقات العامة أكبر بكثير من الإيرادات العامة وفي مثل هذه الحالة تلجأ الحكومة إلى الاقتراض كي تتوازن الموازنة كما تمثل الموازنة العامة الوثيقة الأساسية لدراسة المالية العامة لأي دولة من الدول، إذ أنها تشمل بنود الإنفاق العام وكيفية توزيع موارد الدولة على مختلف الخدمات التي تقدمها لمواطنيها بالإضافة إلى أنها تبين لنا كيفية حصول الدولة على مختلف الإيرادات العامة التي تمول بها هذا الاتفاق وتعتبر الموازنة العامة للدولة أهم وثيقة تملكها الدولة لكونها توفر معلومات تتعلق بأثر السياسات الحكومية في استخدام الموارد على مستوى التوظيف والنمو الاقتصادي و توزيع الموارد داخل الاقتصاد كما تستخدم الموازنة العامة لتحقيق هدف العمالة الكاملة ووسيلة التحقيق الاستقرار الاقتصادي من خلال اعتمادها على الضرائب و النفقات. (الأشقر، 2007، الصفحات 185-187)

ومما سبق يمكن القول أن للموازنة العامة أهمية كبيرة في الاقتصاد حيث يتم الاعتماد على الضرائب كنوع من أنواع الإيرادات التي يتم استخدامها لتمويل النفقات والتي لها تأثير إيجابي في العديد من المجالات الاقتصادية حيث يوجه جزء منها لزيادة الاستهلاك خاصة للفئة العاطلة عن العمل بالإضافة إلى الخدمات والمشاريع التي تستفيد منها الطبقات ذات الدخل المتدنية مما يساهم في بناء مشاريع استثمارية جديدة تسمح بالقضاء على مشكلة البطالة وهذا ما يمكن الدولة من تحقيق زيادة في معدلات النمو الاقتصادي مما يعني تحقيق استقرار الاقتصاد، غير أن العديد من الدول خاصة النامية منها تسعى إلى تخفيف عجز الموازنة من خلال ترشيد النفقات الإيرادات وبصفة خاصة الدول التي انتهجت برامج تصحيحية مسطرة من طرف صندوق النقد الدولي. (سحنون، 2010، صفحة 73)

5. النمو الاقتصادي:

بعد النمو الاقتصادي حدوث زيادة مستمرة في متوسط الدخل الحقيقي مع مرور الزمن و يتضح من هذا التعريف أن النمو الاقتصادي يركز على التغير في الحجم أو الكم الذي يحصل عليه الفرد من السلع والخدمات في المتوسط دون أن يهتم بتوزيع الدخل الكلي بين الأفراد، أو يهتم كذلك بنوعية الزيادة التي تحدث في كمية السلع و الخدمات و الزيادة في متوسط الدخل لا تعني أن كل فرد من أفراد المجتمع قد زاد دخله فقد تحصل كل طبقة من الأغنياء على كل زيادة في الدخل الكلي كما أن تحقيق هدف النمو الاقتصادي يكون من خلال زيادة في الدخل القومي بالأسعار الثابتة أو الحقيقية عبر الزمن فتحقيق معدل النمو الاقتصادي لابد أن يرتبط بمعدل النمو السكاني حتى يمكن القول بأن هدف النمو الاقتصادي قد تحقق مما يرفع من مستوى معيشة أفراد المجتمع . (الحميد، 2003، صفحة 21)

رابعاً: آليات تحقيق الاستقرار المالي.

توجد لدى الدولة مجموعة من السياسات الاقتصادية والتي تتمثل أساساً في السياسة المالية أو النقدية باعتبارهما الأداتين الأكثر فعالية على مستوى الاقتصاد. (الدين م.، 2009، صفحة 79)

1. السياسة النقدية:

تختصر مهمة السياسة النقدية في تصحيح عرض النقد في الاقتصاد بما يحقق توليفة ما من التضخم واستقرار الإنتاج، إن عرض النقد قد يؤثر في الإنتاج الفعلي للسلع والخدمات وهذا هو السبب في أن السياسة النقدية تحت سلطة البنوك المركزية تمثل أداة هادفة للسياسات من أجل بلوغ الأهداف المتعلقة بكل من التضخم والنمو فالسياسة النقدية هي الأداة التي من خلالها يثبت الاقتصاد أثناء فترات الركود الاقتصادي في البلدان ذات أسعار الصرف الثابتة حيث يتم ربط السياسة النقدية بهدف سعر الصرف لأن السياسة المالية تستغرق وقتاً عند من تشريعات التغييرات في الضرائب والإنفاق وبمجرد تحول هذه التغييرات إلى قوانين فإنه من الصعب سياسياً إلغاؤها كما أنها تعتبر أفضل السياسات في محاربة التضخم وحتى تقوم السياسة النقدية بدورها بكفاءة ينبغي إعطاء نوع من الاستقلالية للسلطة المتحكمة بها السلطة النقدية. "

2. السياسة المالية:

تتمثل السياسة المالية في استخدام الإنفاق الحكومي والضرائب للتأثير على النشاط الاقتصادي كما أنها لا تقل أهمية على السياسة النقدية في ذلك، ومهما يكن من اختلاف في وجهة نظر الاقتصاديين فإن

التنسيق بين السياسة النقدية والسياسة المالية يعتبر أمراً ضرورياً وذلك لأن لكل منهما تأثيرات مشتركة على النشاط الاقتصادي وتهدفان إلى تحقيق الاستقرار الاقتصادي للناتج والأسعار والعمالة وميزان المدفوعات.

ومما سبق يمكن قول أن الاستقرار الاقتصادي يتحقق إذا عرفت مؤشرات الاستقرار الاقتصادي تغيراً في نسب النمو، والتي تؤثر على الاستقرار الاقتصادي، ذلك من خلال تخفيض معدلات البطالة والوصول بمعدلات تضخم إلى أدنى نسبة بالإضافة إلى تحقيق توازن ميزان المدفوعات والموازنة العامة.

المبحث الثالث: المقاربة النظرية لمساهمة الصناديق السيادية

. تلعب الصناديق السيادية دوراً متزايد الأهمية في الاقتصاد العالمي وخصوصاً في تحقيق الاستقرار المالي والاقتصادي للدول، حيث تعتمد هذه الصناديق على مجموعة من المقاربات النظرية التي توضح كيف يمكن للصناديق السيادية أن تكون أدوات فعالة في تحقيق الاستقرار الاقتصادي، سواء من خلال إدارة الموارد المالية، تنويع مصادر الدخل أو التخفيف من تقلبات الاقتصاديات شرط أن تدار بشفافية.

أولاً: مقارنة الادخار للأجيال القادمة:

. تعد مقارنة الادخار للأجيال القادمة واحدة من أهم النظريات الرئيسية التي تستخدم لتبرير إنشاء وإدارة الصناديق السيادية خاصتها الدول التي تعتمد على الموارد الطبيعية غير متجددة، حيث تهدف هذه البنوك إلى تحويل الإيرادات من الأصول غير متجددة إلى حافظة أصول أكثر تنوعاً يتم استثمارها لصالح الأجيال القادمة بما يضمن حق الأجيال في تلك الأصول.

. التجربة الكويتية: (سمير أ.، 2022 . 2023، صفحة 185 . 192)

1. نشأة وتأسيس هيئة الاستثمار الكويتية:

عمدت السلطات الكويتية ف شهر فيفري من سنة 1953 إلى إنشاء صندوق سيادي، لإدارة الفوائض النفطية بما يضمن أعلى العوائد و يساهم في ادخار احتياطات بديلة للأجيال المستقبلية حيث كان الصندوق في البداية يحمل اسم " مجلس الاستثمار الكويتي "Kuwait InvestmentBoard.KIB" واستعداد للاستقلال من بريطانيا قامت الحكومة الكويتية سنة 1960 باستحداث صندوق الاحتياطي العام " General Reserve Fund GRF" الذي يعتبر الممول الرئيسي لميزانية الدولة، حيث يتلقى جميع العوائد الحكومية بما فيها النفط و يقوم بتمويل كافة نفقات الميزانية، كما يحمل جميع الأصول الحكومية بما فيها شركة النفط الكويتية " KPC "

وجميع المساهمات الكويتية في الهيئات الإقليمية و العالمية على غرار صندوق النقد الدولي و البنك الدولي، وبعد استقلال دولة الكويت بعدة سنوات وبالتحديد سنة 1965، اعتمدت السلطات الكويتية استراتيجيات جديدة لتنويع الأصول و قامت بتحويل اسم المجلس إلى " مكتب الاستثمار الكويتي " Kuwait Investment Office KIO" و في سنة 1976 اصدر الامير الشيخ جابر آل حمد قرار ينص على إنشاء صندوق احتياطي للأجيال القادمة تحت اسم "الصندوق الاجيال القادمة " FundFGFFuture

"Génération" وظيفته الأساسية ادخار الاصول للأجيال القادمة و استثمارها خارج دولة الكويت، حيث يتم تحويل 10% من اجمالي الإيرادات الحكومية نحو الصندوق سنوياً، ومع استمرار تطور دولة الكويت و اكتسابها مهارات استثمارية تم سنة 1981 بموجب قانون رقم 47 إنشاء هيئة تعمل على إدارة الاصول لصالح دولة الكويت المتمثلة في صندوق GRF و صندوق FGF و بعض الصناديق الأخرى التي تحددها وزارة المالية تحت اسم "هيئة الاستثمار العامة" و المعروفة حالياً " بهيئة الاستثمار الكويتية" .

2. **موارد واستخدامات الهيئة:** تعمل الهيئة على تجميع كل العوائد الحكومية، ثم تقوم بتوزيعها على الصناديق وفق النسب التي حددتها وزارة المالية للموارد والاستخدامات الموضحة كالتالي:

أ. **الموارد:**

➤ **صندوق الاحتياطي العام "GRF":** يعتبر الصندوق الرئيسي للحكومة، حيث يستقبل جميع العوائد الحكومية بما فيها عوائد النفط، إضافة إلى العوائد (الأرباح) المترتبة عن استثمارات الصندوق.

➤ **صندوق الأجيال القادمة "FGF":** تلقى عند انشاءه 50% من رأس مال صندوق "GRF"، كما يتلقى سنوياً 10% من جميع العوائد الحكومية إضافة إلى 10% من الدخل الصافي السنوي لصندوق "GRF" ويقوم الصندوق بإعادة استثمار جميع العوائد المحصلة من عملياته الاستثمارية.

ب. **الاستخدامات:** يقوم صندوق الاحتياطي العام بتمويل الاستثمارات المحلية، وتقتطع منه جميع نفقات الميزانية العامة للدولة التي يحددها وزير المالية عند اعداده لسياسات المالية، كما يقوم بتحويل 10% من دخله سنوياً إلى صندوق FGF أما صندوق الأجيال القادمة فلا يجوز اقتطاع أي مبلغ منه. وهذا ما يفسر هذه المقاربة التي تهدف أساساً إلى المحافظة على موارد الأجيال القادمة من خلال تخصيص هذه النسبة المقدرة بـ 10% كمخزونات للأجيال القادمة.

3. **الاستراتيجيات الاستثمارية:**

تعمل هيئة الاستثمار الكويتية على إدارة الموارد المالية الحكومية، بغية تحقيق أهداف اقتصادية طويلة الأجل مع الحرص على المحافظة على رأس المال وعدم تعريضه لمخاطرة أو الخسارة، لذلك فهي تسعى إلى تطبيق الاستراتيجيات الاستثمارية التي تراها مناسبة لبلوغ تلك الأهداف، وقد أوكلت مهمة إدارة الموارد لمكتب الاستثمار الكويتي الذي يملك مدراء محافظ ذو كفاءة استثمارية عالية في شتى أنواع الاصول، حيث يسعى المكتب لتحقيق أداء يفوق المحفظة المرجعية في حدود مخاطر مقبولة.

4. توزيع الاصول:

ككل الصناديق السيادية، بدأت الهيئة بالاستثمار في سندات الخزنة الامريكية، ومع بداية سنوات الالفين اختارت استراتيجية جديدة وبدأت بالتوجه أكثر نحو تنويع استثماراتها بين الاسهم، السندات، والاصول البديلة، حيث كانت استثماراتها سنة 2004 موزعة ب 71% في الاسهم، تليها السندات بنسبة 16%، ثم الاستثمارات البديلة ب 2%، وبعدها قام المدير التنفيذي الجديد للهيئة بتوظيف "MercerInvestment Consulting" لدراسة وتقييم التوزيع الاستراتيجي لأصول الهيئة، وقد اقترح ضرورة تقليص الهيئة للأصول التقليدية ورفع استثماراتها في الاصول البديلة، حيث بدأت العمل بنصائح المكتب وقامت بتغيير استراتيجيتها الاستثمارية التي بدأت تظهر جليا سنة 2007، من خلال أصول محفظتها الاستثمارية التي كانت موزعة كالتالي: 60% أسهم، 25% سندات، 15% استثمارات بديلة في تطبيق الاستراتيجية سنة 2010، حيث قللت من الأسهم إلى 52%، والسندات إلى 21%، مقابل رفع الاستثمارات البديلة إلى 27%، وفي سنة 2018 أدخلت الهيئة تغييرا بسيطا في تركيبة المحفظة الاستثمارية تماشيا مع الظروف الاقتصادية السائدة، أين خفضت نسبة الاستثمارات البديلة إلى 20% مقابل رفع حيازاتها من الاسهم والسندات إلى 55% و 22.5%، كما احتفظت ب 2.5% من السيولة وذلك لمواجهة الالتزامات الطارئة بعد انهيار أسعار النفط منتصف سنة 2014.

5. العمليات الاستثمارية:

أبرمت هيئة لاستثمار الكويتية منذ نشأتها صفقات استثمارية كبيرة في قطاعات مختلفة، بلغت سنة 2008 اجمالي 51 استثمار بقيمة 14.710 مليون دولار، من بين أهم هذه الاستثمارات نجد: استثمار في شركة صناعة السيارات "Daimler AG" بقيمة 7371 مليون دولار، وفي قطاع البنوك استثمرت كل من "Industrial & Commercial bank of China" بقيمة 197 مليون، "HSBC Holding plc" بقيمة 194 مليون دولار، و "Barclays" بقيمة 123 مليون دولار، أما قطاع النفط فاستثمرت في "BG Group Plc" بقيمة 367 مليون دولار و "Royal Dutch Shell Plc" بقيمة 317 مليون دولار كما استثمرت في قطاع الرعاية الصحية في "GlaxoSmithKline Plc" بقيمة 176 مليون دولار، و "AstraZeneca Plc" بقيمة 77 مليون دولار، وقطاع الاتصالات في "Vodafone Group Plc" بقيمة 387 مليون دولار، وخلال سنة 2015 قامت الهيئة ب 11 صفقة استثمارية بقيمة 4.41 مليار دولار، منها صفقة بقيمة 1.37 مليار دولار في الشركة الإسبانية "E ON Espana SL" العاملة في مجال البنى التحتية والخدمات.

ثانياً: التنوع الهيكلي

تعد الصناديق السيادية أدوات مالية استراتيجية تملكها الدول لتحقيق أهداف متنوعة، من بينها تعزيز الاستقرار الاقتصادي، وتأتي مقارنة التنوع الهيكلي كأحدى المقاربات النظرية التي تفسر كيف يمكن لهذه الصناديق أن تساهم في تحقيق الاستقرار من خلال تحويل الثروة الغير مستدامة الى أصول مستدامة عن طريق استثمارات في قطاعات متنوعة، حيث تعزز هذه المقاربة الاستقرار الاقتصادي طويل الاجل عن طريق تقليل الاعتماد على قطاع واحد .

التجربة السعودية:

1. نشأة وانطلاق صندوق الاستثمارات العامة السعودي: (ذهبية، 2022، صفحة 970)

هو صندوق الثروة السيادية للمملكة العربية السعودية تأسس سنة 1971 م، بموجب مرسوم ملكي م/24 بمهمة أساسية هي تمويل مشاريع ذات القيمة الاستراتيجية للاقتصاد الوطني السعودي في يوليو 2014 منح مجلس الوزراء صندوق الاستثمارات العامة السلطات اللازمة لتمويل شركات جديدة داخل وخارج المملكة وفي مارس 2015، انتقلت مرجعية صندوق الاستثمارات العامة من وزارة المالية الى مجلس الشؤون الاقتصادية و التنمية في المملكة، وقد بارد مجلس الإدارة الجديد بعد تعيينه اتخاذ عدة خطوات لتطوير القدرات الاستراتيجية الاستثمارية للصندوق بهدف تمكينه من إدارة محفظة استثمارية اكبر و أوسع و إضافة أصول جديدة، وكرافد اقتصادي فاعل ساهم الصندوق على مر الأعوام في تأسيس العديد من الشركات الوطنية الرائدة، وتمويل العديد من المشاريع والشركات الحيوية والمشاركة فيها إلى جانب تقديم مساعدات ودعم مالي، للمبادرات ذات الأهمية الاستراتيجية للاقتصاد الوطني، والتي أحدثت أثراً إيجابياً وملموساً على مكانة المملكة لدى الدول والشعوب الأخرى.

واليوم يحتل صندوق الاستثمارات العامة مرتبة متقدمة ومؤثرة في مصاف صناديق الثروة السيادية في العالم، محققاً نجاحات عالية أحدها تعزيز حضور المملكة الفاعل ضمن مجموعة العشرين، الى جانب القفزات المبهرة في سياق العمليات الاستثمارية والاستراتيجية، وصفقات الاستحواذ والبنية الأساسية، وتكوين الشراكات الاستراتيجية في إطار من البلورة والتناغم الخلاق مع غايات رؤية 2030.

2. مصادر تمويل صندوق الاستثمارات العامة السعودي. (حبارك، 2020، صفحة 551 . 552)

تتمثل مصادر تمويل اعمال الصندوق في أربعة موارد أساسية وهي الأموال التي تضخها الدولة في صندوق، الأصول المملوكة للحكومة التي تحول ملكيتها الصندوق الاستثمارات العامة، القروض وأدوات الدين بالإضافة الى العوائد المستسقة من الاستثمارات.

3. أهداف صندوق الاستثمارات العامة السعودي.

يهدف صندوق الاستثمارات العامة الى تحقيق جملة من الأهداف من اجل احداث تحول اقتصادي وتغير إيجابي مستدام للمملكة حيث يسعى الى الاستثمار في قطاعات متنوعة تمثلت في تعظيم أصول الصندوق، انطلاق قطاعات جديدة من خلال صندوق الاستثمارات العامة، بناء شركات استراتيجية اقتصادية من خلال صندوق الاستثمارات العامة، توطين التقنيات والمعرفة من خلال صندوق الاستثمارات.

4. الاستراتيجيات الاستثمارية لصندوق الاستثمارات العامة. (التقرير السنوي لصندوق الاستثمارات العامة، 2023)

تم انشاء الصندوق لا نشاء مشاريع ذات أهمية استراتيجية للاقتصاد السعودي يركز بشكل رئيسي منذ إنشائه على الاستثمار في السوق المحلي، حيث يمتلك حاليا اصولا بقيمة 156.19مليار دولار في الشركات السعودية المدرجة، حيث يركز الصندوق على 13 قطاع استراتيجي نوضحها في الجدول التالي:

الجدول رقم 7: يوضح إنجازات المحفظة الاستثمارية.

القطاع	إنجازات المحفظة الاستثمارية
الطيران والدفاع	وقعت شركة افيليس صفقة مع شركة افلون لاستحواذ على 13 طائرة بقيمة 725 مليون دولار أمريكي.
المركبات	وقع صندوق الاستثمارات العامة مع شركة هيونداي موتور اتفاقية مشروع لإنشاء مصنع جديد للسيارات في الملكة العربية السعودية للإنتاج 50000 سيارة سنويا.
مواد وخدمات البناء	أعلن صندوق الاستثمارات العامة عن استثمار مبلغ 13 مليار دولار في أربع شركات رائدة في قطاع خدمات البناء والتشييد في المملكة العربية السعودية.

السلع الاستهلاكية والتجزئة	استحوذ صندوق الاستثمارات العامة على نسبة 30% من حصص شركة أسواق التميمي إحدى السلاسل الرائدة في قطاع السلع الاستهلاكية والتجزئة في المملكة.
الترفيه والسياحة والرياضة	استحوذ صندوق الاستثمارات العامة على حصة ملكية تبلغ 75% في أربعة أندية كرة قدم سعودية.
الأغذية والزراعة	استحوذت شركة سالك على 180 مليون سهم من الشركة البرازيلية، وهي شركة رائدة في قطاع الدواجن، وفزت بمنافسة الهيئة العامة للأمن الغذائي لعام 2023 لتوريد 355000 طن من القمح.
الخدمات المالية	حققت الشركة السعودية لإعادة التمويل العقاري إنجازين هامين: اتمام أكبر صفقة إعادة تمويل مع المصرف الراجحي بقيمة تتجاوز 1.333 مليار دولار أمريكي، وإصدار صكوك بقيمة 933.1 مليون دولار أمريكي.
الرعاية الصحية	أعلن صندوق الاستثمارات العامة عن إنشاء شركة الاستثمارات الدوائية (لا يفيرا) وهي شركة متخصصة في الصناعات الدوائية.
المعادن والتعدين	وقع كل من صندوق الاستثمارات العامة و شركة أرامكو السعودية و شركة باوستيل، اتفاقية لإنشاء أول مجمع متكامل لتصنيع اللوائح الفولاذية في المملكة العربية السعودية.
الاتصالات والإعلام والتقنية	أعلن الصندوق عن استحوازه على كامل أسهم شركة ثقة لخدمات الأعمال.
النقل والخدمات اللوجستية	نجحت شركة البحري للخدمات اللوجستية في نقل 60 طن من الشعير، مما يمثل أول شحنة يتم نقلها لصالح الشركة السعودية للاستثمار الزراعي والإنتاج الحيواني (سالك) بالتعاون مع شركة البحري.
المرافق الخدمية والطاقة المتجددة	أعلن صندوق الاستثمارات العامة استكمال استحوازه على حصة 30% في شركة تبريد السعودية شركة رائدة في مجال تصميم أنظمة التبريد في المملكة العربية

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على التقرير السنوي لصندوق الاستثمارات العامة لعام 2023.

