



جامعة أكلبي محمد أولحاج - البويرة -



كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

العنوان:

دور صناديق الاستثمار في الحد من آثار الأزمات النفطية

- دراسة تجاربه دولية رائدة -

أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية
تخصص: نقود وبنوك

إشراف الأستاذ الدكتور:

كمال بن موسى

إعداد الطالب:

فريد علي

لجنة المناقشة :

رئيسا	جامعة البويرة	أستاذ	أ.د فرج شعبان
مشرفا	جامعة الجزائر -3-	أستاذ	أ.د بن موسى كمال
ممتحنا	جامعة البويرة	أستاذ	أ.د قرومي حميد
ممتحنا	جامعة البويرة	أستاذ محاضر -أ-	د. رشاء كمينة
ممتحنا	جامعة الجزائر -3-	أستاذ	أ.د غويني العربي
ممتحنا	جامعة بومرداس	أستاذ محاضر -أ-	د. فيصل سعدي

السنة الجامعية: 2020/2019

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

الإهداء

إلى ملاكي في الحياة .. إلى معنى الحب وإلى معنى الحنان والتفاني .. وإلى بسملة الحياة وسر الوجود .. إلى من كان دعائها سر نجاحي وجنائها بلسم جراحي إلى أغلى الحبايب .

أمي الحبيبة

إلى من كلله الله بالهبة والوقار .. إلى من علمني العطاء بدون انتظار .. إلى من حمل اسمه بكل افتخار أرجو من الله أن يمد في عمرك لترى ثمارا قد حان قطافها بعد طول انتظار وستبقى كلماتك نجوم اهتدى بها ليلا ونهار .

والدي العزيز

إلى كل إخوتي سندي وعزوتي حفظهم الله ورعاهم وسدد خطاهم .

قرود علي

شكر و عرفان

بسم الله الرحمن الرحيم، والصلاة والسلام على رسوله الكريم
الحمد لله مجزل العطاء ومسبغ النعم، وأشهد أن لا إله إلا الله وحده لا شريك له ذو الفضل
والإحسان والجلود والكرم، وأشهد أن محمداً عبده ورسوله سيّد العرب والعجم، المخصوص من ربّه
بجوامع الكلم، اللهم صلّ وسلّم وبارك عليه وعلى آله أهل المكارم والشّيم، وعلى أصحابه
مصاييح الدّجى والظلم، الذين أكرمهم الله فجعلهم خير أمة هي خير الأمم، وعلى كل من جاء
بعدهم مقتنياً آثارهم، وقد خلا قلبه من الغلّ للمؤمنين وسلّم.

يقول النبي صلى الله عليه وسلم " من صنع إليكم معروف فكافئوه، فإن لم تجدوا ما تكافئوه به
فادعوا له حتى ترو أنكم قد كافأتموه". رواه الإمام أحمد

أما بعد:

إنه ليسرني ويثلج صدري أن أتقدم بالشكر الجزيل والامتنان الوفير إلى أستاذي الفاضل الأستاذ
الدكتور بن موسى كمال الذي ما كان يوماً إلا نبراساً متألئناً أنار لي دروب العلم والمعرفة، وما
بخل يوماً عن مد يد العون والمساعدة، فكان الأستاذ الفاضل والأخ المعلم والناصح الأمين فأدعو
الله أن يمتعه دوماً بالصحة والعافية ليظل منبراً لطالب العلم.

كما لا ننسى كل الذين قدموا لنا يدا العون وخصصوا لنا جزءاً من وقتهم في تقديم المعلومات
القيمة لإنجاز هذا العمل.

وإلى كل من سقط اسمه سهواً من صديق أو قريب، بارك الله في الجميع.

قروء علي

الملخص:

يستعرض هذا البحث دور صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتها من الأزمات النفطية المتولدة عن تهاوي أسعار النفط في الأسواق العالمية والحد من أثارها السلبية على التوازنات الاقتصادية من خلال تغطية وتمويل عجز الموازنة العامة والحفاظ على استقرارها وتوفير التمويلات اللازمة للمشاريع والقطاعات الاقتصادية التي من شأنها أن تساهم في تنويع الاقتصاد وإرساء القواعد اللازمة لضمان نمو اقتصادي مستدام بعيد عن النفط وعائداته المتقلبة ويطرح إلى جانب ذلك الدروس المستفادة من التجارب الرائدة في مجال إدارة صناديق الاستثمار القائمة على التنويع والشفافية وخلص البحث إلى نتيجة مفادها أن صناديق الاستثمار تشكل مصدرة مالية تعمل على امتصاص الأزمات النفطية واحتواء أثارها على معظم مفاصل الاقتصادات النفطية لتضعها في مأمن من التغيرات التي تحصل لأسعار النفط في الأسواق العالمية.

الكلمات المفتاحية: صناديق الاستثمار، أسعار النفط، الأزمات النفطية، التنويع الاقتصادي.

ABSTRACT:

The purpose key of this study is to reviews the role of investment funds in protecting their economies from oil crises generated by plummeting oil prices in world markets and reduce the negative effects on economic balances through the coverage and financing of the general budget deficit and maintain stability and provide the necessary funding For economic sectors that will contribute to the diversification of the economy and establish the rules necessary to ensure sustainable economic growth, away from oil and volatile revenues, besides lessons learned from the pilot experiences in managing investment funds based on diversification Transparency and research concluded that mutual funds make up the bumper of assimilate financial oil crises and contain their effects on most joints of oil economies to put safe from changes because of oil prices in world markets.

key words: investment funds ,oil prices, oil crises, economic diversification.

قائمة الاختصارات

- قائمة الاختصارات -

الاختصار	الدلالة باللغة الأجنبية	الدلالة باللغة العربية
GPIFG	Government Pension Fund Global	صندوق معاشات التقاعد الحكومي
NBIM	Norges Bank Investment Management	بنك النرويج لإدارة الاستثمارات
ADIA	Abu Dhabi Investment Authority	جهاز أبو ظبي للاستثمار
Mubadala	Mubadala Development Company	شركة مبادلة للتنمية
IPIC	International Petroleum Investment Company	شركة الاستثمارات البترولية الدولية
ADIC	Abu Dhabi Investment Council	مجلس أبو ظبي للاستثمار
ICD	Investment Corporation of Dubai	شركة دبي للاستثمار
KIA	Kuwait Investment Authority	هيئة للاستثمار الكويتية
GRF	General Reserve Fund	صندوق الاحتياطي العام
FGF	Future Generations Fund	صندوق الأجيال القادمة
QIA	Qatar Investment Authority	جهاز قطر للاستثمار
SCRAI	Supreme Council for Economic Affairs and Investment	المجلس الأعلى للشؤون الاقتصادية والاستثمار
CIC	China investment corporation	مؤسسة الاستثمار الصينية
SAFE	State Administration of Foreign Exchange	إدارة احتياطات الصرف الحكومية
GIC	Government of Singapore Investment corporation	شركة حكومة سنغافورة للاستثمار
temasek	Temasek Holdings	تيماسك القابضة
FRR	Revenue Regulation Fund	صندوق ضبط الإيرادات
FNI	Fonds National Investissement	الصندوق الوطني للاستثمار
OECD	Organization for Economic Cooperation and Development	منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية
FMI	International Monetary Fund	صندوق النقد الدولي
RRF	Russian Reserve Fund	صندوق الاحتياطي الروسي
EDF	European Development Fund	صندوق التنمية الأوربي
AGFF	Government Future Fund Australia	صندوق المستقبل الحكومي الأسترالي
OPEC	Organization of the Petroleum Exporting Countries	منظمة البلدان المصدرة للبترول



قائمة الجداول

- قائمة الجداول -

الصفحة	العنوان	الرقم
41	الأنواع الخمس للصناديق السيادية حسب أهدافها	(01-01)
44	صناديق الثروة السيادية حسب المناطق الجغرافية	(02-01)
47	أهم الصناديق السيادية السلعية	(03-01)
49	أهم الصناديق السيادية غير السلعية	(04-01)
50	حجم صناديق الثروة السيادية للفترة 2000-2017	(05-01)
80	تطورات العائدات النفطية العربية تبعا لتطور أسعار النفط (2008-2015)	(01-02)
89	تطور أسعار النفط سلة خامات أوبك للفترة (1970-1985)	(02-02)
90	تطور أسعار النفط سلة أوبك للفترة (1986-2000)	(03-02)
92	تطور أسعار سلة أوبك للفترة (2001-2016)	(04-02)
96	السعر الفوري لسلة خامات أوبك الفترة 2012-2016	(05-02)
99	إنتاج واستهلاك واستيراد النفط الخام في الو.م.أ للفترة (2012-2014)	(06-02)
102	تطور حصتي الإيرادات النفطية والغير نفطية ضمن هيكل الإيرادات العامة للدول العربية النفطية	(07-02)
103	تطور حصة الإيرادات النفطية ضمن هيكل الإيرادات العامة للدول العربية النفطية	(08-02)
105	تطورات الإيرادات العامة للدول العربية المصدرة للنفط تبعا لتطورات أسعار النفط (1990-1999)	(09-02)
107	تطورات الإيرادات العامة للدول العربية المصدرة للنفط تبعا لتطورات أسعار النفط (2000-2008)	(10-02)
108	تطورات الإيرادات العامة للدول العربية المصدرة للنفط تبعا لتطورات أسعار النفط (2009-2016)	(11-02)
111	تطورات النفقات العامة للدول العربية المصدرة للنفط تبعا لتطورات أسعار النفط (1990-1999)	(12-02)
112	تطورات النفقات العامة للدول العربية المصدرة للنفط تبعا لتطورات أسعار النفط (2000-2008)	(13-02)
114	تطورات النفقات العامة للدول العربية المصدرة للنفط تبعا لتطورات أسعار النفط (2009-2016)	(14-02)
116	تطورات رصيد الموازنة العامة للدول العربية المصدرة للنفط تبعا لتطورات أسعار النفط (1990-1999)	(15-02)
118	تطورات رصيد الموازنة العامة للدول العربية المصدرة للنفط تبعا لتطورات أسعار النفط (2000-2009)	(16-02)
119	تطورات رصيد الموازنة العامة للدول العربية المصدرة للنفط تبعا لتطورات أسعار النفط (2010-2016)	(17-02)
121	تطور الناتج المحلي الإجمالي في الدول العربية المصدرة للنفط تبعا لتطورات أسعار النفط (1990-1999)	(18-02)
123	تطور الناتج المحلي الإجمالي في الدول العربية المصدرة للنفط تبعا لتطورات أسعار النفط (2000-2008)	(19-02)
125	تطور الناتج المحلي الإجمالي في الدول العربية المصدرة للنفط تبعا لتطورات أسعار النفط (2009-2016)	(20-02)
127	تطورات الميزان التجاري للدول العربية المصدرة للنفط تبعا لتطورات أسعار النفط (1990-1999)	(21-02)
129	تطورات الميزان التجاري للدول العربية المصدرة للنفط تبعا لتطورات أسعار النفط (2000-2008)	(22-02)

- قائمة الجداول -

131	تطورات الميزان التجاري للدول العربية المصدرة للنفط تبعا لتطورات أسعار النفط(2009-2016)	(23-02)
134	تطورات الاحتياطات الرسمية للدول العربية المصدرة للنفط تبعا لتطورات أسعار النفط(1990-1999)	(24-02)
136	تطورات الاحتياطات الرسمية للدول العربية المصدرة للنفط تبعا لتطورات أسعار النفط(2000-2008)	(25-02)
137	تطورات الاحتياطات الرسمية للدول العربية المصدرة للنفط تبعا لتطورات أسعار النفط(2009-2016)	(26-02)
146	التطور التاريخي لصندوق التقاعد الحكومي النرويجي	(01-03)
147	تطورات محفظة أصول صندوق معاشات النرويج خلال الفترة (1998-2017)	(02-03)
154	دور صندوق GPFG في تغطية عجز الموازنة العامة للدولة	(03-03)
158	توزيعات استثمارات صندوق GPFG حسب القطاعات الاقتصادية	(04-03)
167	التطور التاريخي لجهاز أبو ظبي للاستثمار	(05-03)
175	توزيعات المحفظة المرجعية لاستثمارات جهاز ADIA حسب فئات الأصول	(06-03)
176	التوزيع الجغرافي لمحفظة جهاز ADIA المرجعية	(07-03)
176	توزيعات بعض استثمارات جهاز ADIA حسب القطاعات الفترة 2007-2017	(08-03)
178	تطورات عائدات جهاز أبو ظبي للاستثمار	(09-03)
179	التطور التاريخي لشركة مبادلة للاستثمار	(10-03)
187	توزيعات شركة مبادلة للاستثمار حسب القطاعات الاقتصادية	(11-03)
189	تطورات حجم إيرادات شركة مبادلة للاستثمار خلال (2008-2017)	(12-03)
193	التطور التاريخي لهيئة الاستثمار الكويتية KIA	(13-03)
200	دور KIA في استقرار الموازنة العامة للدولة	(14-03)
201	السحوبات من صندوق الاحتياطي العام خلال سنوات الأزمة النفطية الحالية	(15-03)
202	عوائد الأصول السائلة والشبه السائلة بصندوق الاحتياطي العام	(16-03)
203	توزيعات الهيئة العامة للاستثمار حسب فئة الأصول	(17-03)
204	توزيعات الهيئة العامة للاستثمار حسب العملات والمناطق الجغرافية	(18-03)
205	توزيعات بعض استثمارات جهاز KIA حسب القطاعات الفترة 2007-2017	(19-03)
206	عوائد KIA حسب القطاعات خلال الفترة (2000-2008)	(20-03)
207	تطورات حجم أصول وعوائد صندوق الاحتياطي العام	(21-03)
210	التطور التاريخي لجهاز قطر للاستثمار QIA	(22-03)
220	توزيعات جهاز قطر للاستثمار QIA حسب القطاعات	(23-03)
222	محفظة استثمارات جهاز قطر للاستثمار حسب القطاعات الاقتصادية	(24-03)

- قائمة الجداول -

228	تطور احتياطي النفط المؤكد في الجزائر للفترة (1975-2016)	(01-04)
229	تطور الاكتشافات النفطية في الجزائر خلال الفترة (1996-2016)	(02-04)
230	تطور حجم إنتاج النفط في الجزائر للفترة (1975-2016)	(03-04)
232	صادرات النفط الخام ومشتقاته في الجزائر للفترة (1975-2016)	(04-04)
234	مساهمة النفط في الناتج الداخلي الخام للفترة (2000-2017)	(05-04)
237	مساهمة النفط في الموازنة العامة للدولة للفترة (2000-2017)	(06-04)
240	مساهمة النفط في إجمالي الصادرات للفترة (2001-2017)	(07-04)
243	التطور التاريخي لصندوق ضبط الإيرادات (FRR)	(08-04)
246	الجبابة النفطية المنصبة في صندوق ضبط الإيرادات خلال الفترة (2000-2017)	(09-04)
247	حجم صندوق ضبط الإيرادات خلال الفترة (2000-2016)	(10-04)
250	دور صندوق ضبط الإيرادات في تخفيض المديونية العمومية	(11-04)
252	دور صندوق ضبط الإيرادات في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة	(12-04)
267	توزيع استثمارات الصندوق حسب القطاعات	(13-04)
269	محفظة مساهمات الصندوق الوطني للاستثمار	(14-04)
271	توزيع إدارة برامج التجهيز العمومي من طرف الصندوق خلال (2011-2014)	(15-04)
272	تسيير الصندوق قروض لصالح الدولة خلال الفترة 2011-2014	(16-04)

قائمة الأشكال

- قائمة الأشغال -

الصفحة	العنوان	الرقم
36	التطور التاريخي لعدد صناديق الثروة السيادية	(01-01)
42	توزيع أصول المحفظة الاستثمارية لمختلف أنواع الصناديق السيادية	(02-01)
49	توزيع صناديق الثروة السيادية حسب المصدر ما بين (2000-2017)	(03-01)
51	تطور حجم صناديق الثروة السيادية (2000-2017)	(04-01)
53	موقع الصناديق السيادية في النظام المالي العالمي	(05-01)
69	تصنيف أداء مدير محفظة الاستثمار	(06-01)
72	نموذج شارب لقياس أداء المحفظة الاستثمارية	(07-01)
79	مكانة النفط ضمن الاستهلاك العالمي للطاقة (1973-2014)	(01-02)
82	مقارنة عوائد الكويت من صادرات النفط وعوائد فرنسا من ضريبة النفط	(02-02)
82	مقارنة عوائد الإمارات من صادرات النفط وعوائد ألمانيا من ضريبة النفط	(03-02)
97	العلاقة بين معدل نمو الاقتصاد العالمي والتغير في الطلب العالمي على النفط	(04-02)
123	تطور العائدات النفطية والناتج المحلي الإجمالي للدول العربية المصدرة للنفط (1990-1999)	(05-02)
124	تطور العائدات النفطية والناتج المحلي الإجمالي للدول العربية المصدرة للنفط (2000-2008)	(06-02)
126	تطور العائدات النفطية والناتج المحلي الإجمالي للدول العربية المصدرة للنفط (2009-2016)	(07-02)
129	تطورات الميزان التجاري والصادرات النفطية للدول العربية النفطية (1990-1999)	(08-02)
130	تطورات الميزان التجاري والصادرات النفطية للدول العربية النفطية (2000-2008)	(09-02)
133	تطورات الميزان التجاري والصادرات النفطية للدول العربية النفطية (2009-2016)	(10-02)
135	تطور الاحتياطات الرسمية للدول العربية المصدرة للنفط (1990-1999)	(11-02)
137	تطور الاحتياطات الرسمية للدول العربية المصدرة للنفط (2000-2008)	(12-02)
139	تطور الاحتياطات الرسمية للدول العربية المصدرة للنفط (2009-2016)	(13-02)
145	قطاع النفط ومؤسسات الاقتصاد الكلي النرويجي	(01-03)
148	تطورات حجم أصول صندوق معاشات النرويج خلال الفترة (1998-2017)	(02-03)
150	حوكمة صندوق معاشات التقاعد الحكومي النرويجي	(03-03)
152	الهيكل التنظيمي لبنك إدارة الاستثمارات النرويجي	(04-03)
154	العلاقة بين الموازنة العامة وصندوق المعاشات التقاعد الحكومي النرويجي	(05-03)
157	توزيع استثمارات GPFG حسب فئات الأصول خلال (2016-2017)	(06-03)
159	التوزيع الجغرافي لاستثمارات GPFG عام 2016	(07-03)