من خلال الجدول رقم (07) نلاحظ تنوع مجالات استثمار الصندوق السيادي السعودي وتعدد القطاعات ليشمل على سبيل الذكر لا على سبيل الحصر، الطيران السلع الاستهلاكية والغذائية، الزراعة والخدمات المالية كذلك الاتصالات والنقل، الطاقات المتجددة وتباينت حجم المخصصات المخصصة المالية لكل قطاع.

5. استثمارات صندوق الاستثمارات العامة في التنمية المستدامة:

يدعم صندوق الاستثمارات العامة تنمية الاقتصاد المحلي ويسعى لتوسيع محفظته من الأصول الدولية كما يهدف إلى تعظيم العوائد المستدامة لاقتصاد المملكة، حيث انه في عام 2021م، بدأ صندوق الاستثمارات العامة المرحلة الثانية من النمو الاستراتيجي من خلال برنامج، تحقيق الرؤية 2021-2025 نوضح أهم استثماراته كما يلي:

أ. استثمارات على المستوى المحلي:

أسس صندوق الاستثمارات العامة، أكثر من 30 شركة محلية، في عشر قطاعات حيوية، وذلك بهدف رفع نمو أصوله والمساهمة في التنمية الاقتصادية وتمثلت في:

◀ **شركة نيوم:** تتمحور استراتيجيتها حول تطوير 16 قطاعا متنوعة، وهي الطاقة والمياه والتقنيات الحيوية، بالإضافة إلى الغذاء، والتصنيع والاعلام والترفيه، والثقافة، والعلوم الرقمية، وهي في طور بناء منشأة صديقة للبيئة لإنتاج الهيدروجين من أجل توفير حلول مستدامة لقطاع النقل العالمي، ومواجهة تحديات التغير المناخي عبر حلول لتخفيض الانبعاثات الكربونية وتعد منطقة نيوم إحدى الأماكن النادرة على وجه الأرض التي تتيح لها بناء نظام متكامل للطاقة المتجددة، و ينتج وقودا نظيفا كالهيدروجين الأخضر، تتميز بتصميم فريد وبنية تحتية تبنى من الصفر تضمن لها طابعا فريدا، وهي تتغلب بذلك على قيود البنى التحتية القديمة.

◀ **شركة البحر الأحمر للتطوير:** تهدف إلى تطوير تجربة فاخرة في قطاع السياحة، حيث تم توقيع عقد شراكة مع شركة أكواباور وهي إحدى الشركات الوطنية الرائدة في هذا المجال لبناء البنية التحتية لخدمات المياه ومحطات معالجة مياه الصرف الصحي، وتوليد الطاقة عن طريق الطاقة الشمسية، والرياح وبناء أكبر محطة بطاريات لتخزين الطاقة في العالم.

◀ **الشركة الوطنية للبناء الواحد:** والتي تعمل على توفير كافة الخدمات الشرائية واللوجستية، لتأمين المستلزمات الدوائية، والأجهزة الطبية للقطاعات الصحية، داخل المملكة، وتهدف الشركة لرفع كفاءة الانفاق الحكومي في المجال الصحي، عن طريق الاستثمار في البنية التحتية اللوجستية، والرقمية، كما لعبت دوراً أساسياً في جهود المملكة في التصدي لجائحة كورونا، بتوفير فحوصات PCR، والمعدات الوقائية واللقاحات كما أطلقت العديد من المشاريع الهادفة لرفع مستوى الخدمات الصحية، منها خدمة وصفتي، وتطبيق صحي، وتطبيق الممارسين الطبيين، وإطلاق العيادة الافتراضية.

◀ **الشركة السعودية للاستثمار الزراعي والإنتاج الحيواني:** تأسست شركة سالك عام صندوق الاستثمارات العامة 2009م، وهي مملوكة بالكامل لصندوق الاستثمارات العامة، ويتمثل دورها الأساسي في المساهمة في تحقيق استراتيجية الأمن الغذائي للمملكة العربية السعودية عبر استثمارات متنوعة محلية وخارجية تحقق عوائد مالية تضمن لها الاستدامة.

◀ **الشركة السعودية الاستثمارية لإعادة التدوير:** أنشئت الشركة بهدف المساهمة في الناتج المحلي، وتوفير فرص وظيفية وتنمية الاقتصاد السعودي وذلك عن طريق تطوير قطاع إعادة التدوير بالمملكة، حيث تعتبر رائدة في مجال إعادة تدوير النفايات الصناعية الخطرة مما يساهم في إعادة تدوير النفايات المتراكمة في المدينة.

ب. استثمارات على المستوى العالمي:

◀ **شركة أعمال المياه والطاقة الدولية (أكوبا ور):** تعزيز مستقبل المملكة العربية السعودية و العالم:

مع مضي المملكة العربية السعودية والعالم بشكل عاجل نحو مزيج من الطاقة الخضراء، برز اسم (أكوبا ور) إحدى الشركات المهمة التي يستثمر فيها صندوق الاستثمارات العامة كشركة سعودية رائدة في هذا المجال حيث توسعت هذه الشركة لتصبح شركة رائدة في مجال تطوير وتشغيل محطات توليد الطاقة وتحلية المياه، والاستثمار في اثنا عشر (12) دولة حول العالم وهي تقود عملية التحول إلى مستقبل أكثر استدامة.

مثل صندوق الاستثمارات العامة دوراً دائماً ومستثمراً في (أكوبا ور) منذ عام 2018م وتولى إدراج أسهم الشركة في السوق المالية السعودية (تداول) في أكتوبر من خلال طرح عام أولي

جمع 4.5 مليار ريال سعودي وهو أكبر ادراج لعام 2021م، وقد زاد صندوق الاستثمارات العامة حصته في الشركة رغبة في زيادة تركيزه الاستراتيجي على مجال الطاقة.

◀ مجموعة لوسد:

❖ **نحو عصر جديد للسيارات الكهربائية:** مع استمرار نمو سوق السيارات الكهربائية بوتيرة متسارعة نتيجة للتقدم التقني، وزيادة الطلب للمستهلك على وسائل نقل صديقة للبيئة، كانت مجموعة لوسد إحدى شركات صندوق الاستثمار العامة نجما صاعدا يطمح بقوة لترسيخ موقعه في فئة المركبات الفاخرة، واستثمر صندوق الاستثمارات العامة في شركة لوسد مبلغ 2.8 مليار دولار أمريكي.

❖ **البنك الأهلي السعودي:** دعم مسيرة نجاح أكبر مؤسسة مالية في المملكة: بالنظر إلى أن المملكة تملك أكبر اقتصاد في المنطقة، كانت بحاجة إلى مؤسسة مالية تعكس مكانتها على المستوى العالمي، وقد تم دعم البنك الأهلي السعودي لهذا الغرض باعتبار أن البنك الأهلي السعودي مؤسسة مالية رائدة، وقد نشأ من خلال عملي الاندماج بين البنكين بداية حقبة جديدة للخدمات المصرفية السعودية.

❖ **الاستثمار في البنية التحتية الأمريكية:** يعد هذا الاستثمار واحدا من أكبر البرامج المكرسة للبنية التحتية، الأمريكية في العالم، وقد التزم صندوق الاستثمارات العامة بالاستثمار في برنامج صندوق بلاك ستون للبنية التحتية ما يصل إلى 20 مليار دولار.

◀ الاستثمار في العقول والعلاقات والتقنيات:

أي تنمية رأس المال البشري لصندوق الاستثمارات العامة حيث يستثمر في صقل المهارات الفنية، والشخصية لدى موظفيه، حيث تم توفير 18 دورة تدريبية، عن بعد أو حضوريا حيث شملت مجموعة من أساليب القيادة والمعارف.

◀ صندوق رؤية سوفت بنك:

صندوق الاستثمارات العامة هو المستثمر الرئيسي في صندوق رؤية سوفت بنك، والذي يعد من أكبر استثمارات في صندوق خاص في قطاع التقنية، حيث خصص صندوق الاستثمارات العامة استثمارا قدره 45 مليار دولار في هذا الصندوق وتمثلت هذه الاستثمارات في مجال التقنية كالأنترنت والذكاء الاصطناعي والتقنية المالية والطبية.

◀ الشراكة بين الصندوقين السعودي والروسي:

عقد صندوق الاستثمارات العامة وصندوق الاستثمار المباشر الروسي سلسلة من الاتفاقيات لاستثمارات تصل إلى 10 مليار دولار، في مشاريع مشتركة بين المملكة وروسيا، حيث استثمر 2 مليار دولار في قطاعات البنية التحتية، والتصنيع والخدمات اللوجستية، وتجارة التجزئة.

◀ شركة أوبر: استثمر فيها الصندوق بـ 3.5 مليار دولار لشراء حصة من الشركة، وتعد شركة أوبر شركة رائدة عالمياً في قطاعي النقل والتقنية.

ثالثاً: مقارنة إدارة المخاطر:

. تعتمد مقارنة إدارة المخاطر على نظرية المحفظة الاستثمارية لتتبع الأصول جغرافياً وقطاعياً مما يقلل مخاطر الصدمات الخارجية.

التجربة القطرية: (مسيفة، 2019 . 2020، صفحة 63 . 66)

1. نشأة جهاز قطر للاستثمار:

تمتلك قطر صندوق ثروة سيادي واحد وهو حديث النشأة مقارنة بالصناديق السيادية الأخرى يتمثل في "جهاز قطر للاستثمار" الذي تأسس عام 2005 من أجل تطوير واستثمار وإدارة الأموال الاحتياطية للدولة والأصول الأخرى المسندة له، وفقاً للخطط والسياسات والبرامج المعتمدة من قبل المجلس الأعلى للدولة.

ووفقاً لقانون تأسيس جهاز قطر للاستثمار فإنه يتبع المجلس الأعلى للشؤون الاقتصادية والاستثمار، ويكون مقره مدينة الدوحة ويجوز له إنشاء مكاتب في الخارج. نتيجة لاستراتيجية الصندوق في التقليل من مخاطر اعتماد قطر على أسعار الطاقة، فإن الجهاز يستثمر في الغالب في أسواق عالمية (الولايات المتحدة وأوروبا ودول آسيا) إضافة إلى الاستثمار في قطر خارج قطاع الطاقة. ويكون للجهاز موازنة سنوية تقديرية يتم إعدادها على نمط الموازنات التجارية، كما يكون له حساب خاص تودع فيه أمواله، وتبدأ السنة المالية للجهاز من أول لجانفي وتنتهي في آخر ديسمبر من كل عام.

2. اهداف واستراتيجيات جهاز قطر للاستثمار:

يقوم الجهاز بممارسة جميع الصلاحيات اللازمة لتحقيق أهدافه، وبوجه خاص ما يلي:

- أ. اقتراح السياسات العامة السنوية الخاصة باستثمار احتياطي الدولة، وتنفيذها بعد اعتمادها من المجلس الأعلى.
 - ب. متابعة تنفيذ برامج الاستثمار وتقييم نتائجها بصورة دورية.
 - ج. تحديد البنوك والمؤسسات المالية التي يجوز استثمار احتياطي الدولة لديها أو من خلالها.
 - د. تحديد أنواع العملات الحرة التي يجوز توظيف أموال احتياطي الدولة في أصول مقومة بها.
 - هـ. شراء وبيع العملات الأجنبية والمعادن والاستثمار فيها.
 - و. شراء وبيع العقارات داخل الدولة وخارجها والاستثمار فيها.
 - ز. تحديد أنواع أدوات الاستثمار التي يجوز الاستثمار فيها.
 - ح. تأسيس شركات أو إنشاء مشاريع استثمارية، بمفرده أو مع الغير، أو المساهمة في شركات أو مشاريع قائمة، داخل الدولة أو خارجها.
 - ط. إبرام الاتفاقات ومذكرات التفاهم والعقود، واتخاذ أية إجراءات قانونية لازمة لممارستها اختصاصاته وصلاحياته.
 - ي. اقتراح مشروعات القوانين واللوائح الخاصة باستثمار احتياطي الدولة.
 - ك. تمثيل الدولة في جميع الهيئات والمنظمات والمؤتمرات والاجتماعات والندوات المحلية والإقليمية والدولية المتعلقة باستثمار احتياطي الدولة.
 - ل. أية مهام أخرى يعهد بها اليه الامير أو المجلس الأعلى للدولة.
- ## 3. استثمارات جهاز قطر للاستثمار:

قام جهاز قطر للاستثمار خلال السنوات الماضية ببناء محفظة استثمارية متنوعة وعالمية بهدف تحقيق عوائد مستدامة والحفاظ على المرونة في مواجهة دورات السوق السلبية وتقلباتها. ويقوم الجهاز بمراجعة استراتيجيته الاستثمارية باستمرار لمراعاة ظروف السوق المتغيرة، وكذلك لتحديد الفرص الجديدة والاستفادة منها، وتتنوع محفظة الصندوق طويلة الاجل عالميا كمايلي:

- أ. الاسهم المدرجة / الاسهم الخاصة: تعتبر فئة الاصول الاكثر أهمية وقد تشكل ما يصل إلى 80% من المحفظة، ولدى الصندوق استثمارات ناجحة في كيانات مثل فولكس فاجن وباركليز

- وكريدي سويس وهارودز، كما يستثمر جهاز قطر للاستثمار بشكل انتقائي من خلال تتبع مؤشرات الاسهم، لتحقيق الوصول الفعال إلى الاسواق المالية العالمية.
- ب. الائتمان / استثمارات الدخل الثابت: تشكل فئة الاصول هذه ما بين 10% و 25% حسب التكوين العام للمحفظة وظروف السوق.
- ج. العقارات: قد تشكل ما يصل إلى 25% من المحفظة، ويعتمد الاستثمار في هذه الفئة على التنوع وزيادة العائد، ومن أبرز استثمارات الصندوق في هذه الفئة كنياروارف في لندن، وبرج آسياسكوير 1 في سنغافورة.
- د. استثمارات متعددة الاستراتيجيات: تساعد هذه الفئة على تنويع المحفظة من خلال الاستثمار في محافظ ذات ارتباط محدود بفئات الاصول الاخرى لدى الصندوق وقد تشكل ما يصل الى 5% من المحفظة.

كما يعد جهاز قطر للاستثمار المساهم الأكبر أو المالك الوحيد لعدد من الشركات القطرية المهمة ويهدف جهاز قطر للاستثمار إلى ضمان توافق جميع الشركات التابعة من حيث خلق القيمة وممارسات إدارة المخاطر من خلال مبادئ وسياسات حوكمة واضحة.

وتتضمن محفظة الصندوق محليا بنك قطر الوطني، وشركة الاتصالات "أوريدو"، الخطوط الجوية القطرية، الديار القطرية، بورصة قدر بالإضافة إلى كتارا للضيافة التي تمتلك عدد من الفنادق تتوزع عبر أربع قارات في 12 دولة وتتمثل في قطر ومصر والمغرب وبريطانيا وفرنسا و إيطاليا وهولندا وسنغافورة وتايلاند والولايات المتحدة الأمريكية.

. توضح دراسة حالة قطر أن إدارة المخاطر الفعالة ليست مجرد ردود أفعال وقت الأزمات، بل نظاماً متكاملًا يعتمد على التخطيط الاستباقي والمرونة والابتكار. نجحت قطر في تعزيز أمنها الاقتصادي من خلال تنويع مصادر الدخل وبناء سلاسل إمداد مرنة، كما عززت التعاون الدولي لمواجهة التحديات الجيوسياسية. تقدم هذه التجربة دروساً قيمة للدول النامية في كيفية تحويل المخاطر إلى محركات للنمو في عالم متقلب تبقى مقارنة إدارة المخاطر ركيزة أساسية لتحقيق الاستدامة والريادة.

رابعاً: مقارنة الاستقرار المالي:

. تتركز هذه المقاربة على دور الصناديق السيادية كأداة لامتصاص الصدمات الاقتصادية، خاصة في الدول المعتمدة على الموارد الطبيعية كالنفط والغاز، تستخدم الصناديق السيادية لتحقيق استقرار المالية العامة عبر ادخار الفوائض في فترات ارتفاع الأسعار وانفاقها في فترات الانكماش

التجربة الاماراتية:

يعتبر الاقتصاد الإماراتي أكثر الاقتصادات العربية والخليجية تنوعاً فهو الأكثر جرأة في الاستثمار وتوظيف الموارد المالية ورغم تصنيفه ضمن الدول النفطية إلا أن تأثير النفط في الاقتصاد أقل مما هو عليه في دول المنطقة، حيث تمتلك الإمارات سبع صناديق سيادية على رأسها جهاز أبو ظبي للاستثمار ADIA الذي يحتل المرتبة الثانية من أكبر صناديق الثروة السيادية في العالم بأصول بلغت 792 مليار دولار بعد صندوق التقاعد الحكومي النرويجي طبقاً لأحدث بيانات معهد الصناديق السيادية.

1. لمحة عن جهاز أبو ظبي للاستثمار ADIA: (عمار و بلعة، 2017، صفحة 149 . 150)

أ. **النشأة والتأسيس:** أنشئ جهاز أبو ظبي للاستثمار في عام 1976 بهدف الاستثمار في أصول إمارة أبوظبي من خلال استراتيجية الاستثمار التي تركز على تحقيق العوائد على المدى الطويل وهو مؤسسة استثمارية عالمية متنوعة، مهمتها استثمار الأموال نيابة عن حكومة إمارة أبو ظبي، وتوفير الموارد المالية اللازمة للتأمين والحفاظ على الرفاه المستقبلي للإمارة، ومنذ نشأته قام جهاز أبوظبي للاستثمار ببناء سمعة قوية في الأسواق العالمية.

ب. **علاقة جهاز أبوظبي للاستثمار مع حكومة أبوظبي:** ينفذ هذا الجهاز برنامجه الاستثماري بصفة مستقلة عن حكومة إمارة أبوظبي أو الهيئات الاستثمارية الأخرى التي تتوب الحكومة في الاستثمار، وتسند للعضو المنتدب بموجب القانون مسؤولية تنفيذ سياسة وجهاز أبوظبي للاستثمار مؤسسة مستقلة عن الحكومة تعهد إليها مهمة إدارة واستثمار فوائض الموازنة العامة للحكومة وحمايتها من الصدمات الخارجية.

2. استراتيجية الاستثمارات في جهاز أبو ظبي:

تمنع اللوائح المنظمة لعمل الهيئة من الاستثمار داخل البلد، لذلك فإن استراتيجية الاستثمار في الهيئة تركز على الاستثمار الخارجي في أصول متنوعة وفي قطاعات اقتصادية متنوعة بغرض تدنية

المخاطر المصاحبة لعملية الاستثمار إضافة إلى تنوع المناطق الجغرافية التي تتم فيها عمليات الاستثمار، علماً أن أهم مبدأ ترتكز عليه هذه الاستراتيجية يتمثل في المحفظة المرجعية وهي المحفظة التي تستند عليها الهيئة في تكوين محفظة الاستثمار الفعلية، كما تتميز استراتيجية المطبقة في الهيئة بالمرونة وإمكانية التعديل وفقاً للظروف الاقتصادية السائدة، ويتم إعداد استراتيجية الاستثمار من قبل لجنة الاستثمار والتي تكون محفظة مرجعية متناسبة مع أهداف الهيئة علماً أن مراجعة وتعديل هذه المحفظة تتم من قبل قسم الاستراتيجيات التابع للهيئة.

كما نستعرض مجموعة من الاستراتيجيات الاستثمارية لجهاز أبوظبي للاستثمار التي تعمل على تحقيق مقارنة الاستقرار المالي عن طريق الاستدامة: (سليمان ز.، 2011. 2012، صفحة 184)

تتطلع استراتيجية الاستثمار في جهاز أبوظبي للاستثمار في النظر إلى أبعد من الأهداف القصيرة الأجل، والتركيز على استراتيجيات تهدف إلى الاستدامة من خلال عوائد طويلة الأجل.

3. أهداف جهاز أبوظبي للاستثمار: ونوضحها في النقاط التالية:

أ. تتمثل مهمة جهاز أبوظبي للاستثمار في دعم الرخاء طويلاً لأمد لإمارة أبوظبي من خلال تنمية رأس المال بحكمة من خلال عملية استثمار منضبطة وأشخاص ملتزمين يعكسون القيم الثقافية لجهاز أبوظبي للاستثمار.

ب. تتجسد وظيفة جهاز أبوظبي للاستثمار في دعم الرخاء طويل الأمد لإمارة أبوظبي من خلال تنمية رأس المال بحكمة من خلال عملية استثمار منضبطة وأشخاص ملتزمين يعكسون القيم الثقافية لجهاز أبوظبي للاستثمار.

ج. الاستثمار عبر مختلف المناطق الجغرافية لتقليل المخاطر والدخول في شراكات استراتيجية مع مؤسسات مالية كبرى حول العالم.

4. استثمارات جهاز أبوظبي للاستثمار (سمير أ.، 2022 . 2023، صفحة 201)

أبرم جهاز أبوظبي عدة صفقات استثمارية منذ نشأتها، لعل أهمها كان سنة 2008 عندما أقدمت على شراء 4.9% من حصص المؤسسة المالية "Citigroup"، وفي سنة 2015 أنجزت الهيئة 12 صفقة استثمارية بقيمة 5.96 مليار دولار، منها صفقتين بقيمة تخطت 1 مليار دولار، وهي صفقة شراء 58 قدم من الممتلكات الصناعية في الولايات المتحدة الأمريكية بقيمة 1.58 مليار دولار، وصفقة شراء 3 فنادق صينية في هونغ كونغ بقيمة 1.2 مليار دولار كما ظهر صندوق "ADIA" من بين الصناديق السيادية الفعالة خلال سنة 2019، عندما قام بعقد 15 صفقة استثمار، ما يعادل 6% من إجمالي الصفقات التي قامت بها

الصناديق السيادية، خمسة منها تمثل 30% من قيمة صفقاته الإجمالية أهمها صفقة في شركة "Renew Power"، و صفقة في "GreenkoEnergy" "وفي سنة 2020 قام الصندوق كذلك بإبرام ثلاث صفقات ما يعادل حوالي 1.8% من الصفقات الإجمالية لتلك السنة.

5. معدل العائد السنوي لجهاز أبوظبي للاستثمار:

معدل العائد السنوي هو مقياس مالي يستخدم لقياس معدل العائد على الاستثمار على أساس سنوي، بغض النظر عن الفترة الزمنية الفعلية للاستثمار، أي يسهل مقارنة الاستثمارات ذات لفترة الزمنية المختلفة وسنوضح هذا في الجدول التالي:

الجدول رقم 8: يوضح معدل العائد السنوي لجهاز أبوظبي للاستثمار على مدى 20 عام و 30 عام على أساس نقطة إلى نقطة.

العائد السنوي لجهاز أبوظبي للاستثمار على مدى 20 عام						العائد السنوي لجهاز أبوظبي للاستثمار على مدى 30 عام				
السنوات	2019	2020	2021	2022	2023	2019	2020	2021	2022	2023
النسبة	4.8%	6.0%	7.3%	7.1%	6.4%	6.6%	7.2%	7.3%	7.1%	6.8%

المصدر:

من خلال الجدول رقم (08) واستنادا على أساس نقطة لنقطة نلاحظ أن هذا المعدل يرتفع خلال سنوات الدراسة فعلى سبيل المثال يوضح الجدول سنة 2019 نسبة 4.8 على مدى 20 عام تشهد هذه النسبة ارتفاعا بحوالي 13% على مدى 30 عام أما سنة 2020 و 2021 نلاحظ ثبات فالنسبة بسبب جائحة كورونا وسنة 2023 نلاحظ نسبة تقدر ب 6.4% على مدى 20 عام تشهد هذه النسبة ارتفاعا بحوالي 10% على مدى 30 عام.

الفصل الثالث: الإطار التطبيقي للدراصة

المبحث الأول: عموميات حول الصندوق التقاعد الحكومي النرويجي

يعتبر صندوق التقاعد الحكومي النرويجي من بين أهم الصناديق الموجودة في العالم، كما يعتبر أسلوب تسييره مرجعا حقيقيا لباقي الصناديق السيادية حيثى تجلى نجاحه في التطور المستمر لأصوله المالية، كما يعتمد على هذا الصندوق بشكل كبير في تمويل عجز الميزانية السنوي في النرويج، ويعرض هذا المبحث الجانب التطبيقي بشكل مفصل حيث نتناول في هذا المبحث:

أولاً: نشأة وتطور صندوق التقاعد الحكومي النرويجي.

ثانياً: حوكمة وإدارة صندوق التقاعد الحكومي النرويجي.

ثالثاً: موارد واستخدامات صندوق التقاعد الحكومي

أولاً: نشأة وتطور صندوق التقاعد الحكومي النرويجي.

في عام 1969 تم اكتشاف أحد أكبر حقول النفط البحرية في العالم قبالة النرويج. وأصبحت بذلك النرويج من أهم الدول النفطية وحقت عوائد مالية ضخمة ساهمت في تنمية اقتصاد البلاد بشكل كبير. ولكون الاقتصاد النرويجي لا يمكنه استيعاب هذه العوائد تقرر في وقت مبكر أنه يجب استخدام عائدات النفط والغاز بحذر لتجنب الاختلالات في الاقتصاد، وفي عام 1990 أقر البرلمان النرويجي القانون 36 المعدل بالقانون رقم 2 لعام 2004 لدعم هذا التوجه، وتم إنشاء ما يعرف الآن باسم صندوق التقاعد الحكومي العالي، ولكن الصندوق لم يبدأ العمل به إلا في عام 1996 وقد تغير اسم الصندوق في عام 2006 من صندوق النفط النرويجي ليصبح صندوق الحكومي العالمي ومع هذا لا يعكس الاسم الجديد طريقة عمل الصندوق إذ أن معظم العائدات تؤول إلى قطاع النفط وليست اشتراكات التقاعد، فهو يعتبر كأداة سياسة مالية تعمل على المساعدة في التسيير الطويل الأمد لعائدات النفط، وقد تم إنشاء الصندوق من أجل المساعدة في توفير النفقات للعدد المتزايد للمتقاعدين، وللتكيف مع انخفاض الدخل القومي، وعلى هذا النحو كان الصندوق وسيلة الادخار وتحقيق الاستقرار، وعندما بدأت عائدات النفط في الارتفاع، اتسع نطاق استثمار الصندوق ليشمل الأسهم والسندات غير الحكومية يدير الصندوق بنك النرويج لإدارة الاستثمار "NBIM" نيابة عن وزارة المالية التي تملكه هي الأخرى نيابة عن الشعب النرويجي، وتم تأسيسه في عام 1998 كوحدة استثمار للبنك المركزي وهذا من أجل تسيير الثروة المالية النرويجية تسيير كليا معتمدة في ذلك على خبرتها، وقد تم هيكلة عمليات بنك النرويج للإدارة الاستثمارات على أسس تجارية مع أهم المكاتب المالية في العالم، والهدف منه هو تنفيذ إستراتيجية الاستثمار التي وضعتها وزارة المالية، وتهدف هذه

الإستراتيجية بدورها إلى حماية المصالح المالية للصندوق واحتلال مكانة في المؤسسات التي يستثمر فيها وتوسيع عالم الاستثمار وتمثل أهداف الصندوق في : (وسيلة، 2015، صفحة 19)

- تعزيز قدرة الحكومة على التسيير طويل الأجل لمداخل الثروة النفطية.
- تحقيق مبدأ التوزيع العادل للثروات بين الأجيال.
- تحويل الثروة النفطية إلى ثروة 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.
- تستثمر أصول الصندوق في الأسواق الخارجية وذلك لعدة اعتبارات أهمها :
- الفصل بين صندوق النفط والموازنة العامة لتجنب التداخل الذي قد يحصل بينهما من حيث الأهداف والوظائف.
- تجنب التأثيرات السلبية للثروة النفطية على الاقتصاد الترويجي المتمثلة أساسا في ارتفاع سعر صرف العملة المحلية، وانخفاض تنافسية القطاعات الإنتاجية داخل وخارج الوطن، وتوجه الموارد المالية نحو القطاع النفطي، وهي التأثيرات المعروفة بأثر المرض الهولندي.
- تحقيق أكبر عائد ممكن بالنظر لتنوع المحافظ المالية التي يمكن للصندوق الاستثمار فيها وتجنب انخفاض قيمة أصول الصندوق في حالة الاحتفاظ بها في شكل سيولة نقدية.
- إن الاستثمار في الأصول المالية يمكن الحكومة من الحصول على السيولة النقدية في أقل مدة زمنية ممكنة بالنظر السرعة تحول هذه الأصول إلى سيولة نقدية.

ثانيا: حوكمة وإدارة صندوق التقاعد الحكومي الترويجي

1. حوكمة صندوق التقاعد الحكومي:

يعد صندوق التقاعد الحكومي العالمي الترويجي (GPFG) من الصناديق السيادية المسيرة بطريقة شفافة وفعالة من طرف بنك الترويج، فنقطة الانطلاق الصندوق التقاعد الحكومي الترويجي من زاوية الحوكمة، تتمثل في أن القرارات التي تساهم في تحديد المستوى العام لمخاطر الصندوق يجب أن تتم الموافقة عليها من قبل البرلمان الترويجي (Stortinget) ويتحقق هذا بناء على مناقشة التقرير السنوي الصندوق معاشات التقاعد الحكومي، والذي يوفر للبرلمان الترويجي فرصة هامة لمناقشة كل الجوانب المرتبطة بإدارة صندوق الثروة السيادي، وبناء على مداوات البرلمان الترويجي تتبنى الوزارة المعنية إطارا عاما وأحكاما

لإدارة أصول الصندوق، لتستكمل هذه الإجراءات بقواعد أكثر تفصيلاً على مختلف مستويات صنع القرار في سلسلة الإدارة.

للاشارة إن صندوق التقاعد الحكومي الإجمالي النرويجي يعتبر من الصناديق السيادية العالمية ذات الشفافية العالية في الأداء و الحوكمة حسب المؤشرات المستخدمة في قياس حوكمة وشفافية صناديق الثروة السيادية منها مؤشر إدوين ترومان (Edwin TRUMAN) ومؤشر لينبرغ - مادول (LinaburgMaduell) 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 ودورياً ومنذ سنوات عديدة على العلامة الكاملة في كل معايير المؤشر، فاحتل على سبيل المثال لا الحصر، المرتبة الأولى في تصنيف جوان 2018 وفبراير 2019. (سمير ح.، 2020، صفحة 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 21/12/2005 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 الصندوق الحكومي الإجمالي النرويجي على تدخل ثلاث هيئات هي:

أ. البرلمان النرويجي (Stortinget) وتتمثل 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 يدار بها الصندوق السيادي.

ب. 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 إستراتيجية استثمار الأصول 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

ج. **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 للاستثمارات 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 القياس 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 الترويجية المكلفة بالإشراف والرقابة المذكورة أعلاه، فهو يخضع للمبادئ وقواعد صارمة فيما يخص كيفية التصرف في العوائد المترتبة عن النفط منها:

يمنع منعاً باتاً على صندوق التقاعد الحكومي العالمي الترويجي 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 بهاء في هذا الإطار تجدر الإشارة أن من أهم أسباب نجاح صندوق التقاعد الحكومي العالمي النرويجي هو عدم سقوطه في فخ المرض الهولندي أو ما يعرف بلعنة الموارد، حيث يتم تحويل المداخل المترتبة عن النفط مباشرة إلى الصندوق الاستثماري بدلا 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.

2. إدارة صندوق التقاعد النرويجي:

يعتبر البنك المركزي النرويجي الجهة المكلفة بإدارة الصندوق، لذلك سعى إلى استحداث هيئات جديدة تساعده على التسيير الجيد لصندوق المعاشات الحكومية العام وتحقيق الأهداف المسطرة من طرف وزارة المالية، حيث قام سنة 1998 بإنشاء قسم خاص لإدارة استثمارات الصندوق تحت إسم " ManagementInvestment Bank Norges

أ. **المكتب التنفيذي ExecutiveBoard** : هو المسؤول الرئيسي عن العمليات التي يقوم بها البنك المركزي النرويجي، يتكون من سبعة أعضاء كلهم معينين من طرف الملك، يتولى رئاسته محافظ البنك المركزي ونائب محافظ البنك المركزي بصفته نائب رئيس المكتب التنفيذي، وقد حاول المكتب تعزيز إشرافه على إدارة استثمارات البنك المركزي فقام بإنشاء كل من: (NBIM، 2008، صفحة 6)

- **المجلس الاستشاري Advisory Board**: أنشأ سنة 2006 لمساعدة المكتب التنفيذي في إدارة وتسيير الإستثمارات.
- **لجنة التدقيق Audit Committee**: استحدثها المركزي الترويجي سنة 2007 كهيئة تحضيرية المساعدة البنك المركزي في مهامه المتعلقة بإدارة المخاطر والتدقيق الداخلي.
- **مجلس الإشراف Supervisory Council**: هو المكلف بتنظيم عمليات التدقيق، حيث تقوم لجنة التدقيق الخاصة بالبنك المركزي برفع تقرير إلى مجلس الإشراف حول البيانات المالية السنوية للبنك المركزي، وفي سنة 2007 قام مجلس الإشراف بعقد اتفاقية مع شركة المحاسبة "Deloitte AS" للقيام بعمليات التدقيق المالي الخاص بصندوق المعاشات الحكومية العام، حيث تقوم الشركة مع لجنة التدقيق الخاصة بالبنك المركزي النرويجي برفع تقرير مراجعة الحسابات إلى مجلس الإشراف حول الوضعية المالية لصندوق "GPFG"، وتقديمه في شكل مذكرة إلى البيانات المالية السنوية الخاصة بالبنك.
- ب. **البنك النرويجي لإدارة الإستثمارات NBIM**: أنشأ سنة 1998، وهو المكلف بوظيفة الإدارة اليومية لصندوق المعاشات الحكومية العام وتنفيذ استراتيجيات الإستثمار التي يحددها البنك المركزي النرويجي بناء على أوامر السلطة التشريعية وزارة المالية، هذا ويملك قسم "NBIM" مجموعة من الإدارات التي تسهر على حسن إدارة الصندوق، يعرفها البنك المركزي بالمجموعة القيادية وتتكون من:
 - **قسم الإدارة**: هو المكلف بإدارة وتسيير قسم NBIM، وكل ما يتعلق بعمليات تطويره
 - **قسم التخطيط والتكنولوجيا**: هو المسؤول على تنفيذ الإستراتيجية وخطة عمل قسم التكنولوجيا، بما في ذلك خدمات تكنولوجيا المعلومات والخدمات الإدارية.
 - **قسم العقارات**: هو القسم المكلف بالإستثمارات وإدارة محافظ الأصول العقارية المدرجة وغير المدرجة، إضافة إلى الهياكل القاعدية للطاقات المتجددة
 - **قسم العمليات**: هي الجهة المسؤولة عن المعالجة التجارية، والقيام بعمليات القياس، التبليغ والخدمات الإستثمارية والإدارية.
 - **قسم إدارة المخاطر**: هو المكلف بتحليل وقياس مخاطر الإستثمار وعوائد الصندوق والإبلاغ عنها.

- قسم الحوكمة: هي الجهة المكلفة بالحوكمة والامتثال للمبادئ الأخلاقية، بما في ذلك السهر على إتمام الصندوق الصفقات استثمارية مسؤولة الرقابة والحرص على القيام بعمليات قانونية.
- قسم الأسهم: هو القسم المسؤول عن الاستثمار في أسهم الشركات، بما في ذلك الأسهم المحلية، واختيار أدوات الدين التي يجب على الصندوق الاستثمار فيها.
- قسم استراتيجيات الأصول: هو المكلف بإدارة محفظة الأصول، القيام بعمليات الإدارة الخارجية واختيار الأصول إضافة إلى الإقراض والتجارة في الأصول المالية. (NBIM, The leader group in Norges Bank Investment Management, s.d.)

ثالثاً: موارد واستخدامات صندوق التقاعد الحكومي

1. مصادر تمويل الصندوق:

يتلقى صندوق التقاعد الحكومية العام تمويله من ثلاث مصادر رئيسية:

أ. صافي التدفقات النقدية المتأتية من الأنشطة النفطية، وهي عبارة عن إجمالي التدفقات النقدية المترتبة عن الأنشطة النفطية كإيرادات والعوائد الضريبية الضرائب على انبعاث غاز CO2 وغاز NOx بسبب الأنشطة النفطية إيرادات الدولة من بعض تراخيص الإنتاج، الأرباح والتحويلات من شركة Statoil ASA، العوائد الحكومية من الاستخدام الإضافي للحقول، وكل التنازلات الحكومية عن مصالحها المالية المباشرة في الأنشطة النفطية، مقتطع منها، الاستثمارات الحكومية في الأنشطة النفطية التجارية، تكاليف التشغيل والتكاليف الأخرى المرتبطة بالمصالح المالية المباشرة للدولة، النفقات الحكومية المتعلقة بالنقل والاستخدام الإضافي للمنشآت الموجودة على الجرف القاري، كل الحيازات الحكومية للحصص كجزء من المصالح المالية المباشرة في الأنشطة النفطية.

ب. صافي الأرباح المحصلة من المعاملات المالية المرتبطة بالأنشطة النفطية، كبيع حصص من شركة "Statoil"، والأرباح على الأسهم التي تملكها الحكومة في القطاع.

ج. العوائد التي يتحصل عليها الصندوق نتيجة توظيف رأسماله في الاستثمارات المختلفة

2. استخدامات الصندوق:

عملاً بقرار البرلمان النرويجي لا يمكن السحب من رأسمال الصندوق إلا لتمويل الموازنة العامة وهو التمويل الذي يعرف بتمويل العجز الهيكلي غير النفطي، وقد تم سنة 2001 الموافقة على القاعدة التي تنظم

المسحوبات الفعلية من الصندوق، والتي تنص على ضرورة موافقة أو تساوي الاقتطاعات الموجهة نحو تمويل العجز غير النفطي نسبة العائد الحقيقي المتوقع على إستثمارات الصندوق، والذي تم تحديده بنسبة 4% عند بدأ العمل بالقاعدة المالية، ثم تم خفض هذه النسبة في ربيع سنة 2017 إلى حدود 3, (2005, pp. 1-2) %

المبحث الثاني: مدى فعالية صندوق التقاعد الحكومي النرويجي في تحقيق الاستقرار الاقتصادي:

النشاط الرئيسي لصندوق الثروة النرويجي هو الاستثمار في الأسواق النقدية والمالية الدولية وبمختلف أدوات كلا السوقين. وهذا وفق إستراتيجية محددة تضعها وزارة المالية لكونها الهيئة المكلفة بإعداد إستراتيجية استثمار أصول الصندوق بحيث يتم تطبيق هذه الاستراتيجية عن طريق بنك الترويج بصفته المسير الفعلي للصندوق، مع الإشارة إلى أن هذه الاستراتيجية ليست ثابتة وإنما هي متغيرة وفقا للظروف الاقتصادية السائدة، يخضع صندوق الثروة النرويجي إلى رقابة البرلمان في سياسته الاستثمارية، هذا ما أضفى المزيد من الشفافية في إدارة واستثمار أموال الصندوق وترتكز هيه الاستراتيجية على مجموعة من المبادئ التوجيهية والأخلاقية، محفظة الاستثمار المرجعية و الحدود و المخاطر المقبولة.

أولاً: مبادئ وتوجيهات صندوق التقاعد الحكومي.

1. المبادئ التوجيهية:

يعتبر صندوق التقاعد النرويجي من أهم الصناديق الرائدة في تسيير وإدارة الموارد النفطية، ويرجع ذلك إلى جملة من المبادئ والتوجيهات تتمثل في ما يلي:

أ. يمكن أن تتكون محفظة أسهم الصندوق من الأسهم المدرجة في الأسواق المنظمة والمعروفة الأوراق المالية المدرجة، شهادات الإيداع الخاصة بالأسهم، أسهم الشركات غير المدرجة والتي ينوي مجلس إدارتها إدراجها في الأسواق المنظمة أو المعروفة.

ب. يمكن أن تحتوي محفظة السندات من السندات القابلة للتداول، أدوات الدخل الثابت الأخرى وشهادات الإيداع الخاصة بالسندات.

ج. بإمكان محفظة العقارات أن تحتوي على العقارات الأسهم والأدوات ذات الفائدة التي أصدرتها شركات غير مدرجة، الصناديق أو أي شركة أخرى التي يتمثل عملها الرئيسي في الاستحواذ، تطوير، أو تمويل العقارات.

د. يسمح للصندوق بالاستثمار في المشتقات المالية، فقط إذا كانت مربوطة باستثمارات في الأسهم السندات، أو العقارات غير المدرجة.

هـ. باقي الأدوات المالية إذا تم تحويلها إلى محفظة الاستثمارات كنتيجة لإجراءات الشركات.

ويمنع البنك من استثمار رأسمال الصندوق في:

أ. الأوراق المالية التي تصدرها الشركات النرويجية أو الأوراق المقومة بالعملية النرويجية، العقارات التي يقع مقرها في النرويج، شركات العقارات وصناديق الاستثمار العقارية التي يكون هدفها الرئيسي هو الاستثمار في النرويج، ويقصد بالشركات النرويجية تلك التي يقع مقرها الرئيسي في النرويج.

ب. السندات المغطاة بالمضمونة مقابل موجودات في النرويج.