- قائمة الأعمال -

161	تطورات عوائد أسهم صندوق GPFG خلال الفترة (2000-2017)	(08-03)
162	تطورات عوائد السندات صندوق GPFG خلال الفترة (2000-2017)	(09-03)
163	تطورات عوائد العقارات صندوق GPFG خلال الفترة (2000-2017)	(10-03)
163	تطورات العائد الإجمالي لصندوق GPFG خلال الفترة (2000-2017)	(11-03)
166	قطاع النفط ومؤشرات الاقتصاد الكلي الإماراتي	(12-03)
168	تطورات حجم أصول جهاز أبو ظبي للاستثمار الفترة (2008-2017)	(13-03)
169	علاقة جهاز أبو ظبي للاستثمار بالموازنة العامة للدولة	(14-03)
171	هيكل إدارة جهاز أبو ظبي للاستثمار	(15-03)
174	مراحل إعداد وتنفيذ إستراتيجية الاستثمار في جهاز أو ظبي للاستثمار	(16-03)
181	تطورات حجم أصول شركة مبادلة للاستثمار	(17-03)
182	حوكمة وإدارة شركة مبادلة للاستثمار	(18-03)
185	توزيع استثمارات شركة مبادلة للاستثمار جغرافيا	(19-03)
186	توزيعات شركة مبادلة للاستثمار حسب قطاعات الأعمال الاقتصادية	(20-03)
189	مساهمة القطاعات في توليد الإيرادات خلال الفترة (2010-2017)	(21-03)
190	مساهمة التوزيعات الجغرافية في توليد الإيرادات خلال الفترة (2010-2017)	(22-03)
192	قطاع النفط ومؤشرات الاقتصاد الكلي الكويتي	(23-03)
194	تطورات حجم أصول الهيئة العامة للاستثمار الكويتية "KIA"	(24-03)
195	حوكمة وإدارة الهيئة العامة للاستثمار الكويتية "KIA"	(25-03)
198	علاقة الهيئة العامة للاستثمار بالموازنة العامة للدولة	(26-03)
209	قطاع النفط والغاز ومؤشرات الاقتصاد الكلي القطري	(27-03)
210	تطورات حجم أصول جهاز قطر للاستثمار	(28-03)
212	حوكمة وإدارة جهاز قطر للاستثمار "QIA"	(29-03)
217	(مراحل تنفيذ الإستراتيجية الاستثمارية لجهاز قطر للاستثمار	(30-03)
219	توزيعات جهاز قطر للاستثمار حسب فئة الأصول	(31-03)
221	توزيعات جهاز قطر للاستثمار حسب العملات والمناطق الجغرافية	(32-03)
236	التوزيع القطاعي لإجمالي الناتج المحلي في الجزائر	(01-04)
239	هيكل الإيرادات العامة في الجزائر خلال الفترة (2009-2017)	(02-04)
241	تطور العلاقة بين رصيد الميزان التجاري والصادرات النفطية الجزائرية (2000-2017)	(03-04)

- قائمة الأعمال -

248	تطورات حجم صندوق ضبط الإيرادات خلال (2000-2016)	(04-04)
260	الهيكل التنظيمي للصندوق الوطني للاستثمار	(05-04)
268	توزيعات قروض الصندوق الوطني للاستثمار حسب القطاعات	(06-04)
270	مساهمة الصندوق الوطني للاستثمار حسب قطاع النشاط	(07-04)
274	تطورات عوائد الصندوق الوطني للاستثمار خلال الفترة (2010-2014)	(08-04)
277	علاقة صندوق الجزائر للاستثمار بالموازنة العامة للدولة	(09-04)
278	الهيكل التنظيمي لصندوق الجزائر للاستثمار	(10-04)
282	مراحل إعداد وتنفيذ إستراتيجية الاستثمار في الصندوق	(11-04)
284	نموذج محفظة الاستثمار المقترحة للصندوق الجزائري للاستثمار	(12-04)

قائمة الملاحق

- قائمة الملاحق -

الصفحة	العنوان	الرقم
310	مصادر أصول صناديق الثروة السيادية وترتيبها في 2019	01
312	تطور الإيرادات العامة في الدول العربية المصدرة للنفط خلال الفترة (1990-2016)	02
313	تطور النفقات العامة في الدول العربية المصدرة للنفط خلال الفترة (1990-2016)	03
314	تطور رصيد الموازنة العامة في الدول العربية المصدرة للنفط خلال الفترة (1990-2016)	04
316	تطور الناتج المحلي الإجمالي في الدول العربية المصدرة للنفط خلال الفترة (1990-2016)	05
317	تطور رصيد الميزان التجاري في الدول العربية المصدرة للنفط خلال الفترة (1990-2016)	06
318	مساهمة القطاعات في توليد إيرادات صندوق مبادلة للاستثمار (2010-2017)	07
319	مساهمة التوزيعات الجغرافية في توليد إيرادات صندوق مبادلة للاستثمار (2010-2017)	08
320	العمليات المنحزة على صندوق ضبط الإيرادات خلال الفترة (200-2017)	09



قائمة المحتويات

- قائمة المحتويات -

الصفحة	المحتوى
ب-ح	مقدمة
	الفصل الأول: الجوانب النظرية والفنية لصناديق الاستثمار
02	تمهيد
03	المبحث الأول: السمات الأساسية لصناديق الاستثمار
03	المطلب الأول: نشأة ومفهوم صناديق الاستثمار
09	المطلب الثاني: أنواع صناديق الاستثمار
18	المطلب الثالث: مزايا ومخاطر صناديق الاستثمار
24	المبحث الثاني: آليات تشكيل صناديق الاستثمار وإدارتها
24	المطلب الأول: آليات تشكيل و عمل صناديق الاستثمار
29	المطلب الثاني: عمليات صناديق الاستثمار وهيكلها التنظيمي
34	المبحث الثالث: الصناديق السيادية كصناديق استثمار
34	المطلب الأول: الملامح الأساسية للصناديق السيادية
39	المطلب الثاني: تصنيفات الصناديق السيادية وأهدافها
46	المطلب الثالث: حجم الصناديق السيادية وموقعها داخل النظام المالي العالمي
56	المبحث الرابع: تقييم أداء محافظ صناديق الاستثمار
56	المطلب الأول: ماهية المحفظة الاستثمارية
60	المطلب الثاني: عائد ومخاطر المحفظة الاستثمارية
67	المطلب الثالث: طرق تقييم محافظ صناديق الاستثمار
75	خلاصة الفصل
	الفصل الثاني: الأبعاد الاقتصادية لأثار الأزمات النفطية على الدول العربية المصدرة للنفط
77	تمهيد
78	المبحث الأول: محطات مهمة في تاريخ الأزمات النفطية
78	المطلب الأول: الأهمية والمكانة الاقتصادية للنفط
83	المطلب الثاني: محددات أسعار النفط
88	المطلب الثالث: قراءة تاريخية في الأزمات النفطية

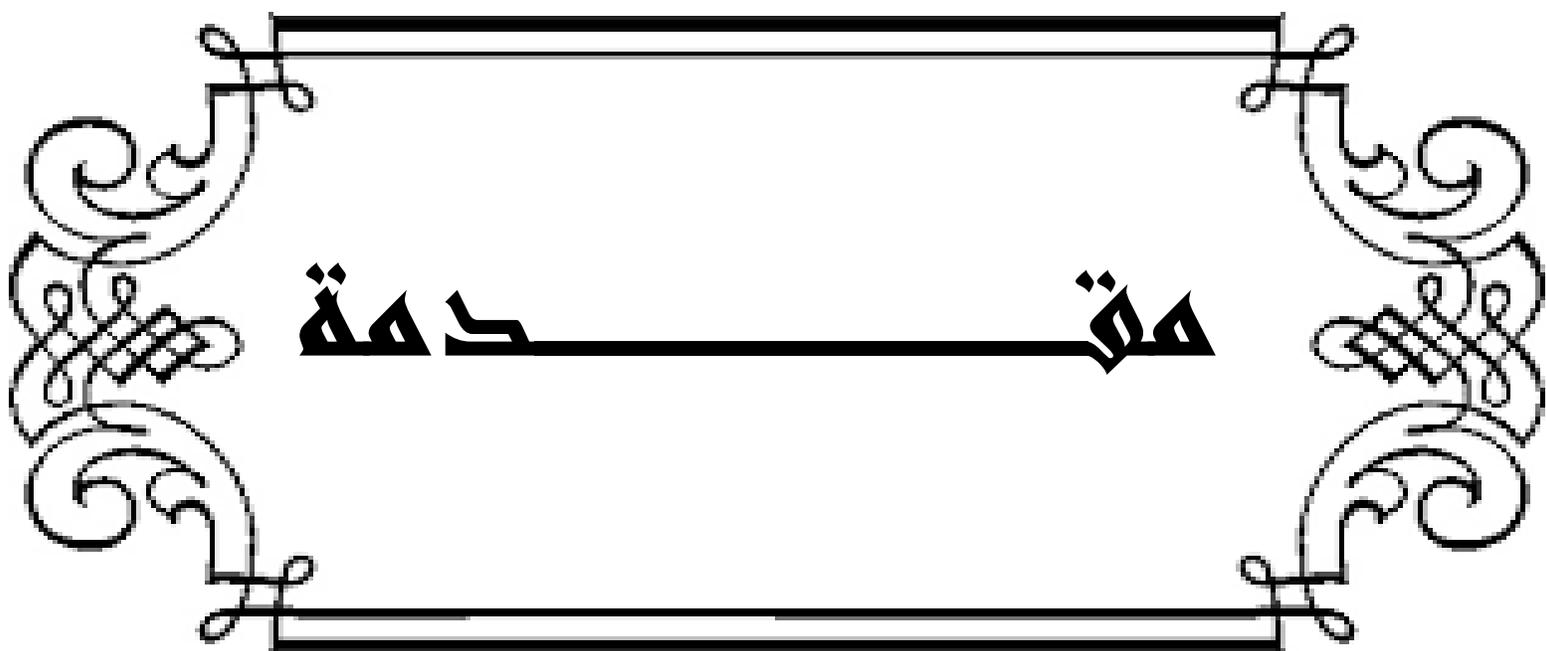
- قائمة المحتويات -

102	المبحث الثاني: الأبعاد الاقتصادية لأثر الأزمات النفطية على الموازنة العامة للدول العربية المصدرة للنفط
102	المطلب الأول: انعكاسات الأزمات النفطية على الإيرادات العامة للدول العربية المصدرة للنفط
110	المطلب الثاني: انعكاسات الأزمات النفطية على النفقات العامة للدول العربية المصدرة للنفط
115	المطلب الثالث: انعكاسات الأزمات النفطية على الموازنة العامة للدول العربية المصدرة للنفط
121	المبحث الثالث: الأبعاد الاقتصادية لأثر الأزمات النفطية على الأوضاع الخارجية للدول العربية المصدرة للنفط
121	المطلب الأول: انعكاسات الأزمات النفطية على الناتج المحلي الإجمالي للدول العربية المصدرة للنفط
127	المطلب الثاني: انعكاسات الأزمات النفطية على الميزان التجاري للدول العربية المصدرة للنفط
133	المطلب الثالث: انعكاسات الأزمات النفطية على الاحتياطات الرسمية للدول العربية المصدرة للنفط
140	خلاصة الفصل
	الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتها من أثار الأزمات النفطية
142	تمهيد
143	المبحث الأول: فعالية صندوق التقاعد الحكومي النرويجي في الحد من أثار الأزمات النفطية
143	المطلب الأول: عائدات النفط وصندوق معاشات التقاعد الحكومي النرويجي
149	المطلب الثاني: دور صندوق المعاشات الحكومي النرويجي في استقرار الموازنة العامة للدولة
157	المطلب الثالث: الإستراتيجية الاستثمارية لصندوق GPFG ودورها في تحقيق التنوع الاقتصادي
165	المبحث الثاني: فعالية صناديق الاستثمار الإماراتية في الحد من أثار الأزمات النفطية
165	المطلب الأول: فعالية جهاز أبو ظبي للاستثمار في استقرار الموازنة العامة للدولة
179	المطلب الثاني: فعالية شركة مبادلة للاستثمار في دعم جهود التنوع الاقتصادي
191	المبحث الثالث: فعالية الهيئة العامة للاستثمار الكويتية في الحد من أثار الأزمات النفطية
191	المطلب الأول: نشأة ومهام الهيئة العامة للاستثمار الكويتية
198	المطلب الثاني: دور الهيئة العامة للاستثمار في استقرار الموازنة العامة للدولة
202	المطلب الثالث: الإستراتيجية الاستثمارية للهيئة الاستثمارية ودورها في التنوع الاقتصادي
208	المبحث الرابع: فعالية جهاز قطر للاستثمار في الحد من أثار الأزمات النفطية
208	المطلب الأول: نشأة ومهام جهاز قطر للاستثمار

- قائمة المحتويات -

216	المطلب الثاني: الإستراتيجية الاستثمارية للصندوق ودورها في التنويع الاقتصادي
225	خلاصة الفصل
	الفصل الرابع: فعالية صناديق الاستثمار الجزائرية في الحد من آثار الأزمات النفطية
227	تمهيد
228	المبحث الأول: مكانة النفط في الاقتصاد الجزائري
228	المطلب الأول: الإمكانيات النفطية للجزائر
233	المطلب الثاني: انكشاف الاقتصاد الجزائري على النفط
242	المبحث الثاني: فعالية صندوق ضبط الإيرادات في الحد من آثار الأزمات النفطية على الموازنة العامة
242	المطلب الأول: ماهية صندوق ضبط الإيرادات
249	المطلب الثاني: دور صندوق ضبط الإيرادات في استقرار الموازنة العامة للدولة
257	المبحث الثالث: فعالية صندوق الاستثمار الوطني في دعم التنمية الاقتصادية
257	المطلب الأول: ماهية الصندوق الوطني للاستثمار
265	المطلب الثاني: مساهمة الصندوق في دعم التنمية الاقتصادية
275	المبحث الرابع: إمكانية تعزيز فعالية الصندوق الوطني للاستثمار بين الفرص والقيود
275	المطلب الأول: اقتراحات خاصة بالإطار القانوني والمالي للصندوق
281	المطلب الثاني: الإستراتيجية الاستثمارية للصندوق
287	خلاصة الفصل
289	الخاتمة العامة
296	قائمة المراجع
309	الملاحق

حَقِّقْ حَقِيقَةَ



ارتبط تقدم البشرية منذ فجر التاريخ بالطاقة بحيث سعى الإنسان على مر العصور إلى تملك الطاقة بصورها وأشكالها المختلفة والبحث المستمر عن مصادرها التي اختلفت باختلاف الحقبة الزمنية، ليخطو خطوات كبيرة في التقدم منذ اكتشافه النفط الذي أصبح من المصادر الرئيسية للطاقة في الوقت الحاضر نظرا لتوفر احتياطات كبيرة منه، مكنته من احتلال مكانة هامة ومحورية ضمن مصادر الطاقة المختلفة وجعلت منه عصب الاقتصاد العالمي والمركب الأساسي الذي تبنى عليه الحياة البشرية المعاصرة، ليكون بذلك سلعة ضرورية تساهم في بناء قاعدة صناعية متطورة في قطاع الصناعات اللاحقة ومصدرا مهما للعائدات المالية التي تساهم في توفير متطلبات التنمية خاصة في تلك الدول التي تعتمد على العائدات النفطية في تسيير شؤونها الاقتصادية.

إن أهمية النفط المتزايدة في الاقتصاد العالمي جعلت حركة أسعاره تستقطب أنظار جميع الدول والمنظمات العالمية نظرا للأثر الذي تتركه على مختلف الأوضاع والأنشطة الاقتصادية سواء تعلق الأمر بالدول المستوردة أو المصدرة للنفط وبالنظر للدور الذي يؤديه النفط في الدول النفطية خاصة الدول العربية منها الذي يعتبر القاطرة الأساسية لاقتصادها والمتغير الأساسي التي تستند إليه في قراراتها وبرامجها الاقتصادية وخطتها التنموية التي تصبو إلى تحقيقها، جعل وضعية اقتصاداتها وسياساتها الاقتصادية والاستثمارية تتوقف على حركة التقلبات السعرية للنفط المرتبطة أصلا بالعوامل الخارجية لتجد هذه الدول نفسها حبيسة هذا القطاع لغياب نسيج إنتاجي قطاعي متنوع مما زاد من انكشافها أمام لصدمات النفطية التي تنتجها أسعار النفط المتقلبة.

ما بين الاعتماد المتزايد على النفط وأسعاره المتقلبة وعدم انتظام عائداته وجدت الدول النفطية نفسها عرضة لصدمات وأزمات نفطية متكررة لا يمكن أن تمر دون أن تترك آثار سلبية على اقتصاداتها، تبدأ بتراجع حصيلة الصادرات النفطية والإيرادات الحكومية والإنفاق العام ومن ثم تؤثر على الناتج المحلي ومعدلات نموه وعلى الاستقرار والاستثمار وفرص العمل حتى تصل إلى تعطل أو عرقلة مسيرة التنمية التي تحتاج إلى مصادر تمويل ثابتة ومستقرة، ولتحييد الآثار السلبية التي تحدثها الأزمات النفطية اتبعت هذه الدول مجموعة من السياسات منها تطوير عدد من المؤسسات القادرة على دعم الاستقرار الاقتصادي وتقليل الانكشاف على الصدمات، كان من أبرزها إنشاء صناديق استثمارية يختلف نطاق عملها ومرجعيتها وظروف إنشائها من دولة إلى أخرى تبنيت من خلالها سياسات وإستراتيجيات استثمارية تهدف

إلى تنمية القيمة السوقية للفوائض النفطية واستغلالها في الحفاظ على التوازنات الداخلية والخارجية وضمان التوزيع العادل للثروة النفطية الناضبة ما بين الأجيال والحفاظ على مستويات أكثر استقراراً للإيرادات العامة.