ج. الأوراق المالية التي أقصاها البنك من المحفظة الاستثمارية عملاً بالمبادئ الأخلاقية،

د. أدوات الدخل الثابت التي تصدرها الحكومات أو الهيئات الأخرى التابعة للحكومات التي منعتها الوزارة استناداً إلى مبادرات دولية كعقوبات الأمم المتحدة، وباقي المبادرات الدولية الواسعة النطاق التي تدعمها النرويج والتي تستهدف دول معينة.

هـ. الشركات غير المدرجة في الدول التي لا تملك فيها النرويج معاهدات ضريبية، أو في الدول التي لا يمكن للنرويج طلب معلومات حول الشؤون الضريبية.

و. الهياكل القاعدية غير المدرجة كالطرق السكة الحديدية، المطارات، وباقي الهياكل القاعدية.

ز. لا يسمح للصندوق بامتلاك أكثر من 10% من الحصص في شركة واحدة. (2005, p. 5) 6.

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

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

ي. وكقاعدة عامة، اتفقت عليها الأكثرية من السياسيين في البلد، يجب ألا يتجاوز النقص في الميزانية تحت الظروف الاعتيادية نسبة تزيد على 4% من الربح السنوي من الاستثمارات التي يتولاها الصندوق.

ك. تولى وزارة المالية بطبيعة الحال المسؤولية العليا لصندوق التقاعد، وتقوم الوزارة سنوياً بتحضير بيان مفصل عن عائدات النفط تقدمه الحكومة إلى البرلمان كجزء من ميزانية الدولة، هذا وقد عهدت وزارة المالية مهام الصندوق التشغيلية للبنك المركزي النرويجي.

(2009، صفحة 358)

2. المعايير الأخلاقية: (NBIM ; Guidelines for observation and exclusion from the

fund, s.d.)

يمنع الصندوق من الاستثمار في الشركات التي هي نفسها أو تساهم في:

- أ. إنتاج الأسلحة التي تستعمل في انتهاك المبادئ الإنسانية الأساسية، إنتاج التبغ.
- ب. بيع الأسلحة والمعدات العسكرية للدول الخاضعة لقيود الاستثمار على السندات الحكومية، انتهاك حقوق الإنسان، كالقتل التعذيب الحرمان من الحرية الأعمال الإجبارية واستغلال الأطفال.
- ج. انتهاك حقوق الإنسان في حالات الحرب أو النزاع السياسي.
- د. التلوث البيئي والقيام بالأشغال التي تؤدي إلى انبعاث غازات الاحتباس الحراري.
- هـ. كما قد تتطلب مراقبة وإقصاء شركات التعدين ومنتجي الطاقة إذا تخطت عملياتهم وعوائدهم المتأتمية من الفحم الحراري نسبة 30%.

ثانيا: محفظة الاستثمار المرجعية الإستراتيجية.

تعد المحفظة الاستثمارية المرجعية لصندوق التقاعد الحكومي أداة أساسية لتوجيه استراتيجيات الاستثمار وقياس الأداء الفعلي للمحفظة مقابل معايير محددة، وتتكون المحفظة الاستثمارية من مؤشرين مختلفين، مؤشر الأسهم ومؤشر السندات.

1. مكونات المحفظة:

أ. **مؤشر الأسهم:** يتم إعداد المؤشر المرجعي لمحفظة الأسهم بناء على مؤشر " FTSE Global All-Cap"، ويتم تخصيص الأسهم المكونة لهذا المؤشر على أساس معاملات تختلف باختلاف الدول: الأسواق الأوروبية المتقدمة ما عدا النرويج 2.5، أمريكا وكندا 1 أسواق متقدمة أخرى 1.5، أسواق ناشئة 1.5، حيث يتم إدراج كل الدول في المؤشر المرجعي للمحفظة وتحديد الوزن النسبي لكل دولة وفقا للعلاقة التالية:

الوزن النسبي لكل دولة = رسملة السوق X معامل السوق ÷ مجموع (رسملة الأسواق × المعاملات)

ب. **مؤشر أدوات الدخل الثابت:** يتكون من الأدوات المالية المصنفة ضمن كل من المؤشرات التالية: "Bloomberg Barclays Global Aggregate"، "Bloomberg Barclays Global Bond Index BCGA" المقسمة بنسبة، "Bloomberg Barclays Global Treasury"، "Inflation-Linked Index BCGI 70%، GDP" للسندات الحكومية، 30% سندات الشركات، والموزعة جغرافيا بالنسب التالية:

- 60%، الأدوات المالية الأوروبية باستثناء الأدوات المقومة بالكرونة النرويجية، وتتمثل في الأورو، الجنيه الإسترليني، الفرنك السويسري، الكرونة السويدية والكرونة الدانماركية، كما

يشترط بالنسبة للأدوات المالية المصدرة بالفرنك سويسري أن تتضمن السندات الحكومية المحلية.

- 35%، الأدوات المالية المتداولة في أمريكا وكندا، بأوزان مختلفة للقطاعات حيث يجب أن يتضمن هذا المؤشر الأدوات المالية التي أصدرت بالدولار الأمريكي. والكندي.
- 5%، الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية المتقدمة في آسيا وأوقيانوسيا (اليابان استراليا، سنغافورة، نيوزيلندا)، ويجب أن يتضمن هذا المؤشر الأدوات المالية المصدرة بالين اليابان، الدولار الأسترالي، الدولار النيوزلندي، والدولار السنغافوري. (سمير أ.، 2022 . 2023، صفحة 164)

2. تطور المحفظة المرجعية الإستراتيجية:

. بدأ الصندوق نشاطه الاستثماري بعد تلقيه للتمويل سنة 1996، وقد كان البنك المركزي النرويجي يدير الصندوق بنفس طريقة إدارته للاحتياطات الرسمية، حيث قام خلال سنتي 1996 . 1997 بتوظيف كل موجودات الصندوق في أدوات الدخل الثابت بما فيها السندات الحكومية والسندات المضمونة، وفي سنة 1998 أدخلت بعض التعديلات على الإستراتيجية الإستثمارية للصندوق بعد إنشاء قسم خاص منحت له مهمة إدارة الصندوق تحت إسم البنك النرويجي لإدارة الاستثمارات "NBIM"، وتم توسيع النشاط الاستثماري للصندوق ليشمل الاستثمار في الأسهم بنسبة 40% من اجمالي موجودات الصندوق، مقابل 60% لأدوات الدخل الثابت، وقد شهدت محفظة الصندوق المرجعية عدة تعديلات يمكن تلخيصها في النقاط التالية:

- أ. 2007، تعديل الأوزان الإستراتيجية لمحفظة الصندوق الإستثمارية برفع نسبة الاستثمار في الأسهم إلى 60% مع تخفيض نسبة الإستثمار في أدوات الدخل الثابت إلى 40%.
- ب. 2010، قامت وزارة المالية بمنح ترخيص للبنك النرويجي لإدارة الاستثمارات "NBIM" لاستثمار 5% من أصول الصندوق في العقارات مقابل تخفيض نسبة الإستثمار في السندات، لتصبح أوزان محفظة الصندوق كما يلي : 60% أسهم، 35% سندات أو أصول ثابتة، 5% عقارات

وبداية من 2016 أدخلت على المحفظة المرجعية التعديلات التالية:

- أ. نهاية 2016، تم إلغاء الإستثمارات الخاصة بالعقارات واستثمارات البنى التحتية المتجددة غير المدرجة لان تلك الإستثمارات لم تكن ضمن الأصول المرجعية التي حددتها وزارة المالية.

ب. جانفي 2017، تحويل كل استثمارات الصندوق بما فيها العقارات والبنى التحتية إلى استثمارات في الأسهم والأصول الثابتة بـ 62.5% للأسهم، و 37.5% للسندات مع منح البنك حرية استثمار أصول الصندوق في العقارات بنسبة 7%، والبنى التحتية المتجددة غير المدرجة بنسبة 2%.

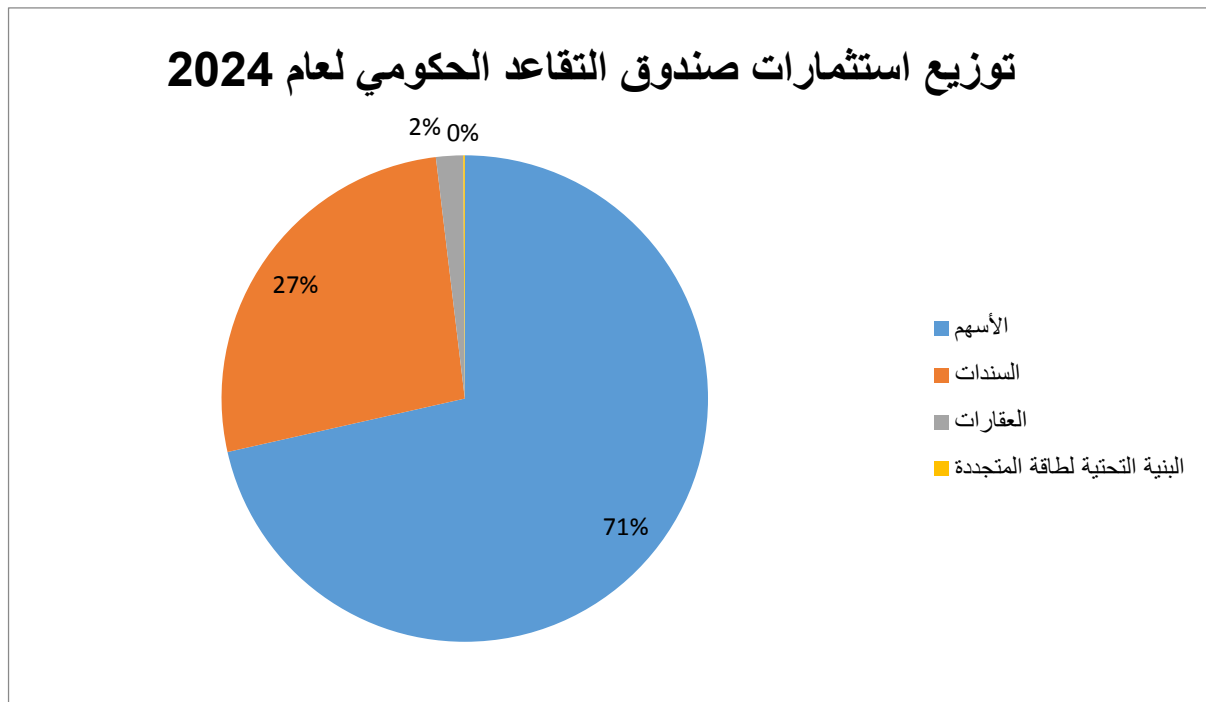
ج. ماي 2019، تعديل الأوزان المرجعية للأصول المكونة لمحفظة الصندوق لتصبح 70% للأسهم، و 30% للسندات أو أدوات الدخل الثابت. (سمير أ.، 2022 . 2023، صفحة 165)

ثالثاً: توزيع أصول الصندوق الاستثماري

1. محفظة الاستثمار الكلية:

عمل بنك NBIM على تنفيذ الاستراتيجية الاستثمارية التي وضعتها وزارة المالية، حيث كان توزيع أصول المحفظة يتغير من سنة إلى أخرى تبعاً لتطور الاستراتيجية والعوامل الاستثمارية المؤثرة. في بدايات نشاطه، اعتمد الصندوق بشكل كبير على أدوات الدخل الثابت، إلا أنه مع مرور الوقت قام بتنويع تركيبة محفظته لتشمل فئات أصول متعددة مثل الأسهم، السندات، العقارات، والبنى التحتية. وفي عام 2024، كانت محفظة الصندوق الاستثمارية تتوزع على هذه الأصول بما يعكس توجهه نحو تنويع الاستثمارات وتعزيز العوائد طويلة الأجل نوضحها في ما يلي:

الشكل رقم 2: يوضح توزيع استثمارات صندوق التقاعد الحكومي النرويجي لعام 2024

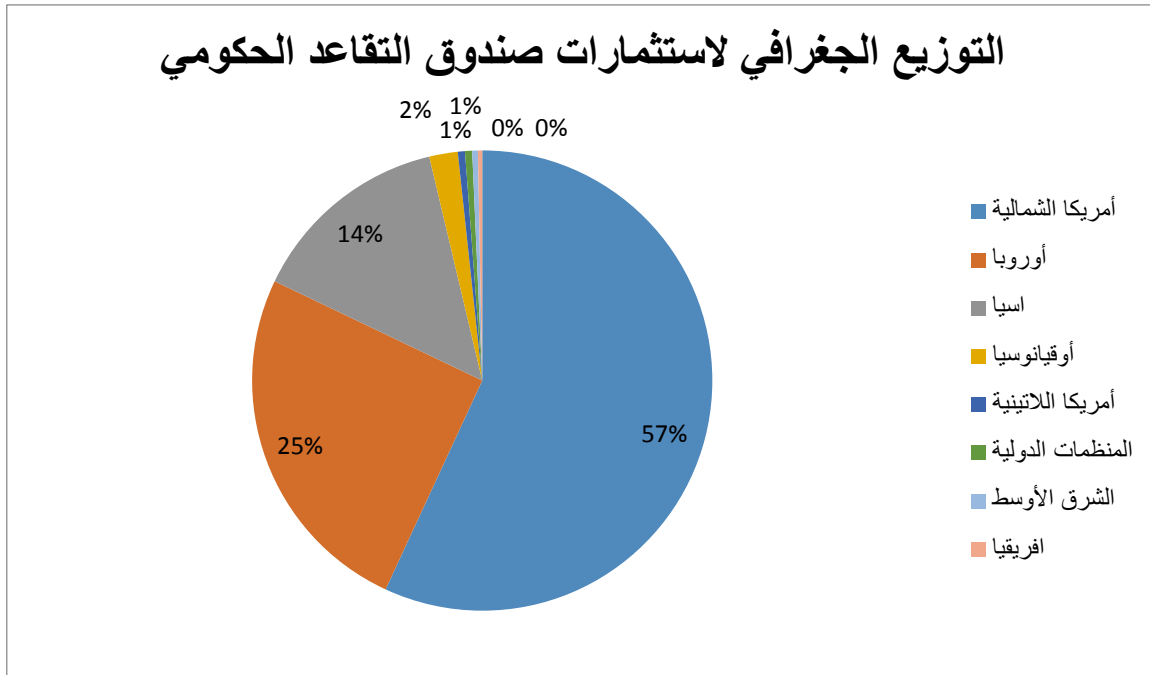


المصدر: من اعداد الطالبة استنادا على التقرير السنوي لصندوق التقاعد الحكومي لعام 2024 (2024)،
صفحة 04)

. عملا بالمحفظة المرجعية الاستثمارية، استثمر الصندوق سنة 2024 في الاسهم بنسبة 71%،
تليها السندات بنسبة 27%، ثم العقارات بـ 1.8%، واستثمر الصندوق كذلك في البنية التحتية لطاقة
المتجددة بنسبة 0.1% من اجمالي أصول المحفظة.

. أما جغرافيا فتوزعت استثمارات الصندوق على 70 دولة و 42 عملة، بالنسبة للأسهم استثمرت في
63 دولة أما في السندات فاستثمرت في 49 دولة، العقارات 14 دولة، البنية التحتية للطاقة المتجددة فكانت
في 5 دول سنوضح التوزيع الجغرافي لهذه الاستثمارات لسنة 2024 في الشكل التالي:

الشكل رقم 3: يوضح التوزيع الجغرافي لاستثمارات صندوق التقاعد الحكومي



المصدر: من اعداد الطالبة اعتمادا على التقرير السنوي لصندوق التقاعد الحكومي GPFG الصفحة 16

. تعتبر الأسواق الأمريكية الوجهة المفضلة لصندوق المعاشات الحكومية العام، حيث ركز خلال سنة 2024 استثماراته في أمريكا الشمالية بحصة تقارب 57% من مجموع الاستثمارات، تليها أوروبا بـ 25%، واستحوذت الأسواق الآسيوية على نسبة 14%، بعدها أوقيانوسيا وأمريكا اللاتينية والمنظمات الدولية بنسبة 2% و 1% و 1% تواليها، بينما قدرت حصة أسواق الشرق الأوسط وأفريقيا من تلك الإستثمارات بـ 0% لكل منهما، فيما يلي سنعرض قائمة أكبر 10 استثمارات يمتلكها الصندوق كنسبة مئوية خلال سنة 2024:

الجدول رقم 9: يوضح قائمة أكبر 10 استثمارات يمتلكها صندوق التقاعد الحكومي كنسبة مئوية خلال سنة 2024:

بنية تحتية غير مدرجة	العقارات غير مدرجة	الدخل الثابت	الأسهم	المجموع	الدولة
%0.00	%0.86	%12.5	%40.0	%53.4	الولايات المتحدة الأمريكية
-	%0.04	%1.5	%4.7	%6.2	اليابان

المملكة المتحدة	%0.04	%0.33	%1.4	%3.7	%5.5
ألمانيا	%0.01	%0.09	%2.2	%2.2	%4.5
فرنسا	-	%0.26	%1.0	%2.1	%3.4
كندا	-	-	%1.7	%1.4	%3.1
سويسرا	-	%0.05	%0.4	%2.2	%2.7
الصين	-	-	%0.0	%2.2	%2.2
هولندا	%0.06	%0.02	%0.7	%1.3	%2.0
الهند	-	-	%0.0	%1.7	%1.7

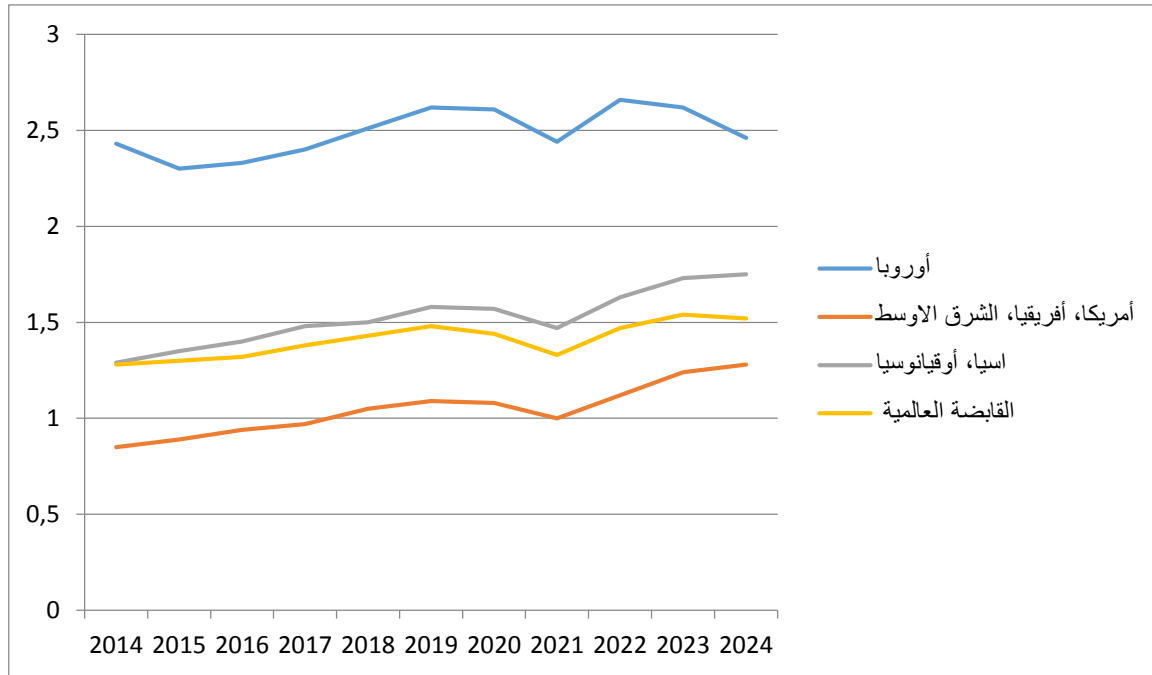
المصدر: من اعداد الطالبة اعتمادا على التقرير السنوي لصندوق التقاعد الحكومي GPFG الصفحة 16

نلاحظ من لجدول أعلاه أن أكبر الاستثمارات الخارجية لصندوق المعاشات الحكومية تتوزع في ثلاث مناطق جغرافية محددة من العالم، وهي الولايات المتحدة الأمريكية بنسبة 53.4% تليها اليابان بنسبة 6.2%، ثم المملكة المتحدة بنسبة 5.5% حيث أظهرت هذه الاسواق الجاذبية الاستثمارية الكبيرة التي توفرها لصندوق المعاشات الحكومية النرويجي.

2. محفظة الاسهم:

تضمنت محفظة الاسهم الخاصة بصندوق التقاعد الحكومي الخاصة بسنة 2024، استثمارات في 11 قطاع وفي 63 دولة حول العالم، ويملك الصندوق حصص في 8.659 شركة حول العالم ويمتلك الصندوق في المتوسط 1.5% من اجمالي الشركات المدرجة، بلغ عائد العام 13.1%، أي ما يعادل 2,511 مليار كرونة قبل تكاليف الإدارة. وحققت الأسهم عائداً بنسبة 18.2%. وأدت الأرباح القوية للشركات المستثمر فيها توقعات النمو الأكثر تفاؤلاً، إلى جانب انخفاض توقعات التضخم، ويشكل عدد قليل من الشركات الآن حصة كبيرة من المؤشر المرجعي للصندوق، وذلك بفضل التطورات التي شهدتها أسواق الأسهم في السنوات الأخيرة. وتعمل العديد من الشركات الكبرى في قطاع التكنولوجيا، الذي حقق أعلى عائد في عامي 2023 و2024. (التقرير السنوي لصندوق التقاعد الحكومي GPFG، بلا تاريخ، صفحة 08)

الشكل رقم 4: استثمارات صندوق التقاعد الحكومي في أسواق الأسهم من سنة 2014 إلى 2024



المصدر: من اعداد الطالبة اعتمادا على التقرير السنوي لصندوق التقاعد الحكومي GPF لعام 2024 الصفحة 24.

يظهر هذا المخطط توزيع استثمارات الصندوق عبر أسواق الأسهم العالمية للأسهم مع تقسيم جغرافي يشمل أوروبا، أمريكا، أفريقيا والشرق الأوسط، آسيا وأوقيانوسيا نلاحظ من خلال هذا المخطط أن أوروبا شهدت تراجع طفيف من نسبة الاستثمارات منذ 2014 إلى 2024 ويعكس ذلك تباطؤ النمو الاقتصادي وشهدت ارتفاع مؤقت خلال 2016 إلى 2018. أما أمريكا فقامت بقفزة كبيرة من 2020 و 2024 لكونها مدعومة بأداء قطاعات التكنولوجيا، آسيا وأوقيانوسيا يظهر تذبذب خلال 2018 إلى 2020 وسنة 2024 شهدت تسارع في النمو خاصتا مع صعود الصين كقوة اقتصادية وانتشار الشركات التكنولوجية.

أ. التوزيع القطاعي لاستثمارات الصندوق:

تتوزع استثمارات صندوق التقاعد الحكومي لسنة 2024 من الأسهم على 11 قطاع حول العالم نوضحها هي والعائد بالنسبة المئوية في الجدول التالي:

الجدول رقم 10: يوضح حصة الاستثمار للصندوق التقاعد من الاسهم حسب القطاعات

القطاع	2020	2021	2022	2023	2024
التكنولوجيا	%18.5	%20.5	%17.5	%22.3	%27.9
الشؤون المالية	%20.4	%14.4	%15.8	%15.0	%15.9
السلع الاستهلاكية التقديرية	%12.0	%14.6	%13.3	%14.1	%14.8
الصناعات	%13.8	%13.4	%13.1	%13.1	%13.1
الرعاية الصحية	%11.7	%11.4	%12.7	%11.1	%10.2
العقارات	–	%6.3	%5.5	%5.5	%5.1
السلع الاستهلاكية الأساسية	%11.5	%6	%6.6	%5.6	%4.8
الطاقة	%4.4	%4.4	%4.4	%3.7	%3.3
المواد الأساسية	%3.0	%3.2	%4.4	%4.0	%3.2
الاتصالات واللاسلكية	%2.4	%3.2	%3.1	%3.3	%3.0
المرافق	%2.6	%2.4	%2.7	%2.4	%2.4

المصدر: من اعداد الطالبة اعتمادا على التقارير السنوية لصندوق التقاعد الحكومي GPFG.

قطاع التكنولوجيا يشهد هذا القطاع نموا ملحوظا من %18.5 سنة 2024 إلى %27.9 في 2020 في مما يعكس زيادة تركيز الصندوق على القطاعات ذات النمو العالي والابتكار، والتي توفر عوائد مرتفعة على المدى الطويل.

أما القطاع المالي انخفضت حصته من %20.4 في 2020 إلى %15.9 في 2024، ربما بسبب تقلبات السوق المالي أو تحول الاستثمارات نحو قطاعات أكثر ديناميكية مثل التكنولوجيا، السلع الاستهلاكية التقديرية والصناعات ظلت حصتهما مستقرة نسبياً مع زيادة طفيفة في السلع التقديرية، مما يشير إلى ثبات

الطلب على هذه المنتجات رغم التغيرات الاقتصادية. لرعاية الصحية نلاحظ انخفاض طفيف من 11.7% إلى 10.2% ، قد يعكس تغيراً في أولويات الاستثمار أو تحديات تواجه القطاع أما العقارات والسلع الأساسية والطاقة انخفاض متواصل في حصص هذه القطاعات، مما قد يشير إلى تقليل المخاطر المرتبطة بتقلبات أسعار السلع أو تباطؤ النمو في هذه القطاعات، المواد الأساسية والاتصالات والمرافق حصصها صغيرة ومستقرة نسبياً، مع بعض التقلبات الطفيفة التي تعكس تغيرات في ظروف السوق.

ب. العائد على أكبر استثمارات الصندوق في الأسهم:

العائد على أكبر استثمارات الصندوق يمثل مؤشراً مهماً على كفاءته وأدائه الاستثماري حيث تشمل هذه الاستثمارات شركات متعددة في عدة بلدان حول العالم، تظهر التقارير السنوية أن هذه الاستثمارات الكبرى تساهم بشكل ملحوظ في العائد الإجمالي للصندوق مما يعكس قوة استراتيجية الصندوق الاستثمارية:

الجدول رقم 11: يمثل العائد على أكبر استثمارات الصندوق في الأسهم للعام 2024 حسب البلد

الدولة	حصة استثمارات الأسهم	العائد بالعملة المحلية	العائد بالعملة الدولية
الولايات المتحدة الأمريكية	57.9%	23.5%	27.4%
اليابان	6.8%	20.3%	11.4%
المملكة المتحدة	5.4%	8.8%	10.3%
الصين	3.3%	20.0%	20.3%
سويسرا	3.2%	5.0%	0.6%
ألمانيا	3.2%	18.7%	14.8%
فرنسا	3.1%	-0.4%	-3.7%
الهند	2.5%	19.8%	20.1%
تايوان	2.5%	40.9%	36.1%
كندا	2.0%	24.6%	17.8%

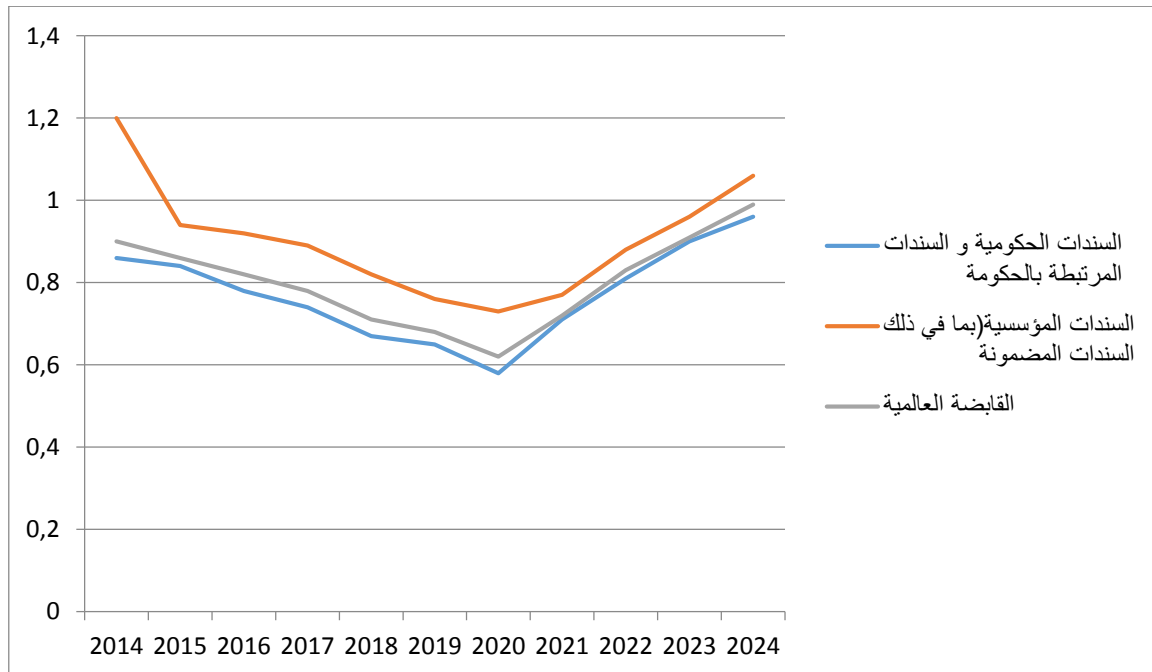
المصدر من اعداد الطالبة اعتماداً على التقرير السنوي لصندوق التقاعد الحكومي GPFG لعام 2024
الصفحة 23.

من خلال الجدول نلاحظ أن الولايات المتحدة الأمريكية تهيمن على استثمارات الصندوق بحصة 57.9% الأكبر في المحفظة الفارق عن العائد الدولي و المحلي يساوي 4% ناتج عن قوة الدولار مقابل العملات الأخرى وهذا يعكس قلة البدائل الآمنة بنفس العوائد المرتفعة ، تليها اليابان بحصة 6.8% الفارق كبير بين العائد المحلي و الدولي 9% وهذا يرجع لضعف الين الياباني مقابل الدولار، ثم تأتي المملكة المتحدة بحصة 5.4% بعائد محلي و دولي يقدر ب 8.8% و 10.3% على التوالي، تليها الصين بحصة 3.3% و تقارب العائدين وهذا راجع لاستقرار العملة ثم تأتي كل من سويسرا و ألمانيا بحصة 3.2% و 2.3% ، فرنسا بحصة 3.1% عائد سلبي بسبب ركود اقتصادي محلي وتعتبر تايوان الأعلى عائدا بعائد دولي 36.1% و محلي 40.9% ويعود هذا لارتفاع الطلب على الرقائق الإلكترونية بسبب التحول الرقمي، أما كندا بحصة 2.0% و عائد محلي و دولي 24.6% و 17.8% على التوالي.

3. محفظة السندات:

يتم تخصيص استثمارات الصندوق ذات الدخل الثابت بنسبة 70% للسندات التي تصدرها الحكومات والمؤسسات ذات الصلة و 30% للأوراق المالية التي يصدرها القطاع المؤسسي، وتتنوع استثمارات السندات الحكومية بين البلدان وفقا لحجم اقتصادها، معظم هذه الاستثمارات في الأسواق المتقدمة مع نسبة عالية منها مقومة باليورو والدولار والجنيه الاسترليني والين عادة ما تتمتع هذه السندات بتصنيف ائتماني مرتفع وسيولة عالية. (GPFG، 2025)

الشكل رقم 5: نسبة القيمة السوقية للسندات في المؤشر المرجعي لعام 2024.

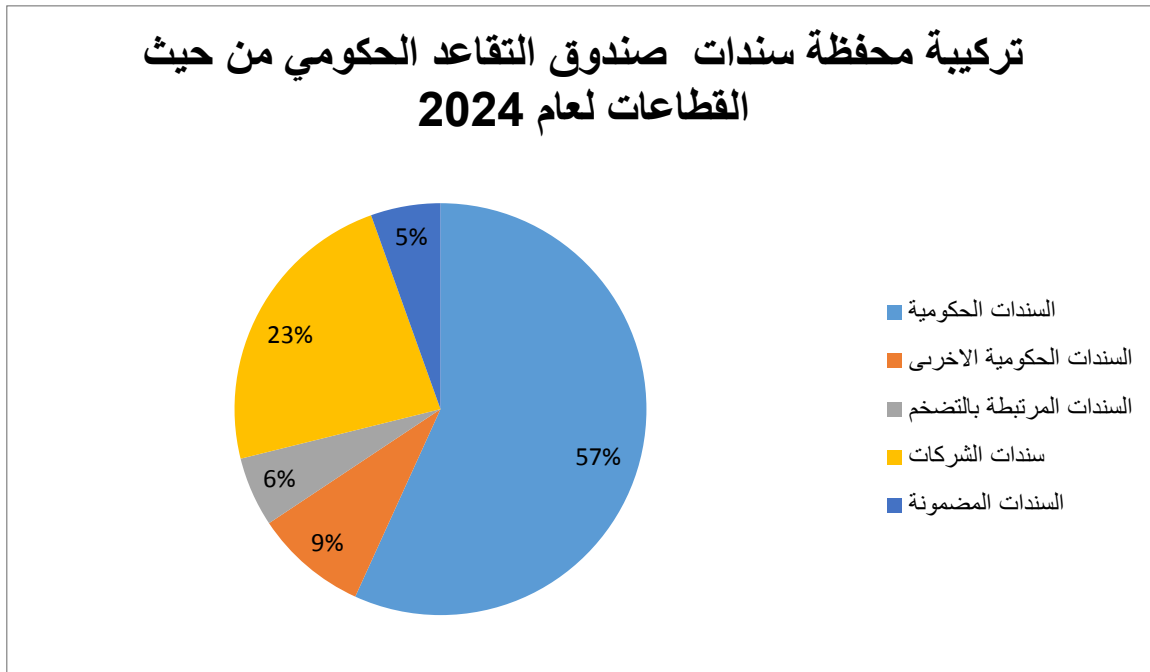


المصدر: من اعداد الطالبة اعتمادا على التقرير السنوي لصندوق التقاعد الحكومي GPFG لعام 2024 الصفحة 24.

الأداء النسبي للسندات الحكومية تظهر استقرارًا نسبيًا، وهو ما يتوافق مع طبيعتها منخفضة المخاطر، خاصة في البيئات الاقتصادية غير المستقرة حيث يلجأ المستثمرون إلى الأصول الآمنة أما السندات المؤسسية تشهد تذبذبًا أكبر مما يعكس حساسيتها لتغيرات الأداء المالي للشركات وظروف السوق أما السندات القابضة العالمية قد تكون الأكثر تقلبًا بسبب تعرضها لمخاطر العملة والسياسات النقدية الدولية. الإشارة إلى أن هذه السندات مقومة بعملات متعددة الدولار الجنيه الإسترليني، الين يوضح تنوع مصادر التمويل، مما يعزز سيولة هذه الأصول ويقلل مخاطر التركيز في عملة واحدة. التصنيف الائتماني العالي المشار إليه في المخطط يشير إلى جاذبيتها للمستثمرين المؤسسيين مثل الصناديق السيادية. يلاحظ تراجع نسبي في وزن السندات الحكومية 2020، ربما بسبب ارتفاع معدلات الفائدة أو تحول المستثمرين إلى أصول ذات عوائد أعلى.

أ. التوزيع القطاعي: توزعت حيازات الصندوق من السندات على القطاعات كالتالي:

الشكل رقم 6: تركيبة محفظة سندات صندوق التقاعد الحكومي من حيث القطاعات لعام 2024



المصدر: من اعداد الطالبة بناء على التقرير السنوي لصندوق التقاعد الحكومي النرويجي GPFG لسنة 2024 الصفحة 27.

يوضح لنا الشكل أعلاه اعتماد محفظة سندات الصندوق بنسبة كبيرة على السندات الحكومية نظرا لامتيازها بدرجة مخاطر منخفضة فهي تمثل حوالي 60.2% من اجمالي الأوراق المشكلة لمحفظة الصندوق تليها سندات الشركات بنسبة 24.9%، ثم السندات الحكومية الأخرى بنسبة 9.4% وهي سندات تصدرها الحكومة بعملة مختلفة عن عملتها المحلية ثم السندات المرتبطة بالتضخم والسندات المضمونة بنسبة 5.8%.

ب. العائد على أكبر حيازات السندات التي يمتلكها الصندوق:

الجدول رقم 12: يوضح العائد على أكبر حيازات السندات التي يمتلكها الصندوق حسب العملة في عام 2024

العملة	حصة الاستثمارات ذات الدخل الثابت	العائد بالعملة المحلية	العائد بالعملة الدولية
الدولار الأمريكي	52.4%	1.4%	4.6%
اليورو	27.6%	2.7%	-0.7%
الين الياباني	5.3%	-3.0%	-10.2%
الدولار الكندي	5.3%	4.3%	-1.3%
الجنيهات البريطانية	4.6%	-3.5%	-2.2%
الدولار السنغافوري	4.2%	3.7%	3.4%
الدولار الأسترالي	2.2%	2.6%	-3.9%
الفرنك السويسري	0.8%	5.5%	1.1%
الكرونا السويدية	0.6%	2.6%	-3.4%
الدولار النيوزيلندي	0.5%	4.6%	-4.5%

المصدر: من اعداد الطالبة اعتمادا على التقرير السنوي لصندوق التقاعد الحكومي النرويجي GPFم لعام 2024 الصفحة 26.

لعملات ذات العوائد الإيجابية دوليا مثل الدولار الأمريكي (4.6%) والفرنك السويسري (1.1%) والدولار السنغافوري (3.4%)، تشير إلى قوة هذه العملات في الأسواق العالمية أو أداء قوي لاستثمارات

الصندوق فيها. أما العملات ذات العوائد السلبية دولياً مثل الين الياباني (10.2%-) والجنه الإسترليني (2.2%-) تعكس ضعف هذه العملات أو تراجع قيمة الاستثمارات عند تحويلها إلى العملة الدولية، الهيمنة الواضحة للدولار الأمريكي (52.4%) واليورو (27.6%) تعكس ثقة الصندوق في هاتين العملتين كأدوات استثمارية رئيسية بسبب استقرارهما النسبي وحجم السوق الكبير، العملات الأقل حصة مثل الفرنك السويسري (0.8%) والكرونا السويدية (0.6%)، تمثل استثمارات متنوعة ولكنها محدودة بسبب صغر حجم أسواقها أو مخاطر أعلى.

4. محفظة العقارات والبنى التحتية:

لا تدخل العقارات والبنى التحتية ضمن المحفظة المرجعية الاستراتيجية للصندوق، فإن الأمر متروك للبنك النرويجي لتحديد التركيبة المثلى لهذه الاستثمارات، حيث يجب ألا تتخطى الاستثمارات العقارية نسبة 1.8%، واستثمارات البنى التحتية نسبة 0.1% من إجمالي أصول لسنة 2024.

1.4. العقارات: حققت استثمارات الصندوق في العقارات عائداً بنسبة 4.8% في عام 2024، وشكلت 3.7% من إجمالي أصول الصندوق بنهاية العام. وحققت الاستثمارات العقارية غير المدرجة عائداً بنسبة 0.6%، بينما بلغت عائد الاستثمارات العقارية المدرجة 9.9%، تغطي استراتيجية الصندوق العقارية استثمارات عقارية مدرجة وغير مدرجة، وقد بلغ إجمالي هذه الاستثمارات 722 مليار كرونة سويدية نهاية عام 2024. (GPFG، 2025)

الجدول رقم 13: يوضح قيمة الاستثمارات العقارية بملايين الكرونات عام 2024

—	2024	2023	2022	2021	2020
الاستثمارات العقارية غير المدرجة	363.583	301.128	330.33	311.538	273.109
الاستثمارات العقارية المدرجة	358.524	309.443	216.977	261.672	146.677
الاستثمارات العقارية المجمعة	722.107	610.572	547.277	573.211	419.786

المصدر: من اعداد الطالبة اعتمادا على التقارير السنوي لصندوق التقاعد الحكومي GPFG.

. نستنتج من الجدول أعلاه أن القيمة الإجمالية للاستثمارات العقارية شهدت ارتفاعاً من 786.419 مليار كرونة في 2020 إلى 722.107 مليار كرونة في 2024، حيث شهدت انخفاضاً حاداً في 2022 حيث كانت الاستثمارات 547.277 مليار كرونة مقارنة بـ 2021 التي كانت تساوي 573.211 مليار كرونة، أما في 2024 فقد قفزت الاستثمارات قفزة كبيرة بقيمة 722.107 مليار كرونة مما قد يشير إلى تعافي السوق أو استثمارات جديدة في مشاريع عقارية ضخمة. وتتوزع هذه الاستثمارات جغرافياً كما هو موضح في الجدول التالي:

الجدول رقم 14: التوزيع الجغرافي لأكبر استثمارات الصندوق العقارية في المراجعة لعام 2024

النسب المئوية	—
13.4%	باريس
12.4%	لندن
9.0%	بوسطن
7.4%	نيويورك
4.0%	واشنطن
3.9%	برلين
3.7%	سان فرانسيسكو
2.9%	زيورخ
2.2%	طوكيو
1.6%	شيكاغو
0.3%	كامبريدج

المصدر: من أعداد الطالبة اعتماداً على التقرير السنوي لصندوق التقاعد الحكومي لعام 2024 الصفحة

1.1.4. العقارات غير مدرجة: بلغت القيمة السوقية لاستثمارات الصندوق في العقارات غير المدرجة 364 مليار كرونة في نهاية العام، وهو ما يعادل 1.8% من الصندوق، و50.4% من إجمالي الاستثمارات العقارية حيث تتركز استثمارات الصندوق العقارية غير المدرجة بشكل رئيسي في العقارات المكتبية والتجارية واللوجستية. وتمثل العقارات المكتبية حوالي نصف المحفظة، وتتركز الاستثمارات في المكاتب. والمتاجر في عدد محدود من المدن الكبرى يحدد تفويض الإدارة الصادر من وزارة المالية إلى بنك النرويج حداً أقصى للاستثمارات العقارية غير المدرجة بنسبة 7% من قيمة الصندوق. ويعتمد الصندوق على إستراتيجية استثمار طويلة الأجل واحتياجات اقتراض محدودة. (GPFG، 2025)

الجدول رقم 15: يوضح العائد على استثمارات الصندوق العقارية غير المدرجة.