أهمية البحث:

يستمد هذا البحث أهميته في كونه يتطرق إلى موضوع متجدد يتمحور حول الأزمات النفطية التي تمثل سوط من العذاب يفتك باقتصادات الدول النفطية ويعصف بمختلف توازنها ويهوي بمختلف مؤشرات الاقتصاديات ويختزل كل المكاسب التي حققتها على مدار سنوات ارتفاع أسعار النفط، ليجعلها تعيش تحت وقع تراجع مداخيلها المالية وانقطاع مسيرتها التنموية نظراً لاعتمادها المتزايد على العائدات النفطية التي تتميز بالتذبذب وعدم اليقين كمصدر وحيد للدخل وركيزة أساسية تستند إليها في توفير متطلبات التنمية، وما مدى فعالية صناديق استثمار هذه الدول ومساهماتها في حماية اقتصاداتها من هذه الأزمات واحتواء آثارها السلبية على الموازنة العامة للدولة إضافة إلى دورها في استثمار فوائضها المالية في تشكيلة أصول متوازنة ومتنوعة تشمل قطاعات النشاط الاقتصادي المختلفة لتحقيق عائدات مستدامة تعطي الاقتصاد مرونة أكبر في التعامل مع التغيرات الاقتصادية لاسيما تلك المتعلقة بالأزمات النفطية، إن دراسة بعض التجارب الرائدة في مجال الصناديق الاستثمارية ودورها في حماية اقتصاداتها قد يساهم في استخلاص عوامل نجاح هذه الصناديق والاستفادة منها في طرح حلول تحسن من أداء صناديق الاستثمار الجزائرية وتزيد من فعاليتها في امتصاص مثل هذه الصدمات واحتواء آثارها على الاقتصاد.

أهداف البحث:

يسعى هذا البحث إلى الكشف على التأثيرات السلبية التي تحدثها الأزمة النفطية على اقتصادات الدول النفطية ورصد وتحليل أبعادها على مؤشرات الاقتصاديات وبيان دور صناديقها الاستثمارية في الحد من تداعيات هذه الأزمة واحتواء آثارها على اقتصادات تلك الدول عامة والجزائر خاصة.

الدراسات السابقة:

✎ ماجد عبد الله المنيف "صناديق الثروة السيادية ودورها في إدارة الفوائض النفطية" ورقة بحثية منشورة في مجلة بحوث اقتصادية عربية العدد 47 تصدر عن مركز دراسات الوحدة العربية صيف 2009، تناولت الدراسة دور صناديق الثروة السيادية في استقرار المالية العامة للدولة عبر برجة تدفق الإيرادات النفطية المتقلبة التي يصعب التنبؤ بها

إلى الميزانية وبالتالي تحقيق الاستقرار الاقتصادي، وتوصلت الدراسة إلى أن نجاح هذه الصناديق في أداء مهامها يعتمد على معايير عديدة منها درجة مرونة الإيداع والسحب والاستثمار لتلك الصناديق إضافة لدرجة المساءلة والشفافية ودرجة ارتباط نشاطها مع مسارات المالية العامة.

📖 بوفليح نبيل " دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية الواقع وآفاق مع الإشارة لحالة الجزائر" أطروحة دكتوراه علوم في علوم التسيير 2010-2011، تناولت الدراسة كيفية مساهمة صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية في ظل التقلبات التي تسجلها أسعار النفط وعدم اليقين الذي يسوق أسواقها وتوصل الباحث إلى الصناديق السيادية تتوفر على قدرات تمويلية عالية تمكنها من تمويل اقتصاديات الدول النفطية عن طريق رفع ملاءمتها المالية وتوفير مصدر تمويل بديل عن مصادر التمويل الأجنبية مما يؤدي إلى التخلص من المديونية كما أنها تحافظ على الاستقرار الاقتصادي وتعزيز قدرة الاقتصاد على التصدي لمختلف الأزمات الاقتصادية العالمية عن طريق تعويض الانخفاض المتوقع في المداخيل على مستوى الصادرات أو الإيرادات العامة للدولة.

📖 بلقلة إبراهيم "سياسات الحد من الآثار غير المرغوبة لتقلبات أسعار النفط على الموازنة العامة في الدول العربية المصدرة للنفط مع الإشارة إلى حالة الجزائر" أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية 2014-2015 بحثت الدراسة عن مختلف السياسات والآليات الواجب على الدول العربية النفطية ومنها الجزائر إتباعها للحد من الآثار الاقتصادية غير المرغوبة لتقلبات أسعار النفط على الموازنة العامة، ومن أبرز النتائج التي توصل إليها الباحث هي أن الصناديق الثروة السيادية تشكل أداة فعالة في زيادة الضبط المالي وتحسين إدارة فوائض الإيرادات النفطية من خلال استثمار هذه العائدات لتحديد آثار التذبذب واللايقين بالنسبة للإيرادات النفطية على الموازنة العامة والحفاظ على جزء من الثروات النفطية الحالية للأجيال المستقبلية.

📖 جاري فاتح، شلال زهير، بن طالبي فريد "آليات دعم الاستثمار عن طريق صناديق الاستثمار في الجزائر" ورقة بحثية منشورة في مجلة العلوم الإنسانية العدد 50 جامعة محمد خيضر بسكرة في ديسمبر 2018، هدفت الدراسة إلى إبراز أهمية صناديق الاستثمار السيادية ودورها في تحقيق التنمية المستدامة عن طريق تحليل آليات تحفيز دعم الاستثمار بواسطة صناديق الاستثمار، وتوصلت الدراسة إلى أن صناديق الاستثمار في الجزائر تعتبر أحد آليات دعم الاستثمار الحقيقي بصفة مباشرة ولا تركز استثماراتها في الأسواق المالية كما هو الحال في العديد من الدول بل تركز على المساهمة في تطوير الاستثمارات الحقيقية المنتجة للثروة لتحقيق التنمية المستدامة عبر توفير التمويل اللازم للقطاعات ذات الأولوية الإستراتيجية بالنسبة للدولة.

📖 Marie Claie Aoun, Quentin Boulanger "The New Challenges for Oil-Based Sovereign Wealth Fund " The Study Has Been Realized Within The Partnership Between The French Institute of International Relations and OCP Policy Center, February 2015.

تناولت الدراسة التحديات الجديدة التي تواجه صناديق الاستثمار السيادية القائمة على النفط ومدى فعاليتها في إدارة الفوائض النفطية والحد من آثار تقلبات عائدات النفط على اقتصاديات الدول المصدرة للنفط وعاجلت تطور إستراتيجيات الاستثمار التي انتهجتها الصناديق السيادية خلال السنوات الأخيرة خاصة في ظل ارتفاع أسعار النفط خلال الفترة 2007-2014 وتوجهها نحو التنمية الاقتصادية محلية، وتوصلت الدراسة إلى أن الاحتياطات المالية التي حققتها دول الخليج المصدرة للنفط في صناديقها الاستثمارية خلال السنوات العشر الأخيرة وفرت لها وضع مالي مريح نسبيا ساعدها على مواجهة الأزمات النفطية على عكس بعض الدول المصدرة الأخرى كروسيا ونيجيريا وفرنزويلا.

📖 Juan Manuel Ramirez, Eszter Wirth" Sovereign Wealth Fund and Their Coordination With Fiscal and Monetary Policies in Oil Exporting Countries: The Cases of Norway, Saudi Arabia, Kuwait, Qatar, And The United Arab Emirates" 13 TH International Conference Developments in Economic Theory and Policy, Bilbao (Spain) 23RD And 24TH OF June 2016.

تناولت الدراسة إمكانية تنسيق عمل صناديق الاستثمار السيادية مع السياسات المالية والنقدية في الدول المصدرة للنفط وإنشاء رابط بينها من شأنه أن يؤدي إلى سياسة اقتصادية شاملة تعمل على مواجهة التقلبات الدورية لأسعار النفط والتقليل من الاعتماد المكثف على النفط، وتوصلت الدراسة إلى أن النرويج نجحت إلى حد كبير في تحقيق هذه السياسة ولكنها لا تزال بحاجة إلى ضبط دقيق في السعودية والكويت والإمارات وقطر، وقد تمكنت النرويج من تحقيق ذلك عن طريق وضع قاعدة مالية تم احترامها من قبل السلطات وفرت لها مرونة أكبر في التعامل مع التغيرات الاقتصادية خاصة المتعلقة بتقلبات أسعار النفط بينما تفتقر الدول العربية المصدرة للنفط لهذه القواعد خاصة فيما يخص السحب والإيداع من صناديقها الاستثمارية.

📖 Mutiu Gbade Rasaki, Christopher Malikane,"Sovereign Wealth Fund and Macroeconomic Stability in Oil Exporting African Countries" OPEC Energy Review, Volume 42, June 2018.

تبحث هذه الورقة في فعالية صناديق لاستثمار السيادية في الحد من صدمات أسعار النفط على الاقتصاد الكلي في البلدان الإفريقية المصدرة للنفط بحيث قام الباحثان بصياغة نموذج محاكاة التوازن العام يشتمل على صناديق السيادية في القطاع المالي ومقارنته مع نموذج آخر بدون صناديق سيادية، وأشارت تحاليل المحاكاة إلى أن إنشاء صناديق الاستثمار السيادية يمكن أن يخفف من تعرض اقتصادات البلدان الإفريقية المصدرة للنفط لصدمات أسعار النفط وبصفة خاصة

يمكن للصناديق السيادية امتصاص الفوائض وتقليل تقلبات أسعار الصرف علاوة على ذلك يمكن أن تعمل على تثبيت مستوى الدين العام الخارجي، كما توصلت الدراسة إلى أن الصدمات النفطية طالما كانت من أهم لصدمات الخارجية التي تسبب عدم الاستقرار الاقتصادي في الدول الإفريقية المصدرة للنفط وإن إنشاء صناديق الاستثمار السيادية يمكن أن يعزل هذه الاقتصادات عن الصدمات لخارجية.

الإشكالية: رغم فترة النمو القوي في منتصف العقد الأول من الألفية الجديدة شهدت الدول المصدرة نمو باهت في معظم سنوات العقد الحالي بعد أن تلقت ضربة قاسية من جراء الأزمة المالية العالمية 2008، وأخرى بحدوث الأزمة النفطية في عام 2014 مما جعلها تلجأ إلى صناديقها الاستثمارية لحمايتها من هذه الصدمات واحتواء آثارها على اقتصادياتها انطلاقاً مما سبق نطرح السؤال الجوهرى لبحثنا: ما مدى فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصادات الدول المصدرة للنفط من الآثار السلبية للأزمات النفطية؟ وما هي الآليات والأساليب التي تنتهجها لتحقيق المزيد من الكفاءة والفعالية في استخدام عائدات النفط بما يسهم في تحقيق المزيد من التنوع والاستقرار الاقتصادي؟

ويندرج تحت هذه الإشكالية عدد من الأسئلة الفرعية التالية:

☞ هل وجود صندوق استثمار لدى الدول النفطية يساعد على امتصاص الصدمات النفطية؟

☞ ما مدى فعالية صناديق الاستثمار في استقرار الموازنة العامة للدولة؟

☞ هل استثمار الفوائض النفطية في صندوق استثمار كفيل بتحويل الثروة النفطية الناضبة إلى ثروة مالية مستدامة؟

☞ كيف يمكن لصناديق الاستثمار أن تساهم في دعم التنوع الاقتصادي؟

☞ هل استثمار جزء من الاحتياطات الرسمية (غير خاصة بالسياسة النقدية وإدارة سعر الصرف) في صندوق استثمار

يحقق عائدات أفضل من استثمارها في شكل سندات قليلة المخاطر؟

☞ كيف يمكن لصناديق الاستثمار في الجزائر أن تساهم في حماية اقتصادها من ارتدادات الأزمات النفطية؟

الفرضيات:

☞ إن امتلاك الدول المصدرة للنفط لصندوق استثمار يساعدها أكثر على استقرار موازنتها العامة وحمايتها من

الصدمات النفطية نظراً لقدرتها على استيعاب انخفاض أسعار النفط وتوفير احتياجات الموازنة المالية؛

كـ إن اضطلاع صناديق الاستثمار بإدارة الفوائض النفطية يساهم في تحقيق العدالة بين الأجيال من خلال تحويل الثروة النفطية الناضبة إلى ثروة مالية مستدامة؛

كـ تساهم صناديق الاستثمار في تنوع اقتصاداتها عبر تأسيس ذراعات استثمارية متخصصة في مجالات معينة أو عقد شراكات مع مؤسسات دولية رائدة متخصصة للنهوض بالقطاعات الإستراتيجية الهامة وزيادة مساهمتها في توليد القيمة المضافة للاقتصاد؛

كـ إن تحويل جزء من الاحتياطات الرسمية نحو صندوق استثمار لاستثمارها في أصول متنوعة يقلل من تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بها في شكلها التقليدي؛

كـ تساهم صناديق الاستثمار في الجزائر في توفير التمويلات اللازمة للمشاريع الاقتصادية الهامة لتعزيز الاقتصاد الوطني وتنوع قاعدته الإنتاجية مما يعطي الاقتصاد مرونة أكبر في التعامل مع المتغيرات الاقتصادية لاسيما المتعلقة بالأزمات النفطية.

أسباب اختيار الموضوع:

كـ الاهتمام بالتطورات الحاصلة في أسعار النفط ومحدداتها وأثرها على اقتصاديات الدول المصدرة للنفط؛

كـ الميل الشخصي اتجاه المواضيع ذات الصلة بالاستثمار وآليات تنوعه؛

كـ تسليط الضوء على أساليب وسياسات إدارة صناديق الاستثمار؛

كـ الرغبة في معرفة الدور الذي يمكن أن تؤديه صناديق الاستثمار في الاقتصاد الجزائري؛

المنهج المتبع:

للإحاطة بكافة جوانب الموضوع تم الاستعانة بالمنهج الوصفي لعرض كافة الجوانب الفنية المتعلقة بصناديق الاستثمار وأنواعها وكيفية إدارتها وأساليب تقييم محافظها الاستثمارية إضافة إلى استعمال المنهج التحليلي لرصد وتحليل انعكاس آثار الأزمات النفطية على الدول المصدرة للنفط والدور التي تؤديه صناديقها الاستثمارية في حمايتها من الصدمات النفطية.

هيكل البحث: للإجابة على الإشكالية المطروحة وتحقيق الأهداف المرجوة تم تقسيم البحث إلى أربعة فصول. تم في الفصل الأول التطرق إلى "الجوانب الفنية والنظرية لصناديق الاستثمار" لإعطاء لمحة عامة عن السمات الأساسية لصناديق الاستثمار وكيفية إدارتها إضافة إلى التطرق إلى الصناديق السيادية باعتبارها من أهم الصناديق الاستثمارية وإبراز موقعها في النظام المالي العالمي ليتم التطرق في الأخير إلى أساليب تقييم محافظها الاستثمارية، أما الفصل الثاني تم التطرق

إلى "الأبعاد الاقتصادية لآثار الأزمات النفطية على الدول العربية المصدرة للنفط" لإعطاء لمحة عن المحطات التاريخية للأزمات النفطية وتحليل أبعادها على الموازنات العامة للدول العربية المصدرة للنفط وعلى أوضاعها الخارجية، أما الفصل الثالث "فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتها من آثار الأزمات النفطية" تناول التجارب الرائدة لصناديق الاستثمار على غرار صندوق النرويج الحكومي وصناديق الاستثمار الإماراتية والكويتية والصندوق القطري للاستثمار وإستراتيجياتها الاستثمارية للوقوف على مدى فعاليتها في حماية اقتصاداتها من آثار الأزمات النفطية، وفي الفصل الرابع والأخير تم التطرق إلى مدى "فعالية صناديق الاستثمار الجزائرية في الحد من آثار الأزمات النفطية" على الاقتصاد الجزائري عبر استعراض مكانة النفط في الاقتصاد وارتباط مؤشراتته بعائداته ودور صندوق ضبط الإيرادات (FRR) في الحفاظ على استقرار الموازنة العامة وحمايتها من الصدمات النفطية إضافة إلى إبراز دور الصندوق الوطني للاستثمار في دعم التنمية ليتم في الأخير طرح بعد الاقتراحات على هذا الصندوق الأخير خاصة بعد نضوب موارد صندوق (FRR) لتحسين أداءه وزيادة فعاليته في دعم التنمية وتنويع الاقتصاد.

الجوانب النظرية والفنية

لصناديق الاستثمار

تمهيد:

ينظر إلى صناديق الاستثمار اليوم وفي ظل الحاجة إلى الاستثمار الفاعل وما يلزمه من رؤوس الأموال ليس فقط كإحدى أهم الوسائل والأدوات الاستثمارية الحديثة التي تمكن المستثمرين الذين لا يمتلكون القدرة على إدارة استثماراتهم بصفة مباشرة من تحقيق عوائد جيدة وفي الوقت نفسه حمايتهم من الخسائر المحتملة من جراء تعاملهم المباشر مع السوق المالي، لغياب الخبرة والمعرفة في اختيار نوع الاستثمار وأحيانا صغر رأس المال المخصص للاستثمار من قبل هؤلاء المستثمرين الصغار والذين ليس لديهم القدرة كذلك على تنويع استثماراتهم، مما يدفعهم إلى اللجوء إلى الصناديق الاستثمارية لتوظيف مدخراتهم، بل كأحد أهم أدوات الاستثمار التي تستخدمها الدولة في إدارة واستثمار فوائضها المالية التي حققتها بفضل صادراتها التنافسية في تشكيلة متنوعة من فئات الأصول بغرض تحقيق عائدات طويلة الأجل وتنويع مصادر دخلها، وبذلك تكون الصناديق الاستثمارية قد نجحت في جذب مدخرات هؤلاء المستثمرين الصغار وزيادة الوعي الادخاري والاستثماري بين شرائح المجتمع من جهة ووعاء أو أداة استثمارية تعمل استثمار مدخرات وفوائض الدولة وتنمية قيمتها السوقية من جهة أخرى، لتصبح صناديق الاستثمار بهذا رافدا مهما يدعم التنمية الاقتصادية من خلال توفير رؤوس الأموال وتحريك الأموال الجمدة في مخازن الدولة المالية وإعادة توظيفها في المشاريع الاقتصادية والتي تعود بالفائدة على المستثمر والاقتصاد ككل.

المبحث الأول: السمات الأساسية لصناديق الاستثمار

المبحث الثاني: آليات تشكيل صناديق الاستثمار وإدارتها

المبحث الثالث: الصناديق السيادية كصناديق استثمار

المبحث الرابع: تقييم أداء محافظ صناديق الاستثمار

المبحث الأول: السمات الأساسية لصناديق الاستثمار

تعد صناديق الاستثمار من أهم الأدوات الاستثمارية التي توفر فرص المشاركة والاستثمار في سوق رأس المال وتقوم فكرتها على تجميع الأموال من المدخرين من خلال صكوك أو وثائق للاستثمار، ليتم استثمار هذه الأموال في محفظة متوازنة للأوراق المالية تشمل مختلف قطاعات النشاط الاقتصادي بهدف تنويع مصادر الدخل وتوزيع مخاطر الاستثمار يتم اختيارها وإدارتها عن طريق شركة متخصصة في مجال إدارة محافظ الأوراق المالية من أجل الاستفادة منها في اقتناص فرص الاستثمار المتميزة وتحقيق أكبر عائد ممكن لصالح المستثمرين.

المطلب الأول: نشأة ومفهوم صناديق الاستثمار

تعود فكرة إنشاء صناديق الاستثمار إلى سنوات قديمة جدا ومرت بالعديد من التطورات والتغيرات التي طرأت على عالم الاقتصاد والمال في العالم حتى وصلت إلى ما هي عليه الآن، فكما ذكرت الدراسات والكتب أنه بدأ تنفيذ فكرة صناديق الاستثمار في أوروبا خلال القرن الثامن عشر وانتشرت وتطورت في العصور الحديثة لتتمكن من الاستحواذ على نسبة كبيرة من مدخرات الأفراد نظرا للمزايا التي تتوفر عليها.

أولاً- نشأة صناديق الاستثمار:

اختلف الباحثين عن تحديد المكان والزمان الذي شهد بداية ظهور صناديق الاستثمار، لكن تعتبر الدول الغربية السبابة في تأسيس البورصات ومن ثم تأسيس صناديق الاستثمار، حيث ترى إحدى الدراسات أن نشأة صناديق الاستثمار كانت في هولندا التي ظهر بها أول صندوق استثماري سنة 1822 وتلتها إنجلترا سنة 1870¹، وهي أقدم دولة عرفت الإدارة الجماعية للمدخرات، وقد اعتمدت في هذا المجال على نظام (The Trust) والتي تعني "من نعطيهم الثقة" وعليه فهي تخاطب المدخر الصغير بأن أعهد بالفائض من مالك لمن تعطيه الثقة ليستثمره لك، ويتمثل جوهر هذا النظام في التزام شخص يسمى (الأمين) يتلقى أموال الغير بغرض إدارتها لحسابهم ويسمون المنتفعون (Cetuis que Trust) ويعود الفضل في ذلك إلى الاسكتلنديين في ابتكار الصناديق المغلقة أو شركات الاستثمار ذات رأس المال الثابت عام 1870 وقد قام المدخرون الصغار آنذاك بإيداع أموالهم لدى شركات إدارة أموال تدار لمعرفة محترفين بالبورصة².

¹قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، دار الثقافة، عمان، الأردن، 2009، صص 215-216.

²نشأت عبد العزيز معوض، "بورصات الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، الجزء الثاني، صناديق الاستثمار"، مؤسسة الأهرام الاقتصادي، العدد 76، مصر، 1994، صص 3-4.

ثم انتقلت الفكرة إلى الولايات المتحدة الأمريكية في عام 1924، واتخذت سبيلها إلى التجديد والابتكار في شكل الصناديق المفتوحة "open-end fund" ذات الرأس مال المتغير التي تعتمد على إصدار أسهم جديدة بطريقة متواصلة وإعادة شراء الأسهم القديمة دون المرور ببورصة الأوراق المالية، والتي تعد البداية الحقيقية للصناديق بمفاهيمها الحالية¹. وتوصلت دراسة ثانية إلى أن بداية صناديق الاستثمار كان في لندن عام 1868 تحت اسم Investmen trust وكان أول صندوق هو Foreign and colorail government investmen trust كأحد أشكال الإدارة الجماعية للمدخرات من خلال شركات تقوم بالعمل على تجميع مدخرات صغار المدخرين ثم القيام بالمضاربة بتلك الأرصد في البورصة وتوزيع العوائد مرة أخرى على المدخرين، وأصبح لإنجلترا عدة شركات تعمل على إدارة الأموال وإعادة استثمارها، حيث أخذت شكل شركات الاستثمار ذات رأس المال الثابت أو صناديق الاستثمار المغلقة (Closed-Ends fund) ثم انتشرت الصناديق بعد ذلك في باقي دول العالم.

و ترى دراسة ثالثة أن بداية صناديق الاستثمار كانت في هولندا التي ظهر بها أول صندوق استثماري سنة 1822 وتلتها إنجلترا سنة 1870²، غير أن البداية الحقيقية للصناديق الاستثمارية بالمفاهيم القائمة الآن تحققت في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1924 وذلك حينما تم إنشاء أول صندوق في بوسطن باسم "Masochists Investment trust" على يد أساتذة جامعة هارفارد الأمريكية، ثم في عام 1929 ابتكر الأمريكيون الصناديق المفتوحة التي تقوم بإصدار حصص جديدة بطريقة مستمرة، وإعادة شراء (استرداد) الأنصبة القديمة دون المرور بالبورصة عكس الدراسة الأولى التي أشارت إلى أنها كانت عام 1924، وقد تمكنت الصناديق المفتوحة من الصمود رغم انهيار أسواق رأس المال عام 1929 بينما لم تصمد الصناديق المغلقة بسبب اتجاهها إلى عمليات المضاربة رغم ضعف خبرتها وسوء إدارتها، وعلى هذا فقد تدخل المشرع الأمريكي بإنشاء قانون شركات الاستثمار في عام 1940 وحول إلى لجنة البورصة الأمريكية سلطات واسعة في الإشراف على صناديق الاستثمار وذلك لتنظيم العمل في هذه الصناديق بحيث يضمن الحقوق والالتزامات لكل من المستثمرين والصندوق والهيئات التي يتعامل معها، وقد ألزم هذا القانون صناديق الاستثمار بضرورة الإفصاح عن جميع البيانات ونتائج الأعمال والقوائم المالية والتقييم مما يساعد المستثمرين على اتخاذ قرارات صائبة، والأمر الذي أدى إلى ازدهار وانتشارها بالولايات المتحدة وخارجها خاصة بعد الحرب العالمية الثانية، حيث بلغ عددها عام 1947 حوالي 352 صندوقاً بأصول صافية بلغت 4 مليارات دولار ثم ارتفع لأكثر من 5000 صندوقاً عام 1994 تصل مجموع

¹ أشرف محمد دوابه، صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دار السلام، الطبعة الثانية، القاهرة، 2006، ص 51.

² منى قاسم، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين، دار المصدرية اللبنانية، الطبعة الأولى، القاهرة، 1995، ص 115.

استثماراتها حوالي 2.5 تريليون دولار¹، وقد تم تأسيس أول صندوق في بريطانيا عام 1931 وتطورات الصناديق داخل بريطانيا إلى شكل المفتوح عام 1966، وكانت بداية الصناديق في فرنسا عام 1945 حيث تعتبر تجربة فرنسا لصناديق الاستثمار تجربة متميزة²، بينما في ألمانيا عام 1950، وتلي ذلك انتشارها في باقي أوروبا واليابان، وساعد على انتشارها في أوروبا صدور القانون الأوربي الموحد عام 1985 الذي ساعد على توسيع نطاق عمل الصناديق ليشمل دول الإتحاد الأوربي كلها بداية من سبتمبر عام 1989.

بالنسبة للدول العربية فقد خاضت التجربة نفسها بنسب متفاوتة من النجاح والإقبال، واتسمت أغلب تلك التجارب بأسبوعية صدور الصناديق الاستثمارية على صدور الأنظمة والتشريعات اللازمة، وكانت السعودية الأسبق إلى خوض هذه التجربة، حين انشأ البنك الأهلي التجاري أول صندوق استثماري باسم "صندوق الأهلي للدولار قصير الأجل" في ديسمبر 1979، حيث لم يتم إصدار قواعد لتنظيم عمل صناديق الاستثمار إلا في بداية عام 1993، ليتزايد عدد الصناديق التي تم إنشاؤها في السعودية حيث بلغت 52 صندوق استثماري عام 1992 و117 صندوق في نهاية عام 1999، وقد جاءت الكويت كثاني دولة عربية بعد السعودية، حيث بدأت تجربتها مع صناديق الاستثمار في عام 1985، ثم تبعتها بعض الدول العربية بعد نحو عقد من الزمن والتي تمثلت في مصر والبحرين وعمان في عام 1994، ثم المغرب في عام 1995، ثم لبنان في عام 1996، والأردن في عام 1997³.

ثانياً- مفهوم صناديق الاستثمار:

تعد صناديق الاستثمار من أهم صيغ تعبئة المدخرات على الساحة الاقتصادية المعاصرة، ولا ريب أن ما نقرأه كل يوم عن انتقال رؤوس الأموال الضخمة لغرض الاستثمار بين أسواق العالم ما هو إلا شاهد على أهمية هذه الصناديق. وقد اختلفت عبارات المؤلفين في تعريفهم لصندوق الاستثمار لكنهم يتفقون على أنه وعاء مالي ذو ذمة مستقلة، وهذه التعريفات وإن اختلفت ألفاظها إلا أنها جميعاً تتفق في مضمونها من أهمها:

¹ هشام جبر، صناديق الاستثمار الإسلامية، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر العلمي الأول للاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، المنعقد بكلية التجارة في الجامعة الإسلامية، 8-9 ماي 2005، ص 03.

² منذر عبد الكريم مرهج، رامي محمد محمد، "متطلبات إنشاء صناديق الاستثمار في المصرف التجاري السوري"، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 33، العدد 3، سوريا، 2011، ص 165.

³ أشرف محمد دوابه، مرجع سبق ذكره، ص 55.

1. تعرف صناديق الاستثمار بأنها "مؤسسات مالية تقوم بالاستثمار الجماعي في الأوراق المالية، عن طريق تجميع المدخرات من عدد كبير من المستثمرين، واستثمارها في شراء وبيع الأوراق المالية بواسطة إدارة محترفة، بهدف تحقيق المنفعة لمؤسسيها، وللمستثمرين، وللإقتصاد القومي ككل"¹.
2. كما تعرف صناديق الاستثمار أنها "عقد شركة بين إدارة الصندوق والمساهمين فيه، يدفع بمقتضاه المساهمون مبالغ نقدية معينة إلى إدارة الصندوق في مقابل حصولهم على وثائق اسمية بقيمة معينة تحدد نصيب كل مساهم بعدد من الحصص في أموال الصندوق، التي تتعهد الإدارة باستثمارها في بيع وشراء الأوراق المالية (الأسهام والسندات) ويشترك المساهمون في الأرباح والخسائر الناتجة عن استثمار الصندوق كل بنسبة ما يملكه من حصص، وفقا لشروط التي تبينها نشرة الإصدار"².
3. ويعرف صندوق الاستثماري بأنه "عبارة عن وعاء مالي لتجميع وإدارة أموال المستثمرين المتعددين، حيث يقدم المستثمرين أموالهم للإدارة المحترفة والتي بدورها تعمل على استثمارها في الأوراق المالية لتحقيق الكسب لجميع الأطراف"³.
4. وعرفت صناديق الاستثمارية كذلك بأنها "وعاء مالي لتجميع مدخرات الأفراد واستثمارها في الأوراق المالية من خلال خبرة في إدارة محافظ الأوراق المالية"⁴.
5. عرفت بأنها "عبارة عن شركات أو بنوك تقوم بالاستثمار بمحافظ مالية مختلفة ومتعددة، وبذلك تتيح فرصة الاستفادة من هذه المحافظ دون الحاجة لقيام المستثمر بإنشاء محفظته المالية بنفسه وإدارتها"⁵.
6. صندوق الاستثمار هو "مؤسسة مالية في شكل شركة مساهمة أو وحدة تنظيمية مستقلة محاسبيا وماليا عن المؤسسة التي تنشئه، يتولى تجميع المدخرات من الجمهور بموجب صكوك أو وثائق استثمارية موحدة القيمة، ثم يعهد إلى جهة

¹ المرجع السابق، ص 49.

² أحمد بن حسن بن أحمد الحسيني، صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1999، ص 3

³ Carte, Laurance, n. **"Investment funds in Emerging Markets"**, international finance corporation washington, 1996, p8.

⁴ منى قاسم، مرجع سبق ذكره، ص 45.

⁵ فهد الحويمان، المال والاستثمار في الأسواق المالية، مطابع دار الهلال للأوفست، الرياض، السعودية، 2006، ص 339.

- تسمى مدير الاستثمار بغرض استثمار هذه المدخرات مع رأس مال الصندوق في الأوراق المالية أساسا ومجالات الاستثمار الأخرى لصالح المدخرين والمستثمرين معا¹.
7. كما تعرف صناديق الاستثمار " بأنها مؤسسات مالية تقوم بالاستثمار الجماعي للأوراق المالية، عن طريق تجميع المدخرات من عدد كبير من المستثمرين بموجب صكوك أو وثائق استثمارية موحدة القيمة ثم تعهد بها إلى جهة أخرى تسمى مدير الاستثمار لاستثمار هذه المدخرات في الأوراق المالية لصالح المدخرين والمستثمرين معا².
8. تمثل صناديق الاستثمار " وعاء استثماري لتجميع مدخرات الأفراد واستثمارها في الأوراق المالية من خلال جهة ذات خبرة في إدارة محفظة الأوراق المالية وهذا مالا يستطيع الأفراد تحقيقه، فهي أحد الأسباب الحديثة في إدارة الأموال، وذلك وفقا لرغبات المستثمرين واحتياجاتهم الخدمية ودرجة تقلبهم للمخاطر لتحقيق المزايا التي لا يمكن تحقيقها منفردين مما يعود بالفائدة على المصرف أو على الشركة التي تؤسس صناديق الاستثمار وعلى المدخرين وعلى الاقتصاد الوطني ككل، وهي وسيلة لتمويل عمليات الاقتصاد الوطني عن طريق ربط المدخرات الوطنية بأسواق المال بما يحقق حماية للمستثمرين فهي وجدت خصيصا لخدمة فئة معينة من المستثمرين وبخاصة صغار المدخرين بإيجاد وسيلة لتنويع استثماراتهم بصورة لا تتاح إلا بوجود محفظة مالية كبيرة³.
9. يمكن تعريف صناديق الاستثمار بأنه " عبارة عن مؤسسات مالية تقوم بالاستثمار الجماعي للأوراق المالية عن طريق تجميع المدخرات في عدد كبير من المستثمرين واستثمارها في شراء وبيع الأوراق المالية بواسطة إدارة مختصة، بهدف تحقيق منفعة لمؤسسيها وللمستثمرين وللاقتصاد الوطني ككل⁴.
10. صندوق الاستثمار هو عبارة عن " محفظة استثمارية مشتركة يسمح لأي عدد من المستثمرين حسب رغبتهم وقدرتهم المالية وبمبالغ متواضعة بالاشتراك فيه من خلال شراء حصة من أصوله تسمى الوحدة، ويتم تقييم هذه الوحدة دوريا، وتستثمر الصناديق في الأسهم، السندات، النقد، العملات أو ما شابه من الأدوات الاستثمارية⁵.

¹ محمد عبد الحليم عمر، المعالجة المحاسبية لأرباح صناديق الاستثمار من منظور إسلامي، ندوة صناديق الاستثمار في مصر والواقع والمستقبل، المنعقد بمركز صالح عبد الله صالح للاقتصاد الإسلامي، الجزء الأول، جامعة الأزهر، 22 مارس 1997، ص 33.

² نزيه عبد المقصود مبروك، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006، ص 89.

³ عبد الغفار حنفي، إستراتيجية الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية الإبراهيمية، الإسكندرية، 2007، ص 24.

⁴ محمد مطر، تيم فايز، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2005، ص 238.

⁵ عصام حسين، أسواق الأوراق المالية-البورصة-، دار أسامة، عمان، الأردن، 2008، ص 213.

ومما تقدم نلاحظ التقارب بين التعريفات وان اختلفت ألفاظها غير أنها اشتركت على العناصر التالية¹:

1. تعتبر صناديق الاستثمار بمثابة الأوعية المالية التي تتم من خلالها تجميع مدخرات المستثمرين الطبيعيين أو الاعتباريين سواء كانت مدخرات صغيرة أو كبيرة واستخدامها في تكوين تشكيلة من محافظ الأوراق المالية بواسطة إدارة مختصة في هذا المجال؛
2. تتركز الأهداف العامة لصناديق الاستثمار في المحافظة على الأموال المستثمرة وتحقيق أكبر عائد ممكن وتدنية المخاطر وتوفير درجة معينة من السيولة؛
3. يصدر الصندوق وثائق استثمار كحصة ملكية للمساهمين فيه ويكون نصيب المستثمر في محفظة الصندوق بنسبة ما يملكه منها إلى إجمالي قيمتها، دون أن يكون لأي مستثمر الحق في امتلاك أصول معينة يعينها من مكونات المحفظة؛
4. قد يتخذ الصندوق شكل شركة مساهمة أو وحدة تنظيمية مستقلة تنظيمياً ومالياً بداخل المؤسسة المنشئة له؛
5. هو عبارة وسيلة فعالة لتمويل عمليات الاقتصاد الوطني عن طريق ربط المدخرات الوطنية بالأسواق المالية؛
6. تعتبر صناديق الاستثمار أحد أشكال الاستثمار الجماعي يتميز عن الاستثمار الفردي من حيث وجود محفظة مالية واحدة يشترك في ملكيتها عدد كبير من المستثمرين، والاستفادة من خاصية التنوع وتقليل المخاطر وتكاليف العمليات؛
7. يتولى إدارة محافظ الأوراق المالية لصناديق الاستثمار جهات متخصصة لديها خبراء محترفون ذو خبرة وكفاءة عالية في هذا المجال عادة ما تسمى بمدير الاستثمار investment manager.