—	2020	2021	2022	2023	2024
دخل الايجار	3.4%	3.4%	3.1%	3.4%	3.9%
التغير في القيمة	-3.5%	9.8%	-3.0%	-16.2%	-4.8%
تكاليف المعاملات	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
تأثير العملة	0.3%	0.2%	0.1%	1.1%	0.6%
الاجمالي	-0.1%	13.6%	0.1%	12.4%	0.6%

المصدر: من اعداد الطالبة استنادا على التقرير السنوي لصندوق لعام 2024 الصفحة 30.

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن دخل الإيجار يظهر استقرار نسبي بين 3.1% و 3.9% وهناك زيادة ملحوظة في عام 2024 إلى 3.9%، ما قد يشير إلى تحسن في السوق العقاري أو زيادة في نسب الإشغال أو الإيجارات، التغير في القيمة يشير إلى تقلبات كبيرة في قيمة الاستثمارات العقارية حيث سجلت أعلى نسبة نمو في 2021 بـ 9.8%، بينما كانت أكبر خسارة في 2023 بـ -16.2% الانخفاض في 2023 قد يعود إلى ظروف سوقية سلبية، أما تكاليف المعاملات مستقرة نسبياً ومحدودة التأثير تتراوح بين -0.1% و -0.2%، ما يدل على كفاءة في تنفيذ العمليات العقارية، تأثير العملة يوضح أثر تقلبات أسعار

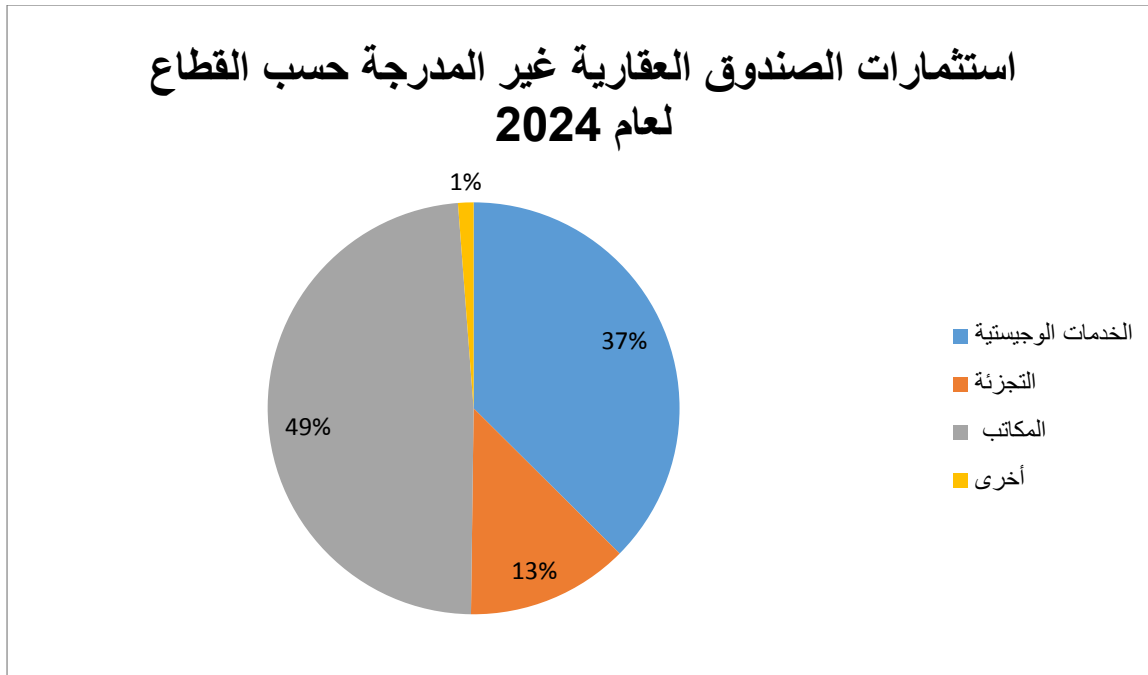
الصرف على قيمة الاستثمارات بنسبة يظهر التأثير الأكبر في 2023 بنسبة 1.1%، وهو ما قد يشير إلى تقلبات قوية في العملات الأجنبية المؤثرة.

الإجمالي يعبر عن الأداء الكلي للاستثمار الأداء الأعلى كان في 2021 بنسبة 13.6% بينما كان هناك أداء سلبي في 2020 و 2024 بنسب 0.1%- و 0.6%-، ما يعكس ظروفًا غير مواتية للاستثمار العقاري في تلك السنوات

البيانات تشير إلى أن العائد من الاستثمار العقاري كان متقلباً على مدار السنوات، حيث شهد أداءً قوياً في 2021 و 2023، مقابل تراجع أو شبه استقرار في السنوات الأخرى. يُظهر الجدول أهمية مراقبة المتغيرات الخارجية، خصوصاً التغير في القيمة السوقية وتأثير العملة، عند تقييم أداء الاستثمارات العقارية.

تتوزع استثمارات الصندوق في العقارات الغير مدرجة عبر 4 قطاعات مختلفة نوضحها في الرسم التالي:

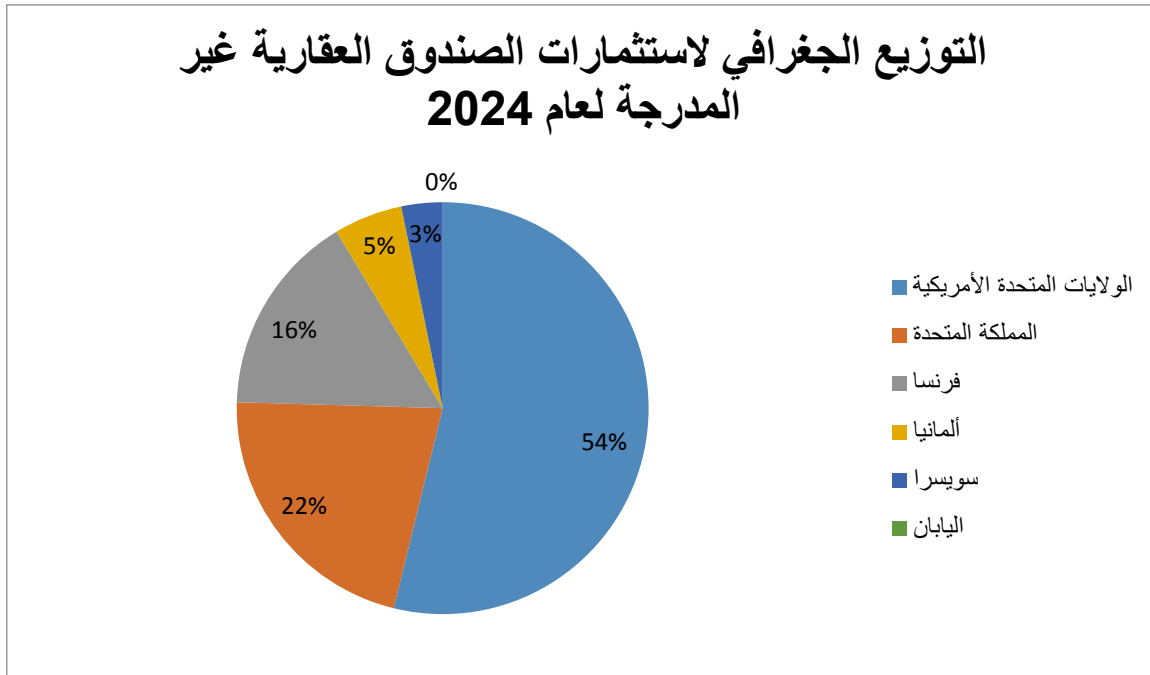
الشكل رقم 7: استثمارات الصندوق العقارية غير المدرجة حسب القطاع لعام 2024.



المصدر: من اعداد الطالبة اعتمادا على التقرير السنوي لصندوق لعام 2024 الصفحة 32.

ركز الصندوق استثماراته في العقارات غير المدرجة على المكاتب بنسبة 49%، يأتي ثانيا الخدمات اللوجستية بنسبة 37%، ثم قطاع التجزئة بنسبة 13%، وتوزعت النسبة الباقية على قطاعات أخرى متمثلة في الودائع المصرفية والمطالبات الأخرى. وتوزعت هذه الاستثمارات جغرافيا كما هو مبين في الرسم الآتي:

الشكل رقم 8: التوزيع الجغرافي لاستثمارات الصندوق العقارية غير المدرجة لعام 2024



المصدر: من اعداد الطالبة اعتمادا على التقرير السنوي لصندوق التقاعد الحكومي GPFG لعام 2024 الصفحة 32.

نلاحظ أن أغلب استثمارات الصندوق كانت في الولايات المتحدة الأمريكية بنسبة 54%، تليها بريطانيا بنسبة 22%، ثم فرنسا 16%، ثم تأتي كل من ألمانيا، سويسرا واليابان بنسبة 5%؛ 3%؛ 0% على التوالي.

2.14. العقارات المدرجة: وبلغت نسبة الاستثمارات في العقارات المدرجة 1.8% من الصندوق و49.6% من إجمالي الاستثمارات العقارية في نهاية العام وتوزعت هذه الاستثمارات على 53 شركة مدرجة. وكانت أكبر نسبة حصص بنسبة 25.2% في شركة (Shaftesbury Capital PLC) شافتسبري كابيتال بي إل سي هي شركة عقارية بريطانية متخصصة في امتلاك وإدارة وتطوير العقارات التجارية والسكنية في المناطق الحيوية بوسط لندن وكانت بنسبة 14.7% في شركة (Vonovai) SE هي واحدة من أكبر شركات الإسكان في أوروبا، متخصصة في امتلاك وإدارة وتطوير الوحدات السكنية، مع تركيز رئيسي على السوق الألمانية. وكان أكبر استثمار منفرد في شركة ويل تاور (Welltower Inc) بقيمة 44.6 مليار كرونة وهي واحدة من أكبر شركات الاستثمار العقاري في العالم، متخصصة في قطاع الرعاية الصحية والعقارات الطبية والسكنية لكبار السن، سنوضح في الجدول التالي حصة أو نسب مئوية لأكثر 10 استثمارات مدرجة في إدارة العقارات لعام 2024. (GPFG، 2025)

الجدول رقم 16: يمثل نسب لأكبر استثمارات في إدارة العقارات المدرجة لعام 2024.

الشركة	حصة الملكية	الدولة
Shaftesbury Capital PLC	25.2%	المملكة المتحدة
Vonovia SE	14.7%	ألمانيا
Great Portland Estates PLC	9.4%	المملكة المتحدة
Alexandria Real Estate Equities Inc	9.4%	الولايات المتحدة الأمريكية
Gecina SA	9.3%	فرنسا
Equity Residential	9.1%	الولايات المتحدة الأمريكية
Grainger PLC	9.1%	المملكة المتحدة
Regency Centers Corp	9.1%	الولايات المتحدة الأمريكية
Vornado Realty Trust	9.1%	الولايات المتحدة الأمريكية
UNITE Group PLC/The	8.9%	المملكة المتحدة

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على لتقرير السنوي لصندوق التقاعد الحكومي GPFG لعام 2024 الصفحة 33.

نلاحظ من الجدول أعلاه أن أغلب استثمارات الصندوق في العقارات المدرجة كان في المملكة المتحدة والولايات المتحدة الأمريكية بنسبة 52.6% و 36.7% على التوالي تليهم ألمانيا وفرنسا.

2.4. البنى التحتية للطاقة المتجددة غير المدرجة:

حققت الاستثمارات في البنية التحتية غير المدرجة للطاقة المتجددة عائدا بلغ 9.8%- وبلغت 0.1% من الصندوق في نهاية العام وقام الصندوق بأربعة استثمارات جديدة في البنية التحتية للطاقة المتجددة غير المدرجة خلال عام 2024 في جانفي، وقع الصندوق اتفاقية للاستحواذ على حصة 49% في

محفظة من أصول الطاقة الشمسية وطاقة الرياح البرية في إسبانيا والبرتغال مقابل 307 ملايين يورو، أي ما يعادل حوالي 3.5 مليار كرونة. وفي أبريل، وافق الصندوق على الاستحواذ حصة 49% في مشروعين للطاقة الشمسية في إسبانيا مقابل 203 ملايين يورو، أي ما يعادل حوالي 2.4 مليار كرونة. وفي أبريل أيضاً، وقع اتفاقية للاستحواذ على 37.5% من أسهم "ريس بنك"، وهو مشروع طاقة رياح بحرية عامل في المملكة المتحدة مقابل 330 مليون جنيه إسترليني، أي ما يعادل حوالي 4.5 مليار كرونة. وتشمل حصص الصندوق من المشروع تسهيلات دين بقيمة 644 مليون جنيه إسترليني، أي ما يعادل حوالي 8.8 مليار كرونة. في أوت قام الصندوق بتوقع اتفاقية لاستثمار 900 مليون يورو، أي ما يعادل حوالي 10.6 مليار كرونة، في صندوق كوبنهاغن للبنية التحتية. وتتوزع الاستثمارات بالتساوي على ثلاث مناطق: أمريكا الشمالية، وأوروبا الغربية والأسواق المتقدمة في منطقة آسيا والمحيط الهادئ. وفي الجدول التالي سنوضح قيمة استثمارات البنية التحتية غير المدرجة بملايين الكرونات. (GPFG، 2025)

الجدول رقم 17: يوضح قيمة استثمارات البنية التحتية غير المدرجة بملايين الكرونات.

السنوات	2020	2021	2022	2023	2024
قيمة استثمارات البنية التحتية غير المدرجة	—	14.288	15	17.660	25.348

المصدر: من اعداد الطالبة اعتمادا على التقارير السنوية لصندوق

. نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن قيمة استثمارات الصندوق في البنية التحتية غير المدرجة ترتفع سنوياً، فقد كانت أول صفقة قام بها الصندوق في هذا المجال سنة 2021 حيث اشترى حصص شركة الهولندية تعمل في مجال الطاقات المتجددة، وحقق الصندوق عدة نتائج لهذا الإستثمار نوضحها في الجدول التالي:

الجدول رقم 18: يوضح العائد على الاستثمارات غير المدرجة في البنية التحتية.

السنوات	2020	2021	2022	2023	2024
العائد على استثمارات البنية التحتية غير المدرجة	—	%4.2	%5.12	%3.68	%-9.81

المصدر: من اعداد الطالبة اعتمادا على التقارير السنوية لصندوق الثروة النرويجي

نلاحظ من الجدول أعلاه أن العائد المحقق من استثمارات الصندوق الغير مدرجة في البنية التحتية في حالة تذبذب، حقق الصندوق سنة 2021 عائد بنسبة 4.2% أما في سنة 2022 حقق ارتفاع بنسبة 5.12%، أما سنة 2023 و2024 فحقق الصندوق انخفاض في العائد.

رابعاً: إدارة مخاطر الاستثمار.

ستستخدم صندوق التقاعد الحكومي عدة نظم للتحكم في مخاطر الاستثمار، حيث يعتمد على نظام خاص لقياس المخاطر المرتبطة بكل نوع من أنواع المخاطر، السوق الائتمانية، ومخاطر طرف المقابل.

1. مخاطر السوق:

يقوم البنك بقياس وإدارة مخاطر السوق بصفة منتظمة على مستويات مخاطر متعددة باستخدام مجموعة من المنهجيات التالية:

- أ. التركيز: هو أسلوب من أساليب قياس مخاطر السوق، يتضمن توقعات إحصائية للمخاطر من خلال تحديد تركيز الأدوات الإستثمارية داخل المحفظة، بحيث أن المحفظة الأكثر تركيزاً هي الأقل تنوعاً، ويتم قياس التركيز اعتماداً على أبعاد مختلفة، بداية من نوع الأصول البلد المستثمر فيه، العملة، القطاع الجهة المصدرة والشركة، وقد حاول الصندوق تجنب التركيز من خلال تنويع أدواته الإستثمارية على مختلف القطاعات الدول والعملات كما سبق وتطرقتنا إليه أعلاه.
- ب. الارتباط والتقلب: يقوم البنك بحساب التقلب استناداً على المقياس الإحصائي المعروف بالانحراف المعياري الذي يأخذ بعين الاعتبار الارتباط بين مختلف الإستثمارات داخل المحفظة، هذا المؤشر يعطي تقديراً لما يمكن توقعه من تغير قيمة المحفظة خلال السنة، استناداً على ظروف السوق خلال الثلاث سنوات الماضية، ويقوم البنك بإضافة كل إستثمارات الصندوق عند حساب التقلب المتوقع ويتم قياسه مقارنة مع المؤشر المرجعي للصندوق المكون من جميع المؤشرات الفرعية للأسهم والسندات.

2. مخاطر القروض:

هي تلك الخسائر الناتجة عن تخلف الجهة المصدرة للسند عن الوفاء بالتزاماتها، ولمواجهة هذه المخاطر قامت وزارة المالية بإعداد المؤشر المرجعي المحفظة السندات، والذي يتكون من أدوات الدخل الثابت المصنفة من طرف أكبر وكالات التصنيف العالمية، كما يقوم البنك بعمليات تقييم داخلية فيما يتعلق بالعائد والمخاطرة عند الإستثمار في السندات حتى يضمن إختبار الأوراق المالية الجيدة، وتوزعت إستثمارات

الصندوق في أدوات الدخل الثابت من حيث درجة التصنيف كالتالي: (سمير أ.، 2022 . 2023، صفحة 173)

الجدول رقم 19: يوضح توزيع محفظة السندات حسب التصنيف الائتماني بملايين الكرونات لعام 2024.

المجموع	تصنيف أقل	BBB	A	AA	AAA	نوع السند
3164634	35051	128129	345833	1925725	729896	سندات حكومية
492665	2392	22088	33055	168844	266286	سندات حكومية أخرى
303792	–	18084	16470	216988	52249	سندات مرتبطة بالتضخم
1302352	18375	565884	614581	93141	10371	سندات الشركات
304996	–	–	2102	32744	270150	سندات مؤمنة
5568439	55818	734185	1012041	2437443	1328952	اجمالي السندات

المصدر: من اعداد الطالبة اعتمادا على التقرير السنوي لصندوق المعاشات الحكومي الصفحة 111.

يوضح لنا الجدول اعتماد صندوق التقاعد الحكومي على الأوراق ذات الصنف AA اد بلغ اجمالي السندات 2437443 يعود هذا الارتفاع بشكل رئيسي الى انخفاض حيازات السندات الحكومية اليابانية خلال تلك الفترة، تليها الأوراق ذات الصنف AAA بمجموع السندات 1328952، ثم تأتي كل من الأوراق ذات الصنف BB،A، وتصنيف أقل على التوالي.

الجدول رقم 20: يوضح محفظة السندات حسب التصنيف الائتماني والعملية بالنسب المئوية لعام 2024.

الاجمالي	تصنيف أدنى	BBB	A	AA	AAA	العملة
49.4	0.2	6.8	7.6	34.0	0.9	دولار أمريكي
26.0	0.1	4.5	4.5	4.6	12.3	يورو
5.0	-	-	5.0	-	-	ين ياباني
5.0	-	-	-	-	3.3	دولار كندي
4.4	-	-	0.4	3.2	0.1	جنيه استرليني
10.2	0.6	1.0	0.2	1.2	7.3	عملات أخرى
100.0	1.0	13.2	18.2	43.8	23.9	الاجمالي

المصدر: من اعداد الطالبة اعتمادا على التقرير السنوي لصندوق التقاعد الحكومي الصفحة 112.

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن التوزيع حسب التصنيف الائتماني يهيمن التصنيفان AA و AAA على المحفظة بنسب 43.8% و 23.9% على التوالي، مما يشير إلى تركيز كبير على السندات ذات الجودة الائتمانية العالية، والتي تنطوي على مخاطر متدنية، تبلغ نسبة السندات ذات التصنيف BBB أدنى درجة استثمارية 13.2%، بينما تشكل السندات ذات التصنيفات الأقل 1.0% فقط، مما يعكس تحفظاً تجاه السندات عالية المخاطر. التوزيع حسب العملة الدولار الأمريكي هو الأكثر هيمنة بنسبة 49.4%، يليه اليورو بنسبة 26%، مما يُظهر اعتماداً كبيراً على هاتين العملتين في المحفظة، اللين الياباني يشكل 5%، بينما تظهر عملات مثل الدولار الكندي والجنيه الإسترليني بنسب متواضعة 5% و 4.4% على التوالي.