من خلال ما تقدم يتضح لنا أن **صناديق الاستثمار**: "عبارة عن أوعية مالية تقوم بتجميع مدخرات الأفراد واستثمارها وإدارتها بالنيابة عنهم في سلة أو محفظة من الأوراق المالية المختلفة من خلال إدارة فنية متخصصة بهدف زيادة عوائد الاستثمار مع الحفاظ على رأس المال". وبهذا فهي تمثل أداة مهمة لإيجاد فئة جديدة من المدخرين والمستثمرين، وزيادة الوعي الاستثماري من خلال قيامها بتجميع المدخرات من الأفراد واستثمارها بالنيابة عنهم، كما أنها تعتبر بمثابة أداة ادخار واستثمار في آن واحد فالمشتري لوثائق الاستثمار التي تصدرها هذه الصناديق إنما يدخر أمواله من ناحية ومن ناحية أخرى يستثمرها في شراء محافظ أوراق مالية يصعب عليه تكوينها بمفرده.

¹ شرط صلاح الدين، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية "دراسة تجريبية جمهورية مصر العربية مع إمكانية تطبيقها في الجزائر"، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر-3، 2011-2012، ص 169.

المطلب الثاني: أنواع صناديق الاستثمار

تتنوع وتختلف الأهداف والرغبات من مستثمر لآخر ولا يمكن تحقيقها في محفظة استثمارية واحدة، وتبعاً لذلك تختلف أنواع صناديق الاستثمار بحيث تلي جميع رغبات المستثمرين، وإن اختلفت هذه الصناديق في استراتيجياتها إلا أنه يحكمها هدف مبدئي هو استثمار أموالها في الأسواق المالية بغرض تنمية رأس المال وتحقيق المكاسب لجميع الأطراف الفاعلة في الصندوق.

أولاً- صناديق الاستثمار من حيث هيكل رأس المال: بالاعتماد على هيكل حركة رؤوس الأموال أي حسب سياسة الشراء والاسترداد المطبقة نميز بين نوعين من الصناديق صناديق الاستثمار المغلقة وصناديق الاستثمار المفتوحة:

1. صناديق الاستثمار المغلقة: Closed-End Funds : وهي تلك الصناديق ذات رأس المال الثابت وجاء مسمى هذا النوع من الصناديق من أن عدد الوثائق التي تصدرها ثابت لا يتغير، ويقصد بذلك بأنه بعد الانتهاء من الإصدار الأولي للصندوق لا يجوز بيع وثائق استثمار إضافية من قبلها أو استردادها من قبل حامليها، وبالتالي تمثل قيمة عدد هذه الوثائق حجم رأس مال الصندوق ولا يجوز له تغيير هذا الحجم ولا يكون لديه التزام تعاقدي لشراء (استرداد) تلك الوثائق مرة أخرى من حامليها¹، وبذلك فإن صناديق الاستثمار المغلقة لا تبدي استعدادها لإعادة شراء وحداتها إذا رغب المستثمر التخلص منها، فالطريق المتاح لمن يرغب في بيع ما يملكه من وثائق أو من يرغب في شراءها بعد انتهاء البنك الذي تولى إصدارها من تصريفها، هو القيام بإصدار أمر للسمسار الذي يتعامل معه والذي يقوم بدوره بتنفيذ الأمر، إما في السوق المنظمة (البورصة) التي تتداول فيها تلك الأسهم أو في السوق الغير منظمة، ويمثل العرض والطلب في هذه الأسواق المحدد الرئيسي لسعر الوثيقة.

هذا ويطلق على أسهم شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة بالصناديق ذات التداول العام، والتي تنشر قيمتها السوقية يوميا في صحف المال، ويمكن لشركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة أن تصدر سندات وأسهم ممتازة يكون لحملةها الأولوية على حملة الأسهم العادية من حيث الحصول على مستحقاتهم، ويضع قانون الشركات الاستثمار الأمريكي الصادر عام 1940 حد أقصى لما يمكن أن تصدر من تلك الأوراق، فقيمة أصول الصندوق يجب أن تمثل 300% على الأقل من قيمة السندات المصدرة، 200% من قيمة الأسهم الممتازة، وجزء بالذکر أن إضافة الأسهم الممتازة والسندات إلى هيكل رأس مال الصناديق يمكن أن يؤدي إلى زيادة العائد المتولد عن استثمارات الصندوق، وهو ما يترك أثره عندما يكون معدل العائد على الاستثمار الذي يحققه الصندوق يفوق معدل الكوبون

¹ محب خلة توفيق، الهندسة المالية الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011، ص 294.

على السندات والأسهم الممتازة، إلا أنه إذا كان العائد على الاستثمار أقل من معدل الكوبون على السندات والأسهم الممتازة، فإن انخفاض القيمة السوقية للسهم تكون النتيجة المتوقعة، وذلك تطبيقاً لمفهوم المتاجرة بالملكية أم ما يطلق عليه بالرفع المالي¹.

ومن السمات الأخرى المميزة لشركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة أنه لا يوجد تاريخ محدد مسبقاً لانقضاء الشركة، وتقوم الإدارة بتوزيع عوائد استثماراتها إضافة على الأرباح الرأسمالية المحققة بالكامل على حاملي الأسهم ومع هذا فإن معظم الشركات تسمح بل وتشجع على إعادة استثمار تلك العوائد في مقابل حصول المستثمر على أسهم إضافية يتحدد عددها بناء على قيمة الأصل الصافية لكل سهم وليس عللاً القيمة السوقية للسهم.

2. **صناديق الاستثمار المفتوحة Open-End Funds** : وهي تلك الصناديق ذات رأس المال المتغير، وقد جاءت عبارة

النهاية المفتوحة من أن حجم الأموال المستثمرة في الصندوق متغيرة وغير محددة، وبالتالي تستطيع هذه الصناديق إصدار المزيد من الحصص (وثائق الاستثمار) وبيعها لتلبية لحاجات المستثمرين، وعلى عكس الصناديق المغلقة فهي غير قابلة للتداول بين الأفراد بل تقف إدارة هذه الصناديق وحدها على استعداد دائم لإعادة شراء ما أصدرته من وثائق إذا رغب أحد مالكي هذه الوثائق في التخلص منها جزئياً أو كلياً، ولذلك فإنها تحرص دائماً على توفير نسبة ملائمة من السيولة تمكنها من دفع قيمة الوثائق المطلوب استردادها في أي لحظة يطلب منها المستثمر ذلك، هذه الميزة جعلت صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة أكثر جاذبية لدى الجمهور، مقارنة مع الوثائق الغير قابلة للاسترداد كما هو الحال في الصناديق ذات النهاية المغلقة من جهة، وباعتبار أنها تترك المجال مفتوحاً لدخول مدخرين جدد وخروج غيرهم هذا ما يجعلها ذا مرونة عالية ساعد على انتشارها من جهة أخرى²، وتستجيب هذه الصناديق لاحتياجات المستثمرين الذين يضعون هدف السيولة في مقدمة أهدافهم الاستثمارية ولهذا فإن هذه الصناديق تتعرض لمخاطر عدم كفاية السيولة المتوفرة في حالة الاسترداد المكثف وتجاوز طلبات الاسترداد لطلبات الاكتتاب³.

¹ منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في سوق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2003، ص 111.

² عبد الرحمن بن عبد العزيز النفيسة، صناديق الاستثمار: الضوابط الشرعية والأحكام النظامية: دراسة تطبيقية مقارنة على بعض صناديق الاستثمار في المصارف والشركات الاستثمارية السعودية، دار النفائس عمان، الأردن، 2010، ص 94.

³ عصام عبد الهادي أبو النصر، نموذج محاسبي مقترح لقياس وتوزيع عوائد صناديق الاستثمار، ندوة صناديق الاستثمار في مصر بين الواقع والمستقبل، جامعة الأزهر، القاهرة، 1997، ص 03.

وهناك نوعين من صناديق الاستثمار المفتوحة¹:

- أ- **الصندوق المحمل بعمولة Load Fund**: هي الصناديق التي يتحمل المستثمر فيها رسوم شراء؛ وسبب هذه الرسوم هو قيام هذه الصناديق بتسويق إصداراتها من خلال وسطاء ماليين، ولا تقتصر مهمة الوسطاء الماليين على تسويق الإصدارات بل تساعد المستثمر في اختيار صندوق الاستثمار الذي يناسبه؛
- ب- **الصندوق غير المحمل بعمولة No Load Fund**: هي الصناديق استثمار لا يحمل المستثمر أي عمولات أو مصاريف سواء عند الإصدار والشراء لأول مرة أو عند البيع أو الاسترداد، ذلك لأنها تقوم بتسويق إصداراتها من الوثائق من خلال الإعلان والترويج والدعاية لها ولا يخصم شيئاً من المبلغ المراد استثماره.

ثانياً- **صناديق الاستثمار من حيث تشكيلة محفظة الأوراق المالية**: يمكن تصنيف صناديق الاستثمار وفقاً لتشكيلة الأوراق المالية المكونة محافظتها إلى ما يلي :

1. **صناديق الأسهم: Common Stock Fund**: على الرغم من أن صناديق الأسهم تشمل فقط على أسهم عادية فإنها تختلف فيما بينها باختلاف سمات تلك الأسهم، فهناك الصناديق التي تركز على الأسهم العادية التي تصدرها شركات تتسم بدرجة عالية من النمو وهناك صناديق تركز على الأسهم التي تصدرها المنشآت العاملة في صناعة معينة أو في منطقة جغرافية معينة... وهكذا.
- ويمكننا التمييز في هذا الصدد بين نوعين من صناديق الأسهم العادية: صناديق تدار باستمرارياً ويقظة، وصناديق لا تحظى سوى بقدر ضئيل من اهتمام الإدارة. ويقصد بالصناديق التي تدار باستمرارياً ويقظة تلك التي تسعى إدارتها إلى البحث عن الأسهم التي تتداول في السوق يزيد أو يقل عن قيمتها الحقيقية، لتتخلص من تلك التي يزيد سعرها عن قيمتها الحقيقية وتشتري تلك التي يقل سعرها عن قيمتها الحقيقية، أما الصناديق التي تحظى بقدر ضئيل من اهتمام الإدارة فهي تلك التي لا تبذل الإدارة من جانبها مجهوداً يذكر لاختيار التشكيلة التي تتضمنها، فهي تسعى إلى تحقيق عائد يماثل العائد على محفظة السوق، ومن ثم فإنها تكتفي بتشكيل مكونات الصندوق من تشكيلة الأوراق المالية ذاتها (الأسهم) التي يتكون منها أحد مؤشرات السوق، ويطلق على هذا الصندوق بصندوق المؤشر².

¹ أسامة عبد الخالق الأنصاري، الدليل العلمي للاستثمار في البورصة، دار السحاب، مصر، 2008، ص 248.

² منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في سوق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2014، ص 121.

2. **صناديق السندات: Bonds Fund:** هي تلك الصناديق التي تقتصر استثماراتها على السندات فقط دون غيرها من الأوراق المالية الأخرى وبالتالي تحصل على عائد استثماراتها من توزيعات الكوبونات ومن خلال ما تحققه من أرباح رأسمالية على تعاملاتها في تلك السندات في سوق الأوراق المالية¹، وتتكون محفظة الأوراق المالية لتلك الصناديق من تشكيلة من السندات التي تصدرها منشآت الأعمال وبعض السندات التي تصدرها الحكومة والهيئات الحكومية لأن درجة المخاطر بها منخفضة وسيولتها مرتفعة بحيث تخدم فئة معينة من المستثمرين²، وصناديق أخرى تستثمر في سندات تختلف درجة جودتها، مخاطرها، سيولتها وعائدها بشكل يتناسب واحتياجات المستثمرين ومدى استعدادهم للتخلي عن السيولة وتحمل مخاطر أكبر من أجل الحصول على عائد أعلى³.

3. **الصناديق المتوازنة Balanced Funds:** يقصد بالصناديق المتوازنة تلك التي تتكون محفظة الأوراق المالية بها من توليفة متنوعة من الأسهم العادية والممتازة وأوراق مالية أخرى ذات دخل ثابت محدد مثل سندات منشآت الأعمال أو الحكومية والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية، ويختلف الوزن النسبي لكل نوع من الأوراق تبعاً لأهداف الصندوق، فعندما يهدف الصندوق لتحقيق عائد مرتفع فإنه ترتفع نسبة الاستثمار في الأسهم العادية، أما عندما يهدف الصندوق إلى تخفيض مخاطر الاستثمار عندها ترتفع نسبة الأموال المستثمرة في الأوراق المالية ذات العائد الثابت، ويلاحظ أن النسبة بين أنواع الأوراق المالية المكونة لمحفظة تلك الصناديق عادة ما تكون مرنة قابلة للتغيير تبعاً للتغير في الظروف السياسية والاقتصادية المحيطة. ويطلق عليها أيضاً الصناديق المنوعة⁴.

4. **صناديق سوق النقد Money market Fund:** ظهرت هذه الصناديق للمرة الأولى في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1973، وذلك عندما وصل العائد المتولد عن الاستثمار في تلك الأوراق إلى مستوى مرتفع لم يسبق لها الوصول إليه، ويقصد بها تلك الصناديق التي تتكون محفظة الأوراق المالية بها من تشكيلة الأوراق المالية قصيرة الأجل التي عادة ما تتداول في سوق النقد أي من خلال مؤسسات مالية كالبنوك التجارية وبيوت السمسرة المتخصصة في التعامل في تلك الأوراق، ومن أمثلة هذه الأوراق أذون الخزانة وشهادات الإيداع والكمبيالات المصرفية⁵، وتعد هذه

¹ أمين السيد لطفي، المحاسبة في شركات السمسرة في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الطبعة الثالثة، الإسكندرية، 2008، ص 59.

² منى محمد الحسيني عمار، دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تطوير الأسواق المالية، مجلة الأكاديمية الأمريكية العربية للعلوم والتكنولوجيا، المجلد الخامس، العدد الثالث عشر، 2014، ص 95.

³ فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، عالم الكتاب الحديث، الأردن، 2006، ص 148.

⁴ أمين السيد لطفي، المحاسبة في شركات السمسرة في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 60.

⁵ عصام أحمد البهجي، الموسوعة القانونية لبورصة الأوراق المالية في التشريعات العربية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2009، ص 859.

الصناديق من ضمن صناديق الاستثمار قصيرة الأجل التي تلي احتياجات المستثمرين الذين يضعون هدف السيولة والأمان في مقدمة أهدافهم الاستثمارية.

5. **الصناديق المتخصصة Specialised Fund**: هي عبارة عن الصناديق التي تخصص استثمار أموالها في بعض

الأوراق المالية لعدد من الشركات في نشاط اقتصادي معين أو عدد من السلع مثل المعادن الثمينة، كصندوق استثمار أحد البنوك أو التأمين، صندوق استثمار خاص بشركات تكنولوجيا المعلومات، صندوق استثمار لشركات البترول¹.

6. **صناديق المؤشرات Index Fund**: تعتمد صناديق المؤشرات على تكوين محافظ مالية تقترب إلى حد كبير من

تكوين مؤشر معين لأسعار الأوراق المالية، وبالتالي يرتبط أداء الصندوق بأداء المؤشر صعودا وهبوطا، فمدير الاستثمار يحتاج إلى مؤشر صناديق الاستثمار لتحقيق أداء متميز على السوق وتحقيق أهداف الصندوق². وتقوم

إستراتيجية الاستثمار في صناديق المؤشرات على افتراض أن جميع المؤشرات سوف ترتفع على المدى الطويل، ومن ثم فإن مؤشر معين سوف يؤدي إلى عائدات مرتفعة في الأجل الطويل أما على المدى القصير فقد يتأثر هذا الصندوق

كثيرا بعوامل خارجية مثل عدم الاستقرار السياسي³.

ثالثا- **صناديق الاستثمار من حيث الأهداف المقررة**: يتم تحديد أهداف صناديق الاستثمار من نشرة الاكتتاب

الخاصة بالصندوق ويتحدد الهدف بطريقة تجذب فئة معينة من المستثمرين وفقا لاحتياجاتهم ورغبتهم، وتسعى صناديق الاستثمار إلى تحقيق نمو في رأس المال أو الحفاظ على رأس المال أو هما معا، وعلى ذلك فإن صناديق الاستثمار حسب

أهدافها تنقسم إلى ما يلي:

1. **صناديق النمو Growth Funds**: تهدف هذه الصناديق إلى تحقيق نمو طويل الأجل وعائد مستقبلي كبير بدلا من

العائد الجاري، وذلك من خلال العمل على تحقيق تحسن في القيمة السوقية للتشكيلة التي يتكون منها الصندوق أي الأوراق المالية المكونة لمحفظة الصندوق، ولذا فإنه عادة ما تشمل محفظة الأوراق المالية في هذه الصناديق على أسهم

عادية للمنشآت التابعة لصناعات تتسم بدرجة عالية من النمو⁴، وتمتلك آفاقا أعلى للنمو مثل المؤسسات التي تتبع سياسات متقدمة وأبحاث مكثفة لاختراق أسواق جديدة، أو التي تظهر سجلاتها نموا مطردا في المبيعات والأرباح

¹ فريد راغب النجار، إدارة شركات تداول الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص 127.

² Marcus bodie kane, **Investments**. Graw-hill, United States of America, fifth editions, 2003, p109.

³ أمين السيد لطفي، المحاسبة في شركات السمسرة في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 61.

⁴ محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص 217.

المحتجزة التي تنعكس آثارها على القيمة السوقية للسهم. وعادة ما تناسب هذه الصناديق المستثمرين الراغبين في تحقيق عائد مرتفع في نفس الوقت الذي يخضعون فيه لشريحة ضريبية عالية وبخاصة في ظل نظام ضريبي يكون فيه معدل الضريبة على الربح الإيرادي (التوزيعات والفوائد) أعلى من معدل الضريبة على الربح الرأسمالي¹.

2. **صناديق الدخل Income Funds**: تهدف هذه الصناديق إلى تحقيق دخل ثابت لمستثمريها عن طريق توظيف أموالها في الأوراق المالية ذات الدخل الثابت مثل السندات، وأذون الخزانة، والسندات الحكومية، أو أسهم شركات كبيرة ومستقرة التي توزع الجانب الأكبر من الأرباح المتولدة، وصناديق الدخل بذلك تتناسب المستثمرين الذين يعتمدون على عائد استثماراتهم في تغطية أعباء معيشتهم ومثل هؤلاء المستثمرين عادة ما يخضعون لشريحة ضريبية صغيرة، أو ربما لا يخضعون للضريبة على الإطلاق، وهو ما يعني عدم اهتمامهم بالفرق بين معدل الضريبة على التوزيعات والفوائد ومعدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية.

3. **صناديق الدخل والنمو Partially Income Partially Growth**: وتجمع هذه الصناديق بين النوعين السابقين أي المحافظة على أصولها وتحقيق دوري²، فضلاً عن النمو الرأسمالي طويل ومتوسط الأجل مع أقل قدر من المخاطر السوقية المتوقعة، وعادة ما تتكون هذه الصناديق من تشكيلة من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت والأسهم العادية التي تمثل النسبة الأكبر داخل تشكيلة محفظة الصندوق³، وتستهدف هذه الصناديق فئة المستثمرين الذين يعتمدون بشكل جزئي على عائد استثماراتهم في تغطية أعباء المعيشة، ويرغبون في الوقت نفسه في تحقيق قدر معين من النمو المتزايد لاستثماراتهم. وجدير بالذكر أنه تعطى الأولوية لأحد الأهداف على حساب الآخر ويمكن التمييز بين صناديق الدخل والنمو التي تعطى فيها الأولوية لهدف الدخل فتزيد من استثماراتها في السندات وتقلل من الاستثمار في الأسهم، وصناديق النمو والدخل التي تعطى فيها الأولوية لهد النمو فتزيد من استثماراتها في الأسهم وتقلل من استثماراتها في السندات⁴.

¹ منير إبراهيم هندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص 38.

² نظير رياض شحات، محمد جاد حسن علي، "تحليل مقارن لأداء صناديق الاستثمار في البنوك العامة التجارية المصرية"، في المجلة المصرفية للدراسات التجارية، مجلد 37، العدد 2، 2013، ص 305.

³ جلال إبراهيم العبد، "محددات أداء صناديق الاستثمار دراسة تطبيقية على صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية"، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الإسكندرية، العدد 2، سبتمبر 2005، ص 12.

⁴ منذر عبد الكريم مرهج، رامي محمد محمد، "متطلبات إنشاء صناديق الاستثمار في المصرف التجاري السوري"، مرجع سبق ذكره، ص 166.

4. **صناديق ذات الأهداف المزدوجة:** الصناديق ذات الأهداف المزدوجة هي نوع خاص من الصناديق ذات النهاية المغلقة التي يمكنها تلبية احتياجات فئتين مختلفتين من المستثمرين الذين يهدفون إلى الحصول على دخل من استثماراتهم، وتتميز هذه الصناديق بتوزيع استثماراتها بين نوعين من الأسهم هي أسهم الدخل وأسهم النمو، وعادة ما تكون القيمة الكلية للأسهم المصدرة من النوعين متساوية، أما حصيلة بيع الأسهم فيختلف استخدامها وفقا لنوعيتها، فحصيلة بيع أسهم الدخل تخصص لشراء أوراق مالية تدر عائدا دوريا مرتفعا، وحصيلة بيع أسهم النمو تخصص لشراء أسهم الشركات التي تميل إلى الاحتفاظ بأرباح محتجزة¹.

5. **صناديق إدارة الضريبة:** يقصد بصناديق إدارة الضريبة تلك الصناديق التي لا تجري توزيعات على المستثمرين، بل تقوم بإعادة استثمار ما يتولد من أرباح في مقابل حصول المستثمر على أسهم إضافية بما يعادل قيمتها، والتالي ليس هناك محل لدفع المستثمر لضريبة طالما لم يحصل على توزيعات نقدية، فالضريبة تستحق فقط عند بيع الأسهم، أما وعائها الضريبي فهو الفرق بين حصيلة البيع والمبلغ الأصلي للمستثمر، تناسب هذه الصناديق المستثمرين الذين يرغبون في تأجيل دفع الضريبة لسنوات لاحقة، كما تناسب المستثمرين الذين يخضعون لشريحة ضريبة عالية في ظل نظام ضريبي يكون فيه معدل الضريبة على الربح الإيرادي أكبر من مثيله على الربح الرأسمالي².

رابعا- صناديق الاستثمار من حيث محلها وصناديق خاصة: بالإضافة إلى الأنواع التي تم ذكرها هناك مجموعة من الأنواع ذات الطبيعة الخاصة يمكن حصرها في ما يلي:

1. **صناديق الاستثمار من حيث محلها:** وتنقسم صناديق الاستثمار من حيث محلها إلى صناديق محلية وأخرى دولية:

أ- **صناديق الاستثمار المحلية:** وهي تلك الصناديق التي توجد في بلد واحد، وهي البلد التي تأسست فيها، وليس لها نشاط خارج تلك البلد، فالمعيار هنا في تصنيف الصندوق كونه صندوق استثماري محلي أو صندوق استثمار دولي هو نشاط الصندوق ذاته لا يتعدى البلد الذي تأسس فيها، كان الصندوق محليا، أما إذا تعدى ذلك النشاط هذه البلد على أخرى كان الصندوق دوليا³.

¹ عمر عبو، الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار-دراسة تجارب دولية-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة حسينية بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2015/2016، ص129.

² أخلاص باقر النجار، "دور صناديق الاستثمار في تفعيل الاستثمار الإسلامي"، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد السابع، العدد25، البصرة، العراق، 2009، ص145.

³ مصطفى علي أحمد، صناديق الاستثمار مزاياها وأنواعها والتكليف الشرعي، أبحاث ندوة صناديق الاستثمار مصر: الواقع والمستقبل، مركز صالح عبد الله كامل، جامعة الأزهر، 1997، ص118.

ب- صناديق الاستثمار الدولية: مع تزايد طموح ورغبات بعض المستثمرين وزيادة فرص الاستثمار الدولية أصبح الاستثمار الدولي محط اهتمام ورغبة الكثير، وذلك بهدف تحقيق معدل عائد مرتفع يصاحبه مخاطر مرتفعة وتكاليف مرتفعة أيضاً، وبالتالي ظهرت صناديق الاستثمار الدولية لتلبي هذا الاحتياج لمثل هؤلاء المستثمرين، وقد كان المستثمرون في الماضي يتجنبون الاستثمار في مثل هذا النوع من الأوراق نظراً للتكلفة المرتفعة للتعامل عليها وكذلك عدم توفر المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية الأجنبية المصاحبة لعمليات الشراء وتقييم النتائج. أما في الوقت الحالي وبعد طفرة تكنولوجيا المعلومات والاتصال وسرعة انتقال المعلومة، أصبح ظهور صناديق الاستثمار الدولية واتساع التعامل عليها واقع لا يملك الالتفات عنه، بل يجب دراسته وتحليل معطياته، لتحقيق عوائد مجزية والوصول لنتائج قد تكون في صالح المستثمر في الأوراق المالية. وعلى عكس صناديق الاستثمار المحلية التي تتعرض لمخاطر البلد الذي تأسست فيه فإن صناديق الاستثمار الدولية يتأثر العائد الذي يتحصل عليها من جراء التعامل فيها يتعرض لمخاطر سعر الصرف¹.

2. صناديق الاستثمار الخاصة: وهناك مجموعة من الصناديق الخاصة التي تناولتها بعض الدراسات نذكر منها :

صناديق الاستثمار الإسلامية: مع إنشاء البنوك الإسلامية بدأ التفكير في إنشاء صناديق الاستثمار الإسلامية حيث تم إنشاء العديد منها في الدول العربية وغيرها، لتعمل على الاستثمار وفق الشريعة الإسلامية، ومما ساعد على إنشاء هذه الصناديق استحداث العديد من الأدوات الاستثمارية وقيام بعض المؤسسات المالية الإسلامية بدراسة الضوابط الشرعية للاستثمار في أوراق مالية وكذلك عزوف الكثير من المؤسسات والأفراد الذين يريدون استثمار أموالهم في الحلال والاعتماد على مبدأ الاستثمار الإسلامي الذي يلتقي فيه عنصر رأس المال وعنصر العمل. وتعتبر صناديق الاستثمار الإسلامية أحد المؤسسات المالية الإسلامية التي تتولى تجميع أموال المستثمرين في صورة وحدات أو صكوك استثمارية يعهد بإدارتها إلى جهة من أهل الخبرة والاختصاص لتوظيفها وفقاً لصيغ الاستثمار الإسلامية المناسبة، على أن يتم توزيع صافي العائد فيما بينهم حسب الاتفاق ويحكم كافة معاملاتها أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية والقوانين والقرارات والتعليمات الحكومية واللوائح والنظم الداخلية².

¹ شقيري نوري موسى وآخرون، إدارة الاستثمار، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، عمان، الأردن، 2016، ص 191.

² حسين حسين شحاته، منهج مقترح لتفعيل الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار الإسلامية، ورقة بحثية مقدمة ل مؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية، 2005، ص 09.

صناديق التحوط Hedge Funds: ظهر هذا النوع من صناديق الأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1949 بهدف تجميع الأموال من المستثمرين وتوظيفها باستخدام تقنيات التحوط المتمثلة في استخدام العقود المستقبلية والخيارات أو حتى سياسة البيع على المكشوف من أجل حماية رأس المال وتوليد عوائد ايجابية، فصناديق التحوط تسعى لتحقيق عوائد مرتفعة بغض النظر عن حركة البورصة ولتحقيق ذلك يتبنى القائمون على إدارة هذه الصناديق استراتيجيات عدة تضمن إبرام عقود المستقبلية والخيارات المالية، فالعائد المتحقق هو انعكاس لمهارات المدراء ومدى قدرتهم على استغلال الفرص الناتجة عن التنبؤ بأسعار الأوراق المالية وتقلباتها، بهدف تحقيق عوائد والتحوط من المخاطر¹. وفي حالة صناديق الاستثمار الأخرى يكون مدراء الصندوق مستقلين عنها بعكس صناديق التحوط حيث يستثمرون رؤوس أموالهم في هذه الصناديق لكي يحرصوا على تحقيق الأهداف المخطط لها، فلذلك النتيجة أنه في صناديق الاستثمار الأخرى تكون المخاطر السوقية مرتفعة ومخاطر إدارة الصندوق منخفضة بعكس صناديق التحوط التي تكون المخاطر السوقية منخفضة ومخاطر إدارة الصندوق مرتفعة، لذلك يستطيع المستثمر أن ينوع في استثماراته بين الصندوقين².

وهذه الصناديق تلعب دورا كبيرا في التأثير على البورصة، فهي تحقق عدة مزايا للبورصة والمستثمر، وهي كالتالي:

أ- المزايا بالنسبة للبورصة: يحقق هذا النوع من الصناديق مجموعة من المزايا للبورصة منها³:

- تحقيق سيولة مرتفعة للبورصة؛
- تحقيق التوازن في الأسعار؛
- تحقيق التنوع الاستثماري للبورصة.

ب- المزايا بالنسبة للمستثمر: كما تحقق للمستثمر المزايا التالية:

- تخفيض المخاطر المحيطة بالمحفظة الاستثمارية؛
- تحسين عائد المحفظة الاستثمارية وبالذات في البورصات التي تكون فيها بدائل الاستثمار محدودة ومقتصرة على الأسهم العادية والسندات فقط.

¹Filippo Stefani, **Investment Strategies of Hedge Funds**, The Atrium, Southern Gate, Chichester, England, 2006, p01

²خالد محمد نصار، آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية "دراسة تطبيقية على المستثمرين في قطاع غزة، رسالة ماجستير: تخصص محاسبة التمويل، فلسطين، 2006، ص160.

³Thomas Schneewies &Georgi Georiev, **The Benefits of Hedge Funds**, Mercantile, New York, United States of America, 2002, p1.

المطلب الثالث: مزايا ومخاطر صناديق الاستثمار

تحتل صناديق الاستثمار بأهمية بالغة بالنظر إلى المزايا التي تكتسبها وتميزها عن سائر القنوات الاستثمارية، إذ تحقق للمستثمر العديد من المزايا لا يستطيع تحقيقها بنفسه ولا تقتصر مزاياها على مؤسسيها ومستثمريها فحسب بل يمتد نفعها ليشمل الاقتصاد الوطني، بالرغم من المزايا التي تتمتع بها الصناديق إلا أنها لا تخلو من المخاطر.

الفرع الأول: مزايا صناديق الاستثمار:

تشكل صناديق الاستثمار أداة مهمة لجذب المدخرين الصغار الذين لا يملكون فرصة المشاركة في السوق المالية فضلا عن دورها في دعم برنامج الخصخصة وتوسيع قاعدة الملكية من خلال ضمان التقييم السليم للأوراق المالية وتحسين شروط بيعها، ونقل الضوء على عناصر تدخل ضمن مزايا صناديق الاستثمار وتتمثل في:

أولاً- بالنسبة للاقتصاد الوطني: من المتوقع أن تلعب صناديق الاستثمار دورا هاما في تدعيم برامج الخصخصة وتوسيع قاعدة الملكية في قطاع الأعمال العامة، وذلك من خلال توفير الترويج لأسهم الشركات المطروحة للبيع وتوفير التمويل اللازم للشراء عن طريق تجميع فوائض المدخرات، بالإضافة إلى دور هذه الصناديق في تدعيم التقييم السليم للأوراق المالية وتحسين شروط البيع لصالح الاقتصاد الوطني، وإن زيادة عدد صناديق الاستثمار وانتشارها في مختلف فروع البنوك وشركات الاستثمار وشمول نشاطها مختلف القطاعات الاقتصادية انعكاسات إيجابية على الاقتصاد الوطني، وفيما يلي بيان لأوجه تلك الاستفادة:

1. **الصناديق أداة لتحريك الاستثمارات الجامد:** لأن مصدر التمويل لتلك الصناديق في معظمه من مدخرات أفراد القطاع الخاص والذين يحجمون عن استثمارها لسبب أو لآخر، والتي قد تكون مجمدة في استثمارات ذات منفعة محدودة للاقتصاد وأثبتت تجربة الصناديق دورها الفعال في تحريك تلك الأموال نحو الاستثمارات المناسبة في مختلف القطاعات الاقتصادية¹.

2. **تمويل المشاريع الاقتصادية:** تساهم صناديق الاستثمار في تعبئة الموارد المالية والقيام بتوجيهها نحو تمويل المشاريع المختلفة لخدمة الاقتصاد الوطني، كما تمثل صناديق الاستثمار إحدى القنوات لتحويل مدخرات الأفراد من أموال معطلة في الاقتصاد إلى أموال نشطة، تساهم في رفع مستوى الاستثمارات المتاحة في الاقتصاد.

¹ شرط صلاح الدين، مرجع سبق ذكره، ص 171.

3. حماية المدخرات الوطنية ومنع تسربها للاستثمار في الخارج: فصناديق الاستثمار تؤدي إلى فتح مجالات جديدة أمام المدخرين لاستثمار أموالهم بينما يمكن من جذب أصحاب المدخرات الذين قد لا يتناسب (بسبب أو لأخر) الإيداع في البنوك حتى لا تتسرب مدخراتهم عن الدورة الاقتصادية، وكذلك تعتبر الصناديق كأوعية مالية لأصحاب المدخرات الذين يريدون الاستثمار في الأوراق المالية ولكن تعوزهم الخبرة أو المقدرة المالية للقيام بذلك¹.
4. تنشيط سوق الأوراق المالية: تساهم صناديق الاستثمار في تنشيط حركة سوق الأوراق المالية من خلال ما تقدمه من أدوات استثمارية تتناسب وظروف المستثمرين المحتملين، كما توفر هذه الصناديق السيولة اللازمة للاستثمار من خلال اكتتاب جمهور المستثمرين في وحدات الاستثمار التي تصدرها الصناديق وهذا بدوره يزيد من عرض الأوراق المالية في السوق ويساعد على حل مشكلة ضالة عرض الأوراق المالية التي تعاني منها العديد من أسواق الأوراق المالية وخاصة في الدول العربية².
5. المساهمة في تنفيذ عمليات البورصة (الخصخصة): من خلال سوق أوراق مالية نشيط يمكن تحقيق أهداف الإصلاح الاقتصادي (الخصخصة)، وتوسيع قاعدة الملكية وتوفير التمويل اللازم لعملية التنمية، ويمكن خلق طلب على أسهم هذه الشركات المطروحة للبيع في سوق الأوراق المالية، من خلال ما يتوافر من موارد كبيرة لصناديق الاستثمار والتي تقوم بجمعها من مختلف المستثمرين، وبذلك تمثل صناديق الاستثمار الطلب الكبير والمنظم لهذه الأسهم³، وتلعب دورا هاما في توسيع قاعدة الملكية، كما تعتبر ضرورة حتمية لنجاح سياسة الخصخصة؛
- ثانيا- بالنسبة للمستثمرين: أثبت الاستثمار من خلال الصناديق الاستثمارية كفاءة عالية في توفير الفرص الاستثمارية المناسبة لتشغيل أموال مختلف شرائح المستثمرين من ذوي المدخرات الصغيرة والمتوسطة والكبيرة، وبشكل يحقق طموحاتهم في الحصول على أرباح تفوق ودائع البنوك مع توفير حد أدنى من الحماية لأموالهم من المخاطر الاستثمارية، كما تساهم صناديق الاستثمار في ترشيد عمليات توظيف الأموال للمواطنين، ويتجه اهتمام صناديق الاستثمار بشكل خاص إلى المستثمر الفرد صاحب المدخرات الصغيرة نسبيا والخبرة المحدودة فيما يتعلق بالاستثمار في الأوراق المالية، فيقوم الصندوق بما يتيح للمستثمرين من معلومات وما يقدمه من تحليلات ودراسات لأوضاع الشركات المطروحة أسهمها بالبورصة بتوفير عنصر الأمان للمستثمر الذي يترك للصندوق مسؤولية استثمار أمواله بثقة، وفيما يلي أهم مزايا الصناديق للمستثمرين:

¹ صفوت عبد السلام عوض الله، صناديق الاستثمار-دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر المؤسسات المالية الإسلامية معالم الواقع وأفاق المستقبل، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر، جامعة الإمارات العربية المتحدة، يومي 15-17 مايو 2005، ص 803.