3. مخاطر الطرف المقابل Counterparty risk:

هي تلك المخاطر أو الخسائر الناتجة عن إفلاس الطرف المقابل، لذلك يعتمد الصندوق على تنويع الأطراف المقابلة بغرض تخفيض التركيز وتقليل المخاطر المقابلة، ويتخذ تدابير صارمة لتصنيف القروض، حيث يركز على قروض الأطراف المقابلة المصنفة تصنيف أعلى في ما يخص الودائع البنكية غير المضمونة، مقارنة بالقروض التي يستلم فيها البنك ضمانات، كما يستخدم اتفاقات التعويض ضد المتاجرة

بالمشتقات المالية العملات، وعمليات إعادة الشراء، ويتخذ بعض التدابير الأخرى التي تحكم طريقة إجراء المعاملات العقارية، ومعاملات البنى التحتية لضمان مخاطر مقبولة، حيث يقوم بالتحليل المسبق للمخاطر المقابلة التي تبرز خلال عملية الحيازة، والتي تتطلب موافقة مدير قسم المخاطر، هذا وتقلل كذلك المخاطر المقابلة من خلال وضع حدود التعرض للأطراف المقابلة، يستند في أغلب الحالات عند تحديد هذه الحدود على مستويات التصنيف الائتماني للأطراف المقابلة، حيث أن الجهات ذات تصنيف ائتماني قوي تملك حد أعلى من الجهات ذات التصنيف الضعيف، مع ضرورة القياس اليومي لدرجة التعرض للأطراف المقابلة والحرص على عدم تخطي الحدود المسطرة من طرف المكتب التنفيذي والمدير التنفيذي لبنك "NBIM".

المبحث الثالث: صندوق ضبط الموارد الجزائري

أولاً: ماهية صندوق ضبط الموارد الجزائري

1. تعريف صندوق ضبط الموارد الجزائري

هو صندوق تم انشاؤه كنتيجة لارتفاع العوائد النفطية بمقتضى المادة 10 من قانون المالية التكميلي لسنة 2000 المؤرخ في 27 جوان سنة 2000.

حيث يفتح في حسابات الخزينة حساب خاص رقم 103-302 بعنوان صندوق ضبط الموارد يقيد فيه من جانب الإيرادات فائض جباية المحروقات الناتجة عن ارتفاع أسعار المحروقات مقارنة بتلك المتوقعة في قانون المالية بالإضافة إلى الإيرادات الأخرى المتعلقة بسير الصندوق.

غير أنه يبقى التحكم في سير هذا الصندوق من أولويات وزير المالية الذي يعتبر الأمر الوحيد والرئيسي يصرف هذا الحساب متى اقتضت الضرورة لذلك. (محمود، 2015، صفحة 7)

و إتماما لعمل الصندوق، تم تعديل بعض القواعد والأسس من خلال قانون المالية لسنة 2004 وفقا للمادة 66 من قانون 23-22 المؤرخ في 28 ديسمبر 2003 ، التي نصت على تعديل المادة 10 من القانون رقم 2000-02 المؤرخ في 27 جوان 2000، حيث يضاف إلى باب الإيرادات تسبيقات بنك الجزائر الموجهة للتسيير المديونية الخارجية، ويعود ذلك أساسا إلى تحسن الوضع المالي لبنك الجزائر نتيجة ارتفاع احتياطاته من النقد الأجنبي حيث بلغت سنة 2008 حوالي 150 مليار دولار، بالإضافة إلى انتهاجه لاستراتيجية جديدة للتسيير النشاط للمديونية الخارجية أي تسديد أقساطها قبل حلول أجل استحقاقها . (يوسف، 2012، الصفحات 150-151)

2. أهمية صندوق ضبط الموارد:

يستمد أهميته من كونه أداة فعالة تساعد الحكومة على تجسيد سياستها المالية المسطرة، ويمكن إبراز هذه الأهمية في الآتي: (بغنة، 2015، صفحة 10)

- يساهم في التقليل من مديونية الدولة عن طريق استخدام موارده المالية المتأنية أساسا من الجباية البترولية.
- ضبط فوائض البترول وتوجيهها فيما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني.
- تغطية العجز في الخزينة العمومية عامة، والميزانية العامة خاصة.

- يساعد على امتصاص أثر الصدمات النفطية الخارجية واحتوائها والتقليل من حدتها بهدف المحافظة على التوازنات المالية الداخلية للاقتصاد الوطني.
- يمكن أن يأخذ الصندوق أدوارا مزدوجة حسب أهدافه، فإما أن يهتم بمعالجة المشكلات المتعلقة بتقلب الإيرادات النفطية وسوء تقديرها وهنا يعتبر صندوق ضبط أو تثبيت، كما يمكن أن يستخدم في ادخار جزء من إيرادات النفط للأجيال القادمة وهنا يسمى صندوق ادخار.

3. أسباب إنشاء الصندوق:

ويمكن تلخيص أهم الأسباب التي دفعت السلطات إلى التفكير في إنشاء صندوق ضبط الموارد في النقاط التالية: (يحي، 2017، صفحة 265)

- **حركة الأسعار:** تتميز أسعار المحروقات بالتقلبات الحادة، فتارة هي في ارتفاع ما يسمح بتحقيق عوائد مالية ضخمة تدفع إلى زيادة الإنفاق، ثم تتراجع فجأة عند مستويات أقل مما تم التنبؤ به ومع استمرار الاتفاق عند مستويات عالية فإن ذلك يؤدي إلى زعزعة استقرار الاقتصاد المحلي
- **إنتعاش أسعار النفط:** عرفت أسعار هذه المادة الإستراتيجية بداية من سنة 2000 ارتفاعا إلى مستويات سمحت بتحقيق فوائض مالية في النصف الأول من السنة ما دفع السلطات في شهر جوان إلى إنشاء صندوق ضبط الموارد وتمويله بجزء من تلك الفوائض، علما أن الفوائض التي سجلتها الموازنة العامة سنة 2000 بلغت حوالي 400 مليار دينار .
- **إختلال الموازنة:** عاشت الجزائر خلال الصدمات النفطية إختلالات اقتصادية وخيمة، لعل أبرزها كان منتصف الثمانينات عندما تراجعت أسعار النفط إلى مستويات متدنية دفعت الجزائر إلى الاستدانة الخارجية لإعادة ضبط التوازنات الاقتصادية، ثم الأزمة الأسيوية التي أدت إلى تسجيل عجز في الموازنة العامة والميزان التجاري، وتراجع الاحتياطات الرسمية، ما دفع السلطات إلى التسارع في إنشاء صندوق ضبط الموارد في أول سنة التي سجلت فيها الميزانية فوائض مالية نتيجة ارتفاع أسعار النفط لاستغلالها مستقبلا في فترات العسر المالي
- **شدة ارتباط الاقتصاد الجزائري بالمحروقات:** كان قطاع المحروقات يمثل آنذاك 97% من الصادرات الجزائرية وعوائده تساهم بـ 64% في الإيرادات العامة، ما جعل الاقتصاد الجزائري أكثر عرضة للصدمات الخارجية، مثلما حدث منتصف الثمانينات ونهاية التسعينات أين تأثر استقرار الاقتصاد بتراجع أسعار النفط لذلك سعت الحكومة إلى استحداث أداة جديدة تعمل على

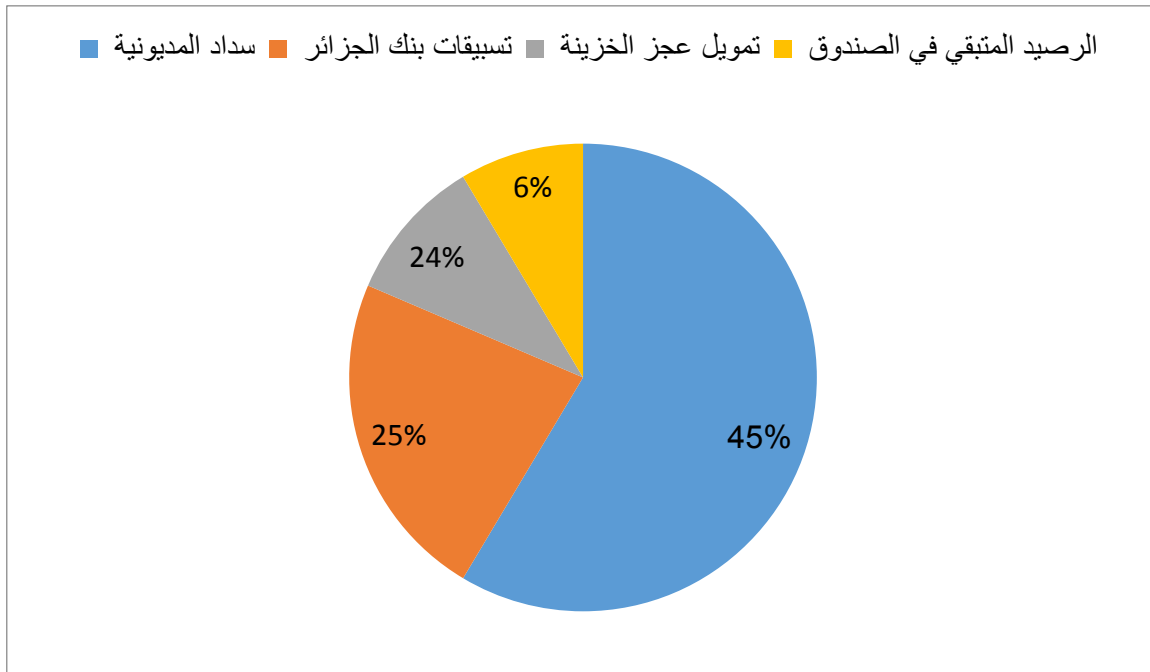
امتصاص الفوائض وادخارها لضمان عوائد مالية تعوض تراجع أسعار النفط في الأسواق العالمية من أجل التخفيف من حدة الصدمة

- رواج تجربة الصناديق السيادية: أن ارتفاع عدد الصناديق السيادية من خمسة أواخر الستينيات إلى 24 صندوق أواخر التسعينيات، أدى إلى رواج فكرة الصناديق السيادية في الساحة الإقتصادية العالمية وزيادة الاهتمام بها، ما دفع دول عديدة ومن بينها الجزائر إلى الالتحاق بركب الدول الساقية إلى إنشاء هذا النوع المستحدث من الصناديق على غرار الكويت الإمارات، الترويج، وغيرها.

4. استخدامات صندوق ضبط الموارد الجزائري:

مجال عمل الصندوق يتركز أساسا داخل البلد باعتبار أن الوظيفة الرئيسية له تتمثل في امتصاص فوائض الجباية النفطية واستعمالها لتمويل أي عجز قد يحدث مستقبلا، على مستوى الميزانية العامة للدولة نتيجة انهيار أسعار النفط مع العلم أن مجال عمل الصندوق يمتد خارج البلد من خلال مساهمته بالتنسيق مع البنك المركزي في سداد وتخفيض المديونية العمومية الخارجية. (حليمة، 2008، صفحة 10)

الشكل رقم 9: استخدامات صندوق ضبط الإيرادات



المصدر: من اعداد الطلبة باعتماد على فعالية صندوق ضبط الموارد كأداة لتوظيف مداخل الثروة النفطية في الجزائر.

يتضح لنا من الشكل رقم (09) أن استخدامات الصندوق موزعة بكيفية تساعد على ضبط التوازنات المالية الداخلية والخارجية للاقتصاد الوطني، فعلى المستوى الداخلي نجد أن أموال الصندوق توظف نسبة 24 بالمائة في سد العجز في الحزينة العمومية، كما يستخدم الصندوق في سداد تنسيقات بنك الجزائر في حدود 06 بالمائة، أما على المستوى الخارجي فنجد أن حصة 25 بالمائة من أموال الصندوق توجه لسداد المديونية الخارجية، وتبقى 45 بالمائة هي عبارة عن رصيد متبقي الصالح الصندوق. ثانيا: دور صندوق الموارد في تحقيق التنمية الاقتصادية.

ثانيا: آليات تفعيل صندوق ضبط الموارد لتحقيق الاستقرار الاقتصادي

بناء على دراستنا لصندوق الثروة السيادية النرويجي وكيفية نجاحه فإننا نهدف من هذا إلى التوصل لآلية تضمن استثمار الفوائض المالية النفطية والمحافظة على نصيب الأجيال وفق استراتيجية استثمارية بعيدة المدى تخضع الجميع معايير الشفافية والحوكمة لضمان تحقيق تنمية اقتصادية كاملة في جميع المجالات.

وانطلاقا من هذا الهدف ارتأينا تقديم الاقتراح الذي من شأنه تحسين أداء وفعالية صندوق ضبط الموارد الجزائري، واستغلال الفوائض النفطية أحسن استغلال، حيث لا يتحقق ذلك إلا انطلاقا من تغير نظرة الحكومة للصندوق من أنه أداة تمويلية فقط للميزانية إلى أداة فاعلة في التنمية الاقتصادية.

1. الإطار القانوني:

لإنشاء صندوق سيادي في الجزائر يتطلب هذا توفير العديد من العناصر التي تتنوع بين العنصر التشريعي والقانوني والعنصر التمويلي والعنصر التنظيمي، حيث بعد عنصر التشريع أساس إنشاء الصندوق لأنه يحدد الخطوط العريضة لإنشاء الصندوق وإدارته، أما فيما يخص تمويل الصندوق وإدارته، فهما مرتبطان بوزارة المالية والبنك المركزي.

ولذا وجب وضع مجموعة من المبادئ التي يجب احترامها والتي تتجسد في:

أ. ضمان استقلالية الصندوق عن الحكومة وعدم خضوعه للاستغلال السياسي

ب. تحديد صلاحيات ومهام مختلف الهيئات المكلفة بالإشراف والتتقيد والمراقبة مع ضمان عدم وجود تداخل بين المهام.

ج. تحديد الأهداف الاستراتيجية للصندوق مع ضمان القيد بها وعدم تجاوزها.

د. تكريس مبدأ الإفصاح والمساعدة في معاملات الصندوق.

الفرع الأول: محتوى القانون الأساسي للصندوق

سيتم من خلال هذا العنصر اقتراح القانون الأساسي للصندوق:

أ. القسم الأول: أهداف ومجال نشاط صندوق ضبط الموارد:

- المادة 1: يتم تأسيس هيئة مستقلة تحت مسمى صندوق التنمية الجزائري، تعهد إليه نيابة عن الحكومة وحسابها الخاص، مهمة إدارة واستثمار فائض القيمة الجباية البترولية المحول إليه سنويا من الموازنة العامة للدولة.
- المادة 2: تحدد أهداف الصندوق كما يلي:

❖ أهداف بعيدة المدى:

- تحويل الثروة النفطية إلى ثروة مالية مستدامة.
- ضمان حق الأجيال القادمة في الاستفادة من الثروة النفطية.

❖ أهداف قصيرة المدى:

- الحفاظ على توازن الموازنة العامة، وحمايتها من خطر الصدمات الخارجية.
- تخفيض المديونية العامة.
- تمويل المشاريع الاستراتيجية الكبرى التي تساهم في تحقيق التنمية المستدامة.
- تحفيز المستثمر المحلي وجذب المستثمر الأجنبي
- تنشيط سوق الجزائر للأوراق المالية.

- المادة 3: إن تحقيق الأهداف السابقة الذكر يتطلب توسيع مجال نشاط الصندوق، ليشمل المجال الخارجي من أجل تحقيق الأهداف البعيدة المدى وذلك من خلال الاستفادة من تجارب بعض الصناديق مثل صندوق الاستثمارات العامة السعودي، وقصيرة المدى مثل صندوق مبادلة للاستثمار أبو ظبي.

- المادة 4: تتمثل موارد الصندوق في فائض الجباية البترولية المحول سنويا، من طرف الحكومة بالإضافة إلى عوائد الاستثمارات الخارجية.

ب. القسم الثاني: الملكية والإدارة والرقابة

- المادة 5: وزارة المالية في المالك الرسمي للصندوق، غير أن هذه الصفة لا تمنح لها الحق في إدارة الصندوق باعتباره هيئة مستقلة واستعمال موارد الصندوق لا يتم إلا بموافقة البرلمان.
- المادة 6: يتم تأسيس مجلس إدارة يعتبر أعلى سلطة في إدارة الصندوق.

- المادة 7: يخضع الصندوق لرقابة دورية مستقلة من طرف البرلمان عن طريق اللجنة برلمانية.

ج. القسم الثالث: الشفافية والافصاح

- المادة 8: مطالبة الصندوق ينشر جميع القوانين والتعليمات واللوائح المتضمنة نشاط الصندوق.

- المادة 9: إعداد تقارير سنوية وفصلية حول أداء الصندوق.

- المادة 10: وزارة المالية مطالبة بإعداد ونشر تقرير سنوي للبرلمان يتضمن نشاطات الصندوق.

د. القسم الرابع: أحكام مختلفة

يتضمن مجموعة من المواد 11-12-13-14 التي تنص على إلغاء صندوق ضبط الموارد وتحويل رصيده إلى صندوق التنمية الجزائري وفتح حساب مزدوج لصالح الصندوق لدى البنك المركزي بالعملة الأجنبية وتغطية النفقات الخاصة بتسيير وإدارة صندوق ضبط موارد الصندوق.

الفرع الثاني: استراتيجية الاستثمار في صندوق الاستثمارات

لابد من إعداد استراتيجية واضحة المعالم للاستثمارات والأهداف حيث تتماشى مع مختلف الظروف الاقتصادية واعداد هذه الاستراتيجية يتطلب المرور بعدة مراحل:

1. أهداف واستراتيجيات الصندوق المفتوح: وهو يتمثل في تحقيق أعظم عائد ممكن بأقل الأخطار وهذا لا يتم باتباع أساليب استثمارية طويلة المدى.

2. وضع مبادئ أخلاقية لاستثمارات الصندوق.

3. تحديد المخاطر المصاحبة لعملية الاستثمار: وهي تشمل

أ. المخاطر المنتظمة وهي مخاطر ناتجة عن عوامل تؤثر في استثمارات الصندوق، بوجه عام ولا يقتصر تأثيرها على الشراكات، وترتبط بعدم استقرار المحيط.

ب. المخاطر غير المنتظمة وهي مخاطر تنتج عن عوامل تتعلق بشركة معينة أو قطاع معين وتكون مستقلة عن العوامل المؤثرة في النشاط الاقتصادي ككل.

ج. المخاطر التشغيلية: وهي مخاطر مرتبطة بإدارة وتسيير الصندوق ينتج عنها خسائر في استثمارات الصندوق.

4. إعداد المحفظة الاستثمارية المثلى: إن تحقيق الهدف يتطلب الاعتماد على مبدئ أساسي في عمليات الاستثمار.

ثالثا: آفاق صندوق ضبط الموارد في الجزائر

صندوق ضبط الموارد في الجزائر المعروف أيضا باسم "صندوق الاحتياطي الجزائري، بعد أداة مهمة الإدارة وتوجيه عائدات صادرات النفط والغاز في البلاد، ومع ذلك فإن تقييمه يعتمد على عدة عوامل ويعكس الوضع الاقتصادي والمالي الحالي للجزائر والتحديات التي تواجهها. (خولة، 2017، صفحة 101)

1. تقييم صندوق ضبط الموارد في الجزائر

أ. **الاحتياطات المالية:** بعد الصندوق أداة هامة لتراكم الاحتياطات المالية في الجزائر. ويعكس ذلك القدرة على توفير مصدر استقرار وتحقيق التنمية الاقتصادية على المدى الطويل.

ب. **الاستثمارات والعوائد:** يهدف الصندوق إلى استثمار أمواله في الأصول المالية والمشروعات الاقتصادية يعتمد تقييمه على أداء الاستثمارات والعوائد المحققة، وهذا يتطلب إدارة فعالة وإستراتيجية استثمارية قوية.

2. تحديات صندوق ضبط الموارد في الجزائر

أ. **تبعات تقلبات أسعار النفط والغاز:** تعتمد إيرادات الصندوق بشكل كبير على صادرات النفط والغاز، وتقلبات أسعار السلع الأساسية هذه يمكن أن تؤثر بشدة على الإيرادات المتاحة للصندوق وتعرضه لمخاطر مالية.

ب. **ضرورة التنويع الاقتصادي:** يوضح تحدي آخر أهمية تنويع الاقتصاد الجزائري بعيدا عن الاعتماد الكبير على النفط والغاز تحقيق هذا التنويع يمكن أن يقلل من التأثير السلبي للتقلبات أسعار النفط ويعزز مصادر الإيرادات الأخرى.

ج. **الحاجة إلى إصلاحات هيكلية:** تتطلب الحاجة إلى إصلاحات هيكلية شاملة لتعزيز الفعالية والشفافية والحوكمة في إدارة الصندوق يجب تعزيز إطار التشريعات والقوانين وتحسين الإدارة المالية للصندوق.

د. **الشفافية والحوكمة:** يجب تعزيز مستوى الشفافية والحوكمة في إدارة الصندوق، بما في ذلك نشر معلومات مفصلة عن أداء الاستثمارات والعوائد وتعزيز المراقبة المستقلة للصندوق.