² محمد حلمي عبد التواب، البورصة المصرية والبورصات العالمية، مؤسسة الطوجي للتجارة والطباعة والنشر، القاهرة، 2004، ص 155.

³ حسن محمد الفطافطة، "صناديق الاستثمار في الدول العربية-نشأتها، تطورها، خصائصها"، الفطافطة للدعاية والإعلان، الأردن، 2001، ص 33

1. الاستفادة بخبرات الإدارة المحترفة: في حالة قيام المستثمر بشراء أسهم المنشآت من السوق المالي (المنظم أو غير المنظم) يصبح لزاما عليه الاضطلاع بنفسه بكافة المتطلبات العملية اللازمة لذلك، فهو يتخذ القرار الاستثماري بنفسه، بما يتضمنه ذلك من بناء التشكيلة الملائمة ويحتفظ بسجلات كافة المعاملات للأغراض الضريبية، وعليه مراقبة حركة الأسعار في السوق، وضرورة متابعة المستثمر لمستوى مخاطر محفظته، للتأكد من أنها مازالت في حدود المستوى المقبول من وجهة نظره وغير ذلك، وطل هذه المهام يلقي بها على عاتق الإدارة المحترفة التي تتولى إدارة صندوق الاستثمار، وذلك إذا ما فضل المستثمر توجيه موارده المتاحة إلى شراء وثائق صندوق الاستثمار¹، بل أن هناك اعتقاد بأن اضطلاع إدارة محترفة بالمهام المشار إليها من شأنه أن يسفر عن تحقيق معدل عائد مرتفع، عما يمكن يحققه المستثمر الذي يستثمر أمواله لوحده.

2. التنوع: توفير إمكانية أكبر للمستثمرين للاستفادة من التنوع الاستثماري والتقليل من مخاطر الاستثمار، إذ تقوم تلك الصناديق بتوزيع الاستثمارات على عدد كبير من الأدوات الاستثمارية وعدد كبير من المؤسسات التي يتم اختيارها وانتقاؤها بشكل فني دقيق.

3. تنوع الأهداف: يوجد العديد من صناديق الاستثمار تختلف في أهدافها وبذلك تلي هدفا أو أكثر من أهداف المستثمرين، فهناك صناديق تهدف إلى المحافظة على رأس مال المستثمر، وأخرى تهدف إلى تحقيق أرباح لرأسمالية أو على تحقيق الدخل، وبذلك فصناديق الاستثمار تلي رغبات مختلف للمستثمرين²، كما يشمل التنوع تقليل المخاطر من خلال تنوع رأس المال المستثمر على عدد كبير من الأصول التي تختلف معدلات العائد عليها كالأسهم والسندات أو أي أصول أخرى والغرض من ذلك هو تجنب تركيز الاستثمار في ورقة مالية واحدة أو قطاع واحد مما قد يعرض المستثمر على خسائر كبيرة في حالة هبوط سعر هذه الورقة أو هذا القطاع³.

4. الاقتراض أو الرافعة: من المميزات التي يستفيد منها الصناديق الاستثمارية ولا تتوفر لدى الأفراد ذوي المدخرات الصغيرة الحجم هي مسألة اقتراض الصندوق للأموال لرفع قدرته على الاستثمار وهو ما يسمى بالرافعة، إذ يمكن صندوق استثمار الأسهم مثلا أن يقترض من البنوك بضمان تلك الأسهم ثم يشتري بها أسهما أخرى، ولما كان

¹ منير إبراهيم هندي، 2014، مرجع سبق ذكره، ص 131.

² محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص 258.

³ أمين السيد لطفي، المحاسبة في شركات السمسرة في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 58.

سعر الفائدة على القرض هو اقل في أغلب الأحيان من العائد على الاستثمار في الأسهم بذلك يستطيع الصندوق تحقيق أرباح إضافية للمستثمرين¹.

5. **اقتصاديات الحجم:** يمكن للمستثمرين في صناديق الاستثمار الاستفادة من الوفرة في عمولات السماسرة أو الوكالات عند شراء الصندوق للحصص الممكنة لهم، ذلك أن صناديق الاستثمار التي تتميز بأكبر حجمها، عادة ما تقوم بشراء أو بيع عدد كبير من الأوراق المالية، وبالتالي فإن نسبة العمولة المدفوعة لوسطاء التداول تكون أقل من تلك التي يدفعها المستثمر الفرد².

ثالثاً- بالنسبة للبنوك: وتحقق صناديق الاستثمار جملة من المزايا بالنسبة للبنوك يمكن حصرها في ما يلي:

1. **جذب وتجميع مدخرات الأفراد لديها:** إن البنوك وشركات الاستثمار المعتمدة، هي موضع ثقة العملاء والمستثمرين، وبتأسيسها لتلك الصناديق فإنها تتيح الفرصة أمام المستثمرين بكافة فئاتهم لتشغيل مدخراتهم التي قد تكون جامدة لعدم إمكانية المستثمر الفرد من استثمارها، ومن ثم يمكن للبنوك وشركات الاستثمار توجيه الأموال المجمعة من المستثمرين إلى الأدوات الاستثمارية المناسبة، وبالتالي تحقيق عوائد مجزية³.

2. **تحقيق عمولات الاستثمار:** تقوم البنوك بإدارة تلك الصناديق مقابل عمولات معينة، وقد تكون تلك العمولات محددة، أو في صورة نسبة معينة من إجمالي الأصول، أو نسبة من الأرباح التي تتحقق من استثمارات أموال الصناديق، كما تقوم بتنويع مصادر الدخل للبنوك حيث يمكن للبنوك القيام بإنشاء صناديق استثمار والقيام بدور أمين لصندوق الاستثمار وتقديم العديد من الخدمات التي يقوم البنك بالحصول على مقابل لها، كذلك حصول البنك على عوائد من الفروق الرأسمالية التي تعود عليه من بيع أجزاء من محفظة الأوراق المالية التي يمتلكها مما يعمل على تنويع مصادر الدخل للبنوك⁴.

3. **توفير الخبرة في إدارة الصندوق:** يكتسب البنك خبرة في إدارة الصندوق من خلال القيام بشراء وبيع أو الاحتفاظ بالأوراق المالية لمنشآت في السوق المالية، الذي يستوجب التحليل والدراسة والإلمام بكافة متطلبات العملية

¹ صفية احمد أبو بكر، صناديق الاستثمار الإسلامية خصائصها- أنواعها، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر المؤسسات المالية الإسلامية، معالم الواقع وأفاق المستقبل، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر، جامعة الإمارات العربية المتحدة، يومي 15-17 مايو 2005، ص 842.

² هشام جبر، صناديق الاستثمار الإسلامية، بحث مقدم ضمن ندوة التطبيقات الإسلامية المعاصرة، الدار البيضاء، المغرب، 1998، ص 6.

³ شريط صلاح الدين، مرجع سبق ذكره، ص 172.

⁴ غسان الطالب، صناديق الاستثمار في الأردن بين النظرية والتطبيق، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر الدولي الأول للمالية والمصرفية الإسلامية، 6-7/8/2014، عمان، ص 6-7.

الاستثمارية، كبناء التشكيلة الملائمة ومراقبة الأسعار في السوق واختيار التوقيت المناسب لتعديل المحفظة، وكذا متابعة مستوى مخاطر المحفظة للتأكد من أنها في مستوى، وهذا المستوى من الإدارة ليس بمقدور صغار المستثمرين الحصول عليه إلا من خلال صناديق الاستثمار.

4. **الإعلان والترويج للبنوك ولشركات الاستثمار ولنشاطاتها:** إعلان البنك أو شركات الاستثمار عن تأسيس صندوق معين هو في حد ذاته دعاية وإعلان يخدم سمعة البنك أو الشركة المؤسسة ويروج لأنشطتها، وبالتالي يعتبر عاملاً مهماً في زيادة الإقبال عليها، ويتيح لها فرصة الجذب والتعامل مع عدد كبير من العملاء بشكل من نشاطاتها ويحقق لها عوائد، ومنافع كثيرة.

5. **تدوير المحافظ وتوظيف فائض السيولة:** تساعد صناديق الاستثمار على تدوير محافظ الأوراق المالية وتحقيق ربحية عالية للبنك الذي يؤسسها، حيث أن تحريك المحفظة سيؤدي إلى بيع أسهم وشراء غيرها فهناك فرصة عالية وكبيرة لتحقيق ربحية من جراء بيع جزء من محفظة الصندوق¹. كما تعتبر الصناديق كقناة لتوظيف فائض السيولة لدى البنك مما يخلص البنوك من السيولة الزائدة²، وزيادة فعالية محفظة الأوراق المالية التي يمتلكها البنك³.

الفرع الثاني: مخاطر صناديق الاستثمار:

كما هو شأن الأنشطة الاستثمارية المختلفة فإن الاستثمار في الصناديق يتضمن إمكانية التعرض لمخاطر الاستثمار المتعارف عليها والمتصلة أساساً بأحوال عدم التأكد التي تحيط بالعميلة الاستثمارية إذ أن قرار الاستثمار في صندوق معين يعني مباشرة قبول علاقة معينة بين العائد المتوقع ودرجة المخاطر، فرغم تعدد مزايا صناديق الاستثمار إلا أن الاستثمار فيها لا يخلو من المخاطر، ويمكن حصر مخاطر صناديق الاستثمار فيما يلي:

1. **المخاطر النظامية:** فإن أي تغييرات معاكسة في الظروف الاقتصادية للبلد التي تستثمر فيها الأموال، قد يكون له أثر سلبي على قيمة أصول الصندوق، كما قد تتأثر بالتغيرات في سياسة الحكومة ونظام الضرائب أو عوامل طبيعية.

¹ منى قاسم، مرجع سبق ذكره، ص 47.

² عز الدين فكري التهامي، تقييم أداء صناديق الاستثمار في مصر "مدخل محاسبي كمي"، ندوة صناديق الاستثمار في مصر بين الواقع والمستقبل، جامعة الأزهر، القاهرة، 1997، ص 12.

³ منذر عبد الكريم مرهج، رامي محمد محمد، "متطلبات إنشاء صناديق الاستثمار في المصرف التجاري السوري"، مرجع سبق ذكره، ص 169.

2. **مخاطر السوق:** تعد التقلبات السعريّة السوقيّة المخاطر الأساسيّة في الصندوق حيث قد تؤدي إلى تذبذب في قيمة الاستثمارات المدارة في الصندوق، ويتم الاستثمار في الصندوق بشكل أساسي في الأسهم التي هي عرضة لمخاطر السوق والتذبذبات العالية.
3. **مخاطر القطاع:** قد يحدث أن تتركز الأسهم التي يملكها الصندوق في قطاع معين مما يسمح للصندوق بالتركيز على هذا القطاع والعائد المتوقع له ونتيجة لذلك يتم تحقيق عوائد كبرى في حالة نمو القطاع، بكن هذا يعني أيضا أن الصندوق قد يتعرض لخطر انخفاض قطاع معين، وخصوصا تلك القطاعات ذات الطبيعة الدورية والأكثر عرضة لمؤثرات موسميّة، وبالتالي مقارنة بالصناديق التي تكون فيها الأصول موزعة على عدد أكبر من القطاعات.
4. **مخاطر السيولة:** إن المستثمر في صناديق الاستثمار المفتوحة يمكنه استرداد قيمة حصته في أي وقت شاء، الأمر الذي يتطلب ضرورة توفر مستوى ملائم من السيولة على الدوام لدى هذه الصناديق بما يمكنها من دفع قيمة استرداد أوراقها الماليّة في أي وقت يطلب فيه المستثمر ومن المعروف انه كلما ارتفع مستوى السيولة ارتفعت تكلفة الفرصة البديلة والمتمثلة في إعادة استثمار تلك الأموال السائلة وهكذا يتحمل المستثمر عبء تكلفة الفرصة الضائعة¹.
5. **مخاطر التضخم:** تتأثر الأصول الماليّة جميعا بالتضخم المتمثل بالارتفاع المستمر في الأسعار وانخفاض القوة الشرائية للنقود، ونظرا لان العائد في صناديق الاستثمار يتحقق في المستقبل فإن القيمة الزمنية للنقود تتغير لصالح الحاضر لذلك على المستثمر تحديد العائد الذي يمكنه من حماية أمواله إزاء مخاطر التضخم فضلا عن تحقيق أرباح مناسبة، وتعد الأدوات الماليّة لأدوات الدين أكثر تعرضا لتأثير التضخم².
6. **مخاطر التشغيلية:** وهي المرتبطة بالخسائر الاقتصادية التي يتحملها الصندوق نتيجة وجود نقاط ضعف تنظيمية في إدارة وتشغيل عملياته وتزداد المخاطر بتزايد حجم أعمال الصندوق المتعلقة بنوعية استثماراته. حيث يمكن أن يؤدي الحجم غير مناسب للصندوق إلى زيادة التكاليف ومن ثم انخفاض الكفاءة من أداء الصندوق لعمله، ويمكن أن ترتفع التكاليف عندما يزيد حجم الصندوق معين والذي ينخفض فيه متوسط التكاليف، بحيث يصعب إدارة الصندوق مع الحجم الكبير الذي يتعدى الحجم الأمثل وترتفع بذلك تكاليف إدارته وتقل عوائده³.

¹ منير إبراهيم هندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، مرجع سبق ذكره، ص46.

² محمود محمد الداغر، الأسواق الماليّة- مؤسسات أوراق- بورصات، دار الشروق، عمان، الأردن، 2005، ص189.

³ فليح حسن خلف، الأسواق الماليّة والنقدية، مرجع سبق ذكره، ص160.

المبحث الثاني: آليات تشكيل صناديق الاستثمار وإدارتها

تكتسي إدارة صناديق الاستثمار أهمية بالغة بصفة عامة نظرا لدورها الفعال لإنجاح عمليات الصندوق، من خلال توليها كل من عملية تحليل كافة الظروف المحيطة بصناعة صناديق الاستثمار واتجاهات حركات الأسعار في سوق الأوراق المالية من جهة وإعداد التنبؤات المتعلقة بذلك وآثارها المحتملة من جهة أخرى، لاختيار تشكيلة محفظة متنوعة من الأوراق المالية التي تتوافق مع رغبات المستثمرين ومع الأهداف الاستثمارية المحددة للصندوق، إضافة إلى اضطلاعها بكافة المهام المتصلة بتسويق وثائق الاستثمار وسياسات توزيع الأرباح وكيفية استردادها.

المطلب الأول: آليات تشكيل وعمل صناديق الاستثمار

تختلف آلية تشكيل وعمل صندوق الاستثمار باختلاف الهدف الذي تسعى إلى تحقيقه كل من إدارة الصندوق والمستثمرين فيه، إلا أن هناك سلسلة من الإجراءات والمراحل التي يشترك فيها كافة الصناديق وبغض النظر عن الهدف منها وذلك بدءاً من مرحلة تأسيس الصندوق وانتهاء بتصفيته. وفي ما يلي نستعرض آلية عمل صناديق الاستثمار ومراحل تشكيلها:

أولاً-مرحلة دراسة المشروع وتأسيس الصندوق: تقوم الجهات المعنية بإنشاء صناديق الاستثمار سواء كانت الجهة المنشأة بنك أو شركة تأمين أو شركة مساهمة بدراسة مشروع الصندوق، التي تعتبر الخطوة الأولى لنشأته، وذلك من خلال دراسة السوق المالي المزعم الاستثمار فيه، ونشاط صناديق الاستثمار في السوق وأدائها، والوضع الاقتصادي العام، وجميع العوامل المؤثرة في الصندوق. ويتم اختيار نوع الصندوق وفق رغبات المستثمرين، حيث تحرص البنوك وشركات التأمين وشركات المساهمة على طرح أنواع متعددة من الصناديق الاستثمارية لتتوافق مع أكبر قدر ممكن من رغبات المستثمرين، من صناديق العائد الدوري (صناديق الدخل) إلى صناديق النمو الرأسمالي (صناديق النمو) أو كلاهما (صناديق متوازنة).

ويتأثر اختيار المستثمرين أيضاً بين هذه الصناديق على مدى توافقها مع مبادئ الشريعة الإسلامية وفي هذا الصدد نجد أن البنوك حتى البنوك التقليدية تتنافس فيما بينها في اختيار تشكيلة صندوق متلائمة من وجهة نظر البنك مع أحكام الشريعة الإسلامية، بحيث يتجنب الاستثمار في السندات أو سوق النقد أو أسهم الشركات ذات الأنشطة المحرمة، إلا أن مدى قبول المستثمرين لهذه الفكرة يرتبط أساساً بثقتهم في إدارة البنك، وقدرتها على تمييز الضوابط الشرعية للاستثمار

المشروع، وفي هذا الصدد يلاحظ توجه لدى بعض إدارات الخدمات الاستثمارية في البنوك لتشكيل هيئات للرقابة الشرعية¹.