3. آفاق صندوق ضبط الموارد في الجزائر:

أ. **إستراتيجية الاستثمار:** تقوم مديرية الهيئة الاستثمارية بالصندوق بالتنسيق مع مديرية الهيئة الاستثمارية وإدارة المخاطر على تكوين الإستراتيجية الاستثمارية المختلطة في الأسواق الخارجية

عن طريق الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر أو تحويل صيغة الادخار السابقة لصندوق ضبط الإيرادات إلى استثمارات مبنية على تعظيم العائد وتقليل المخاطر، كما يضمن الهيئة الاستثمارية التوزيع النسبي للأصول المالية ضمن القواعد الاستثمارية العالمية، بحيث يتم تكوين محفظة استثمارية الصندوق الاستقرار والادخار الوطني مقسمة كآآتي: (عودة، 2019، الصفحات 271-273)

◀ **تمويل استثمارات المشاريع:** الضخمة وهي الاستثمارات الموجهة لدعم المشاريع ذات الأهمية الإستراتيجية للاقتصاد الوطني، والتي تتطلب دعماً مالياً ضخماً، كالمساهمة في زيادة قدرات مؤسسة سوناطراك، عمليات الإنتاج الصناعي القطاعات الحديد والصلب، إنجاز استثمارات سياحية ضخمة بحيث يعتبر التمويل الدافع الحقيقي لقيام الاستثمارات ونجاحها وعامل مهم في تحسين مناخ الأعمال الداخلي، وهنا يلعب الصندوق دور البنوك التقليدية وتتلقى على إثر تمويله فوائد ثابتة ودورية، وهي كذلك الاستثمارات الموجهة لإنجاز البرامج استثمارية الضخمة في القطاع المالي والتأمينات وقطاعات السياحة الفندقية بحيث يسمح الغطاء المالي المعتبر للصندوق من توفير عنصر أساسي من عناصر الإنتاج وهو رأس المال. الأمر الذي يسمح برفع القدرات النشاطات الاستثمار ذات الكثافة العالية الرأس المال مما يعمل على زيادة معدلات خلق الشروق، غير أن ذلك يتطلب دراسة الجدوى الاقتصادية الربحية المشاريع ذات الفرض الأعلى، كما يمكن أن يعمل الصندوق بمبدأ المشاركة مع المستثمرين الأجانب في حصص شركات جديدة أو شركات قائمة الذين يمنحون الصندوق فرصة أكبر في الولوج إلى التكنولوجيا وتقنيات الإنتاج والتسويق الحديثة.

◀ **استثمارات في الأسواق الخارجية:** حيث يقوم الصندوق بالقيام بعمليات مالية مدروسة بشكل دقيق لشراء الأسهم والسندات والعقارات عن طريق قسم الاستثمار الخارجي، الذي يتكفل بوضع الخطط والبرامج اللازمة للاستثمار في الخارج والتي تهدف إلى تحقيق معدلات أداء ايجابية، حيث يتم توزيع المحفظة الاستثمارية الخارجية بشكل نسبي من قطاع الآخر ومن منطقة جغرافية الأخرى التوزيع المخاطر، والاعتماد في المراحل الأولى على الاستثمارات قصيرة المدى للتعرف على الأسواق، كما يجب التدرج في زيادة المنتجات الاستثمارية وفق معدلات العائد المحصل، يمكن للصندوق المقترح الاستثمار في الأنواع التالية:

- الأسهم: وهذا من خلال شراء حصص محددة في الشركات العالمية، التي تتميز بمعدلات ربح عالية، مثل شركات الاتصالات صناعة السيارات صناعة البرمجيات مع التقيد الدائم بالمعابد الأخلاقية للاستثمار التي ذكرناها سابقاً.
- السندات: تعتبر السندات من المجالات الاستثمارية ذات المخاطر المنخفضة، إلا أنها تتميز بمعدل قائدة منخفض مقارنة بالسندات، حيث اختار صندوق الاستقرار والادخار المقترح المجموعة من السندات ذات التصنيفات المرتفعة والتي تصدرها مؤسسات التصنيف العالمية.
- العقارات: يعتبر الاستثمار في القطاع العقاري أحد أهم الاتجاهات الاستثمارية للصناديق السيادية، كما يتميز بمعدلات أمان مرتفعة مقارنة بباقي أنواع الاستثمارات، بحيث يجب شراء العقارات في أوروبا والولايات المتحدة الأمريكية وباقي الدول العربية وآسيا، وهذا لاستخدامها في عمليات الحيازة أو التأخير أو البيع في حال ارتفاع الأسعار.

الجدول رقم 21: هيكل المحفظة الاستثمارية المستهدفة المقترحة للصندوق .

نوع الاستثمار	تركيبة الأصول	التوزيع الجغرافي للاستثمارات.	مدة الاستثمار
الاستثمار في المشاريع الضخمة	مشاريع البنية التحتية والمواصلات، دعم المشاريع الوطنية الإستراتيجية	في داخل الجزائر بنسبة 100% من خلال المشاريع المملوكة بالكامل أو بالشراكة مع المؤسسات الوطنية. والأجنبية	استثمارات طويلة المدى من 05 إلى 10 سنوات
الاستثمار الخارجي	أسهم، سندات عقارات	في: - الولايات المتحدة الأمريكية - أوروبا - الدول العربية - آسيا	استثمارات قصيرة المدى أقل من 05 سنوات.

المصدر: من اعداد الطلبة

4. **التنمية المستدامة:** يمكن الصندوق ضبط الموارد أن يلعب دورا مهما في تمويل ودعم المشرعات التنموية المستدامة في الجزائر يمكن استخدام الأموال المستثمرة لتحسين البنية التحتية، وتعزيز القطاعات غير النفطية مثل الصناعة والزراعة والسياحة، وتعزيز التعليم والصحة.
5. **تحسين الحوكمة والشفافية:** تحب تعزيز الحوكمة والشفافية في إدارة صندوق ضبط الموارد الضمان استخدام الأموال بطريقة فعالة ومسؤولة. يجب أن تتضمن آفاق الصندوق تعزيز المساءلة ومراقبة الأداء وتعزيز الشفافية في العمليات المالية والاستثمارية.
6. **التعاون الدولي:** يمكن للجزائر أن تتعاون مع منظمات دولية وصناديق استثمار سيادية أخرى للتبادل المعرفة والخبرات والممارسات الجيدة في إدارة الأصول والاستثمار هذا التعاون يمكن أن يساعد على تحسين أداء صندوق ضبط الموارد وتحقيق أعلى عوائد استثمارية.



خاتمة



تعد صناديق الثروة السيادية وسيلة تعتمد عليها الدول لإدارة الفوائض المالية التي تحققها من مختلف الموارد، سواء من العائدات النفطية أو من الإيرادات الأخرى، وذلك بهدف توظيف هذه الأموال بشكل استراتيجي في مجالات الاستثمار والادخار. وتُشهم هذه الصناديق في تعزيز الاستقرار الاقتصادي وضمان دخل مستدام للدولة، بالإضافة إلى دورها المهم في حماية حقوق الأجيال القادمة، خاصة في ظل التوقعات المتعلقة بنفاد الموارد الطبيعية غير المتجددة، مثل النفط والغاز، والتي تعتمد عليها العديد من الدول في تمويل صادراتها.

وتتميز هذه الصناديق بأنها ليست حكرًا على الدول الغنية أو ذات الاقتصادات الكبرى، بل تنتشر في مختلف أنحاء العالم، بما في ذلك الدول النامية والمتقدمة على حد سواء. ويمكن الاختلاف بين هذه الصناديق في أساليب إدارتها، واستراتيجيات استثمارها، ومدى نجاحها في تحقيق الأهداف المرسومة لها. فبعضها يركز على الاستثمار طويل الأمد في الأسواق العالمية، بينما يفضل البعض الآخر توجيه الاستثمارات إلى مشاريع تنمية داخلية تعزز من الاقتصاد المحلي.

إختبار الفرضيات:

- **اختبار الفرضية الأولى:** تم اثبات صحة الفرضية الأولى، وذلك من خلال دراسة التجربة النرويجية حيث أظهرت الدراسة دور صندوق التقاعد الحكومي GPF في تحقيق الاستقرار الاقتصادي بنسبة كبيرة من خلال تنشيط الاستثمار وتوظيف أموال الصندوق في عدة قطاعات استراتيجية مثل البنية التحتية، الأسهم، السندات وفي مختلف البلدان مثل الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة لتعظيم العوائد تحقيق الاستقرار الاقتصادي.

- . اختبار الفرضية الثانية:

- . اختبار الفرضية الثالثة:

نتائج الدراسة:

1. نتائج الجزء النظري:

- تعد الصناديق السيادية أداة استراتيجية فاعلة في دعم التنمية الاقتصادية وتحقيق عوائد استثمارية مجزية، حيث يتجاوز دورها الإطار المحلي ليشمل آفاقاً اقتصادية أوسع، فعلى الصعيد الداخلي تلعب هذه الصناديق دوراً محورياً في إدارة الفوائض النفطية بكفاءة وتمويل عجز

الموازنة العامة دون اللجوء إلى الاقتراض الخارجي، كما تعمل كدرع واقى لحماية حقوق الأجيال القادمة عبر الحفاظ على ثروات البلاد.

- تبرز صناديق الثروة السيادية كواحدة من أهم الابتكارات المالية التي أطلقها الاقتصاد العالمي، وخاصة الاقتصادات النفطية، حيث تمثل حلاً مثالياً لإدارة الفوائض المالية الناتجة عن الطفرات النفطية، فهي تتيح للدول استخدام هذه الفوائض في سد عجز الموازنة العامة.

2. نتائج الجزء التطبيقي:

- يحتل صندوق التقاعد الحكومي النرويجي الصدارة العالمية بين صناديق الثروة السيادية من حيث حجم الأصول، وفقاً لأحدث الإحصاءات الصادرة عن معهد صناديق الثروة السيادية تعتبر التجربة النرويجية من أنجح النماذج الدولية في إدارة الصناديق السيادية، وذلك بفضل وجود إطار استثماري متكامل يتميز بالشفافية والمرونة العالية، مع قدرة فائقة على التكيف مع المتغيرات الاقتصادية المحلية والعالمية.
- ان تقييم صندوق ضبط الإيرادات على أساس المعايير والأسس المعمول بها على مستوى الصناديق الناجحة، يشير إلى وجود قصور واضح في تنفيذ هذه المعايير.
- الشكل الذي هو عليه صندوق ضبط الإيرادات لا يتماشى مع تحقيق الأهداف التنموية لذلك وجب الاعتماد على نموذج صندوق ضبط وإيرادات ذو هيكل معابر وأكثر فعالية للاستجابة للأداء العالمي تحت تغيير النظرة الحكومة كذلك للجهة المانية التابع لها وتغيير أهدافه نحو أهداف استثمارية طويلة المدى.

الاقتراحات والتوصيات:

على ضوء النتائج المتوصل إليها، يمكن اقتراح مجموعة من التوصيات وهي كالتالي:

- ينبغي لصندوق التقاعد الحكومي GPFG تعزيز استثماراته في التقنيات الخضراء، حيث يعد الصندوق رائداً في الاستثمار المستدام، لكن يمكن زيادة التركيز على الطاقة المتجددة والشركات الصديق للبيئة.
- على صندوق ضبط الموارد في الجزائر بذل مزيد من الجهود لتتبع الاقتصاد والتخلص من التبعية المفرطة القطاع المحروقات، الذي يعد السبب الرئيسي لجميع الأزمات في الجزائر.
- من بين أهم الوسائل المساعدة على تحقيق التنويع الاقتصادي، إنشاء صندوق ثروة سيادي يعمل على الإستثمار الخارجي لتنويع مصادر الدخل ودعم الإستثمارات في قطاعات مختلفة محليا.

- ضرورة نشر تقارير دورية عن أداء صندوق ضبط الموارد والالتزام بمعايير الشفافية والحوكمة الرشيدة.

قائمة المصادر

والمراجع

قائمة المصادر والمراجع

- (2024). تم الاسترداد من <https://www.nbim.no/en/news-and-insights/reports/2024/annual-report-2024>
- Government Pension Fund Act No. 123*. (2005, 12 21). تاريخ الاسترداد 28 4, 2025، من
- <https://www.regjeringen.no/contentassets/9d68c55c272c41e99f0bf45d24397d8c/governmentp>
- GPFG. (2025, 04 15). *التقرير السنوي لصندوق التقاعد الحكومي*. تم الاسترداد من <https://www.swfinstitute.org/statistics-research/linaburg-maduell-transparency-index>
- Management mandate for the Government pennsion Fund Global*. (2005, 11 21). تاريخ الاسترداد 23 04 2019، من <https://www.regjeringen.no/contentassets/9d68c55c272c41e99f0bf45d24397d8c/gpfg>
- Trade, Finance and Financial .Micheal Finger et Ludger Shuknecht (1999). Crises . United ,World Trade Organization .
- NBIM ; Guidelines for observation and exclusion from the fund*. (بلا تاريخ). تم الاسترداد من <https://www.nbim.no/en/organisation/governance-model/guidelines-for-observation-and-exclusion-from-the-fund>
- NBIM. (2008). *Government pension fund global annual report*.
- NBIM, The leader group in Norges Bank Investment Management*. (بلا تاريخ). تاريخ الاسترداد 26 04 2025، من <https://www.nbim.no/en/organisation/about-us/leader-group>

Peterson Institute for International Economics, Accountability .peterson
and Transparency: the . تم الاسترداد من www.piie.com

SWFI SOVEREIGN WEALTH FUND INSTITUTE . (بلا تاريخ). تم الاسترداد من

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

إبراهيم منولي حسن المغربي. (2011). دور حوافز الاستثمار في تعجيل النمو الاقتصادي. الاسكندرية ،
دار الفكر الجامعي، مصر .

أحمد الأشقر. (2007). الاقتصاد الكلي . الأردن.

(2023). التقرير السنوي لصندوق الاستثمارات العامة.

التقرير السنوي لصندوق التقاعد الحكومي GPFG . (بلا تاريخ). تم الاسترداد من

<https://www.nbim.no/en/organisation/governance-model/guidelines-for-observation-and-exclusion-from-the-fund>

(2009).النرويج كسبت النفط و تجنبته.

أوسعيد سمير. (2022 . 2023). إمكانية التحول من صندوق إستقرار إلى صندوق إستثمار . حالة
صندوق ضبط الموارد .. الجزائر ، علوم التسيير .

ب.برنية و إ.سيمون ترجمة عبد الأمير إبراهيم شمس الدين . (1989). أصول الاقتصاد الكلي. بيروت.

بلعيد ذهبية. (1 9, 2022). تخضير استثمارات الصناديق السيادية كخيار استراتيجي لدعم التحول لاقتصاد
اخضر مستدام . تجربة صندوق الاستثمارات العامة السيادي السعودي .. مجلة الاقتصاد الجديد،
القليعة، الجزائر .

بن عيشوش رفيقة. (2015 . 2016). صناديق الثروة السيادية و تحديات العولمة دراسة حالة الجزائر .
الجزائر ، العلوم الاقتصادية ، الجزائر 03.

بوفليح نبيل. (2010 . 2011). دور صنادي الثروة السيادية في تمويل إقتصاديات الدول النفطية الواقع و
الآفاق مع الإشارة الى حالة الجزائر . الجزائر ، علوم التسيير ، جامعة الجزائر 03.

بوفليح نبيل. (2010/2011). دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية الواقع و
الآفاق مع الإشارة إلى حالة الجزائر . جامعة الجزائر، الجزائر .

- بيبي يوسف. (2012). أثر تقلبات أسعار النفط على السياسة المالية في الجزائر 2000-2010. الجزائر .
- جعفري عمار، و الطاهر بلعة. (2017). *صناديق الثروة السيادية ، ادارة الثروة في زمن الأزمات التجربة الإماراتية نموذجاً*. مجلة شعاع الدراسات الاقتصادية، الجزائر .
- حبارك سمير. (2020). تأثير الأزمات المالية المعاصرة على استراتيجيات استثمار صناديق الثروة السيادية -دراسة حالة ضبط الإيرادات في الجزائر. الجزائر ، الجزائر .
- حساني بن عودة. (2018 . 2019). *الصناديق السيادية و متطلبات انشاء صندوق سيادي للجزائر*. الجزائر، العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية، جامعة وهران 02.
- حساني بن عودة. (2019). *الصناديق السيادية و متطلبات إنشاء صندوق سيادي جزائري* . وهران، الجزائر .
- حسين بن طاهر ، سهيلة بغنة. (2015). صندوق ضبط الموارد ودوره في ضبط الميزانية العامة في الجزائر خلال فترة 2000-2014. الوادي ، الجزائر .
- حطاب مراد، و لالة فاطمة رقاني . (2020). *دور صناديق الثروة السيادية في تحقيق التنمية /السندامة الصندوق الكويتي نموذجاً*. تمناست.
- زرقاطة مريم. (2017 . 2018). أثر الحوكمة على أداء الصناديق السيادية في الاسواق المالية دراسة مقارنة بين صندوق المعاشات الحكومي في النرويج و صندوق ضبط الموارد في الجزائر. الجزائر ، العلوم الاقتصادية .
- زرقاطة مريم. (2018/2017). أثر الحوكمة على الصناديق السيادية في الأسواق المالية -دراسة مقارنة بين صندوق المعاشات الحكومي في النرويج و صندوق ضبط الموارد في الجزائر - . سطيف، كلية العلوم الاقتصادية ، الجزائر .
- زعيب شهرزاد، و حلومي حليلة. (2008). القطاع النفطي بين واقع الارتباط و حتمية الزوال . مجلة الدراسات اقتصادية ، الجزائر .
- زواوي فرحات سليمان. (2011. 2012). دور صناديق الثروة السيادية في ظل الأزمات المالية العالمية الراهنة . الجزائر .
- سلوى سليمان. (1973). *السياسة الاقتصادية* . الكويت.

- سمير حبارك. (2020). *استثمارات صناديق الثروة السيادية وإدارتها* دراسة صندوق الإستثمارات العامة السعودي". مجلة إدارة الأعمال و الدراسات الاقتصادية ، الجزائر، العلوم الاقتصادية، قالمة.
- سمير محي الدين. (2018). *صناديق الثروة السيادية بين طموحات الدول النامية و مخاوف الدول المتقدمة*. الجزائر ، العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير ، المدية.
- شعيب بونوة وزهرة بن يخلف. (بدون سنة). *التحليل الاقتصادي الكلي* .
- شكري رجب العشماوي ، امنة سالم الجابري. (2022). *ماهية الصناديق السيادية* .
- صالح مفتاح. (2005). *النقد و السياسة النقدية* . القاهرة .
- عارف أحمد العساف وآخرون. (2010). *الاقتصاد الكلي*. الأردن، دار الميسر للنشر و الطباعة، الأردن.
- عبد الرحمان محمد قاسم البكات. (2011). *تقييم السياسة النقدية و أثرها على الاستقرار الإقتصادي في العراق في الفترة (1990/2009)*. القاهرة ، معهد البحوث والدراسات لبحرانية ، مصر .
- عبد المطلب عبد الحميد. (2003). *السياسات الاقتصادية على مستوى الاقتصاد القومي* . القاهرة .
- عكايش مسيفة. (2019 . 2020). *استثمارات صناديق الثروة السيادية للدول العربية و دورها في تحقيق الاستقرار المالي للاقتصادات المحلية دراسة مقارنة بين الجزائر السعودية و الامارات*. الجزائر ، العلوم الاقتصادية.
- فاروق سحنون. (2010). *قياس أثر بعض المؤشرات الكمية للاقتصاد الكلي على الاستثمار الأجنبي المباشر دراسة حالة الجزائر*. سطيف.
- فرحات عباس سعود وسيلة. (2015). *حوكمت الصناديق السيادية -دراسة لتجربة كل من النرويج و الجزائر* .- مجلة الباحث الاقتصادي .
- كخاة خولة. (2017). *دور الصناديق الياسية في مواجهة انخفاض اسعار النفط دراسة مقارنة بين صندوق ضبط الموارد وجهاز ابو ظبي للاستثمار خلال الفترة 2005-2014*. تبسة ، الجزائر .
- محمد أمين بن الدين. (2009). *دور السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي (حالة الجزائر 1990-2009)*. الجزائر، الجزائر.
- محمد حسين الوادي و آخرون. (2010). *مبادئ علم الاقتصاد*. الأردن.

- مريم شطبي محمود. (14 05, 2015). انعكسات انخفاض أسعار النفط على الاقتصاد الجزائري . الجزائر.
- مصطفى أحمد حامد رضوان. (2022). *الصناديق السيادية و دورها في الازمة المالية العالمية*. مجلة راية
الولية للعلوم التجارية ، مصر.
- معزي قوير. (2007.2008). فعالية السياسة النقدية في تحقيق التوازن الاقتصادي حالة الجزائر . الجزائر،
كلية العلوم الاقتصادية، الجزائر.
- ناجي التوني. (ماي, 2004). *الأزمات المالية*. الكويت، المعهد العربي للتخطيط، الكويت.
- نبيل بوفليح، و محمد طرشي. (2017). *دور الصناديق السيادية في إدارة العوائد النفطية " صندوق الثروة
النرويجي نموذجا"*. مجلة رؤى اقتصادية، الجزائر.
- هاجر يحي. (2017). *تقييم مدى التزام صناديق الثروة السيادية بمبادئ سننتياغو دراسة حالة صندوق
معشات التقاعد الحكومي العالمي النرويج و صندوق ضبط الموارد الجزائر . خميس مليانة ، مجلة
الاقتصاد الجديد، الجزائر .*
- واثق علي الموسوي. (2015). *الاستقرار الاقتصادي الصناديق السيادية ، الربيع ، الموازنة العامة ، السوق .
عمان . الاردن*.
- وليد عبد الحميد عايب. (2010). *الآثار الاقتصادية الكلية لسياسة الإنفاق الحكومي . بيروت، مكتبة حسين
العصرية ، لبنان*.

قائمة الملاحق