ثانياً-الحصول على الترخيص من هيئة سوق الأوراق المالية: قبل الخوض في كيفية منح الترخيص لمزاولة نشاط صناديق الاستثمار يجب التنويه إلى الفرق من حيث الشكل القانوني بين صناديق الاستثمار التي تنشئها البنوك أو شركات التأمين و صناديق الاستثمار التي قد تأخذ شكل شركة مساهمة²:

من حيث الشكل القانوني للصندوق فإن الصناديق التي تنشئها البنوك وشركات التأمين، فإنها لا تتمتع بشخصية معنوية مستقلة عن الجهة المنشئة لها، وبهذا فهي لا تمثل وحدة قانونية وإنما وحدة تنظيمية ومحاسبية مستقلة مالياً عن البنك أو الشركة التي تنشئها، و خلافاً على هذا يجب على البنك أو شركة التأمين أن يخصص للصندوق حسابات مستقلة عن الأنشطة الأخرى، وعليه إمساك الدفاتر والسجلات اللازمة لممارسة نشاط الصندوق.

أما صناديق الاستثمار التي تؤسس في شكل شركة مساهمة للعمل في مجال الأوراق المالية طبقاً لأحكام سوق المال ولائحته التنفيذية فإنها تتمتع بالشخصية المعنوية المستقلة مثل أي شركة أموال على أن يقتصر غرض الصندوق الذي تنشئه على التعامل في الأوراق المالية ولا يجوز له ممارسة نشاط أخرى.

غير أن صناديق الاستثمار بنوعها تحصل على ترخيص نشاطها من الهيئة العامة لسوء المال، من خلال طلب تسجيل أسهم الصندوق لدى هيئة الأوراق المالية، وهنا تطلب معظم إدارات البورصات تقديم المنشور الاستثماري للصندوق الذي يتضمن المعلومات التالية:

1. موافقة البنك المركزي (صناديق التي تنشئها البنوك)؛
2. مشروع نشرة الاكتتاب العام؛
3. عقد الإدارة المبرم بين البنك المنشئ للصندوق وشركة إدارة صناديق الاستثمار؛
4. شهادة مراجع الحسابات بالمبلغ المخصص من البنك لمباشرة نشاط صندوق الاستثمار (صناديق التي تنشئها البنوك)؛
5. أقرار مراجعي الحسابات بالموافقة على قبول حسابات الصندوق؛

¹ سمير محي الدين، دور صناديق الاستثمار في تنشيط وتفعيل سوق الأوراق المالية-دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية، رسالة ماجستير، تخصص: تحليل اقتصادي، جامعة الجزائر -3-، 2009-2010، ص97.

² أحمد صلاح عطية، مشكلات المراجعة الخارجية لصناديق الاستثمار: دراسة استطلاعية على عينة من مراقبي الحسابات في القاهرة، مجلة الإدارة العامة، المجلد 40، العدد 4، السعودية، 2001، ص772.

6. بيان من البنك يحدد المسؤول من البنك على الصندوق (صناديق التي تنشئها البنوك)؛
7. شهادة إيداع مصرفية بالمبلغ المخصص من الشركة لمباشرة نشاط صندوق الاستثمار (صناديق التي تنشئها شركات المساهمة)؛
8. بيان من الشركة بتحديد المسؤول عن إنهاء الإجراءات لدى السوق (صناديق التي تنشئها شركات المساهمة)؛
9. بيان من مدير الاستثمار يحدد فيه عدد وأسماء وحجم صناديق الاستثمار التي يقوم بإدارتها؛
10. بيان من البنك بتعيين مراجعي حسابات الصندوق ومن يبيع مراجعي الحسابات المقيدون بالسوق؛
11. إيصال سداد الرسوم المقررة من السوق.

بالإضافة إلى بعض المعلومات الآتية¹:

1. الهدف من الاستثمار، سواء دخل ثابت أو نمو رأسمالي أو كلاهما معا؛
 2. حجم رأس المال في صناديق الاستثمار المغلقة، أو الحد الأدنى لرأس المال في صناديق الاستثمار المفتوحة، ومدى إمكانية زيادة أو تخفيض رأس المال، وكذلك عدد الوثائق التي سيصدرها الصندوق ومدى قابليتها للاسترداد وعملة الصندوق؛
 3. درجة انكشاف الصندوق للمخاطر المختلفة والعائد المتوقع تحقيقه؛
 4. الخدمات التي يقدمها الصندوق (مثل تحرير الشيكات، تحويل الأموال إلكترونياً...)
 5. الرسوم التي يتحملها المشترك في الصندوق (رسوم الإدارة ورسوم الدخل والخروج من الصندوق..).
- بعد استكمال الدراسة وإصدار الموافقة من هيئة السوق واعتماد نشرة الاكتتاب يكون الصندوق قد حصل على الترخيص، وبالتالي يكون جاهز لمزاولة نشاطه.
- ثالثاً-الاكتتاب والاشتراك في الصندوق: تحرص الصناديق على إتباع أساليب تشجيعية في مرحلة الاكتتاب لجذب المستثمرين ولدعم الصندوق في مراحله الأولى، حيث يقوم الصندوق بتوظيف مبالغ الاشتراك بشكل مؤقت في صندوق استثماري تابع للبنك المؤسس، وتحويل تلك المبالغ مضافاً لها الأرباح إلى الصندوق عند بدء نشاطه. كما يتيح بعض الصناديق للمستثمرين إمكانية دفع رأس المال المكتتب به دفعة واحدة أو على دفعات دورية.

¹Michael Glazer, **Prospectus Disclosure and Delivery Requirements, Bingham**: Bingham Mc Cutchen LLP, 210, P 17-26. : http://www.pli.edu/public/booksamples/5519_sample4.pdf

تصدر إدارة الصندوق شهادات للمستثمرين يسجل في كل شهادة عدد الوحدات التي يملكها المستثمر في الصندوق، وتسمى هذه الصكوك "شهادات" أو "وثائق الاستثمار"، التي تكون على نوعين:

- **شهادات اللوحة الاستثمارية:** وتتضمن إثبات ملكية الوحدة بصرف النظر عن القيمة التي ستؤول إليها؛
- **شهادات القيمة الاسمية:** وهي لا تشكل إلا نسبة ضئيلة جداً مما تصدره الصناديق من الشهادات، وتتضمن إثبات ملكية الوحدة مع ضمان قيمتها الاسمية وهي القيمة المدونة عليها.

رابعاً-تنويع الاستثمار: من الإجراءات اللازمة في إدارة صناديق الاستثمار أن تشكل الأصول المكونة لها من أنواع متعددة من الأوراق المالية، فهي ضرورة تقتضيها السياسة المثلى للاستثمار وإلزام توجيه اللوائح والأنظمة في عامة الأقطار، ففي النظام المصري مثلاً: لا تزيد نسبة ما يستثمره في شراء أوراق مالية لشركة واحدة على الأقل 10% من أموال الصندوق وبما لا يتجاوز 15% من أوراق تلك الشركة، وتتبع الصناديق في سياسة الاستثمار هذه عدة اتجاهات فمنها ما يتوسع في ذلك ليشمل إصدارات من عدة دول مختلفة، ومنها تعتبر المهمة أو المسؤولية الأساسية لمدراء المحافظ المالية بصناديق الاستثمار هي الاستثمار الجيد للأموال التي تكون ملائمة للمستثمرين وتحقق نمو بمرور الزمن¹.

خامساً-تقييم الوحدة الاستثمارية: بعد التشغيل الفعلي للصندوق يقوم مدير الصندوق وبشكل دوري، يومياً أو أسبوعياً، بإجراء تقييم للوحدات الاستثمارية، حسب ما تنص عليه لائحة الاكتتاب، وذلك لتحديد قيمة تداول الوحدات الاستثمارية، وللوحدة الاستثمارية ثلاث قيم هي:

قيمة الإصدار: وهي القيمة التي تصدر بها الوحدة عند الاكتتاب الأولى؛

القيمة الحقيقية: وهي صافي قيمة الأصول المكونة للصندوق على عدد وحدات الصندوق في تاريخ التقييم، وتحسب صافي قيمة الأصول المكونة للصندوق بالفرق بين القيمة السوقية لمجودات الصندوق مخصوماً منها أي التزامات ومصاريف مستحقة على الصندوق؛

القيمة السوقية: وهي القيمة التي تباع بها الوحدة الاستثمارية، ويختلف تحديد القيمة السوقية حسب نوع الصندوق، ففي صناديق الاستثمار المغلقة تحدد القيمة السوقية في السوق الثانوية من خلال العرض والطلب على الوحدة، أما في الصناديق المفتوحة لا يسمح ببيع أو شراء الوحدة إلا من مدير الصندوق فهو الذي يحدد سعرين للوحدة هما:

¹ كحلي فتيحة، تقييم أداء صناديق الاستثمار الإسلامية-دراسة تجارب بعض الدول العربية-، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص: محاسبة ومالية، جامعة حسنية بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2011، ص26.

- سعر الشراء: وهو السعر الذي يشتري به المدير الوحدات للمستثمرين، ويساوي القيمة الحقيقية للوحدة مخصوماً منها أي أتعاب إدارية إن وجدت.
- سعر البيع: وهو السعر الذي يبيع به المدير الوحدات للمستثمرين، ويساوي القيمة الحقيقية للوحدة مضافاً إليها مصروفات الشراء إن وجدت.

سادساً- الرسوم والمصاريف الإدارية: يتقاضى مدير الصندوق من المستثمرين بعض أو كل من الرسوم الآتية¹:

- رسوم الإصدار: والتي يتم حسمها من قبل المدير عند استلام مبالغ المشترك، أي يتم خصمها من المبلغ المستثمر حال الاشتراك، وبعض الصناديق يتم الاشتراك فيها بدون دفع أية رسوم.
- رسوم الإدارة: وهي الرسوم السنوية التي يدفعها المستثمر في مقابل إدارة صندوق الاستثمار، وتمثل في الخدمات التي يقدمها القائمون على تحليل الأوراق المالية، أو تلك التي تقدمها إدارة الصندوق.
- رسوم الأداء: وهي رسوم إضافية يقطعها المدير إذا زادت أرباح الصندوق عن نسبة معينة، وهي تمثل حافزاً للمدير لكي يحقق مستوى عالي من الأرباح.
- رسوم الاسترداد: يقصد بها تلك الرسوم التي يتكبدها المستثمر عندما يتقدم لشركة الاستثمار ذات النهاية المفتوحة، طالبا استرداد قيمة السهم (الوثيقة)، ولا توجد نسبة محددة لتلك الرسوم فهي تتراوح في المتوسط بين 4% و5% من قيمة الأصل الصافية.

سابعاً- أرباح وتوزيعات الصندوق: يحدد صافي أرباح الصندوق طبقاً للقواعد المحاسبية المتعارف عليها في الأوساط المالية، ويتمثل صافي الربح أو الخسارة بين صافي أصول الصندوق في بداية الاستثمار وصافي أصوله عند تاريخ التقييم، وتتكون إيرادات صناديق الاستثمار من العوائد المتحققة من استثماراتها المختلفة والمكونة لمحفظتها الاستثمارية، حيث أن أرباح الصندوق قد تتولد إما بسبب توزيعات الأرباح أو الفوائد على الأوراق المالية أو بسبب ارتفاع القيمة السوقية لأصول المحفظة الاستثمارية²، وتتبع صناديق الاستثمار طريقتين في توزيع الأرباح، إما من خلال توزيع أرباح على حاملي وثائق

¹ زينب السيد سلامة، ماهية صناديق الاستثمار وإدارتها في المملكة العربية السعودية، مجلة الإدارة العامة، المجلد 39، العدد 1، السعودية، 1999، ص ص 97-98.

² هشام جبر، 2005، مرجع سبق ذكره، ص 12.

الاستثمار، أو إعادة استثمار الأرباح المحققة وتدويرها ومنح المستثمر وثائق جديدة في الصندوق، وهنا يحصل المستثمر على الربح عندما يقوم ببيع الوثيقة الاستثمارية أو التبرص حتى انقضاء الصندوق وتصفيته¹.

ثامنا- استرداد وثائق الصندوق: يحق للمستثمر في الصناديق المفتوحة متى شاء استرداد كل أو بعض الوحدات المستثمرة وفي حال الاسترداد الجزئي تشترط بعض الصناديق أن لا تقل قيمة الوحدات المتبقية عن حد معين، وإذا قلت عن ذلك يلزمه استرداد كامل مبلغ الاستثمار، وبالنسبة لقيمة الوحدة المستردة فإن بعض الصناديق تأخذ بالأسعار القائمة في يوم التقديم والبعض يأخذ بالأسعار في يوم التقييم اللاحق ليوم تقديم الطلب (أي بأسعار مستقبلية)، والبعض ألا تقل المد بين يوم التقديم ويوم التقييم عن حد معين، ولا يدفع قيمة الوحدات المستردة مباشرة وإنما بعد متفق عليها مسبقا وهي في العادة لا تتجاوز ثلاثة أيام من تاريخ طلب الاسترداد².

تاسعا- تصفية الصندوق: ينقضي عمر الصندوق بانقضاء الفترة الزمنية المحددة له في المنشور الاستثماري ، وإذا لم يكن له مدة محددة فإن المدير يقرر انقضاء الصندوق في حالة رأى أن قيمة موجودات الصندوق غير كافية لتبرير مواصلة تشغيل الصندوق، أو إذا حدث تغير في القوانين أو إذا طرأت ظروف أخرى يعتبرها مدير الصندوق سببا لإنهائه وتصفيته. وعند التصفية يتم تصفية الأصول وتأدية الالتزامات المترتبة عليه، ويكون نتائج التصفية موزعة على حاملي الوثائق بنسبة ما تحمله وحداتهم الاستثمارية من إجمالي وحدات الصندوق³.

المطلب الثاني: عمليات صناديق الاستثمار وهيكلها التنظيمي

تتمثل المهمة أو المسؤولية الأساسية لصناديق الاستثمار في تحقيق الاستثمار الجيد للأموال من خلال استغلال الفرص الاستثمارية المناسبة لها، ومن أجل تنفيذ هذه المهمة وتحقيق الأهداف الرئيسية للصندوق يجب توفر الصندوق على هيكل تنظيمي وإداري فعال، ويختلف الهيكل التنظيمي لصناديق الاستثمار حسب تنوع أغراض الصندوق، وكذلك تبعاً لحجم استثماراته ثم وفقاً لشروط عقد تكوينه.

¹ منير إبراهيم المندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1999، ص114.

² غانم إلياس، صناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية ودورها في التنمية، رسالة ماجستير في الاقتصاد المالي والنقدي، جامعة دمشق، سوريا، 2009، ص28.

³ قصي أحمد الشيخ، دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تحقيق النمو الاقتصادي-دراسة مقارنة مع صناديق الاستثمار التقليدية-، رسالة ماجستير في الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، 2015، ص19.

أولاً- الهيكل التنظيمي لصندوق الاستثمار: كغيرها من المؤسسات تتمتع صناديق الاستثمار بهيكل تنظيمي خاص بها ينظم عملها ويحدد مهام ومسؤوليات كل مصلحة من المصالح المكلفة بإدارة الصندوق، وبصفة عامة يتكون الهيكل التنظيمي لمعظم صناديق الاستثمار من ما يلي:

- **مدير الصندوق:** ويمثل الجهة التي يعهد إليها الصندوق بإدارة نشاطه، وهي جهة مستقلة عن الصندوق وذات خبرة في إدارة صناديق الاستثمار، وقد تتخذ شكل شركة مساهمة أو جهة متخصصة كالبنوك، وتبرم الجهة المؤسسة للصندوق مع مدير الصندوق عقد إدارة بموجبه يقوم مدير الاستثمار بإدارة أموال الصندوق والبحث عن أفضل مجالات الاستثمار في الأوراق المالية في أسواق المال المحلية والعالمية¹، وذلك من خلال قدرته ومهارات وخبرته في تحليل التطورات الاقتصادية وتقييم أثر هذه التطورات الحالية والمتوقعة على أوضاع الشركات المختلفة من أجل الاستثمار في أسهمها لتشكيل محفظة استثمارية تلي رغبات وأهداف المستثمرين، ويمكن لإدارة الصندوق إدارة أكثر من صندوق استثماري بشرط مسك حسابات منفصلة لكل وعاء يتولى إدارته وأن يمسك الدفاتر والسجلات اللازمة لممارسة نشاطه، كما يجب على مدير الاستثمار أن يبذل في إدارته لأموال الصندوق عناية الرجل الحريص وأن يعمل على حماية مصالح الصندوق في كل تصرف أو إجراء وما يلزم من تحوط لأخطار السوق وتنويع أوجه الاستثمار وتجنب تضارب المصالح بين حملة الوثائق والمساهمين في الصندوق والمتعاملين معه².

ومن شروط إدارة الاستثمار فتؤكد الجهات الرقابية القائمة على صناعة الصناديق الاستثمارية على ضرورة أن يتوفر في المسؤولين عن إدارة الصناديق التأهيل المناسب والخبرة اللازمة بالمفاهيم المرتبطة بإدارة الاستثمار وأسواق المال ومشهود لهم بالأمانة والنزاهة، كما يحضر على مدير الاستثمار القيام بالعمليات التالية³:

1. جميع الأعمال المحظورة على الصندوق الذي يديره مشاطه؛
2. استخدام أموال الصندوق في تأسيس شركات جديدة أو شراء أوراق مالية لشركات تحت التصفية أو في حالة إفلاس والحصول له أو للعاملين على كسب أو ميزة من العمليات التي يجريها؛
3. أن تكون له مصلحة من أي نوع مع الشركات التي يتعامل على أوراقها المالية لحساب الصندوق الذي يديره؛

¹ عصام عبد الهادي أبو النصر، نموذج محاسبي مقترح لقياس وتوزيع عوائد صناديق الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص 86.

² أحمد صلاح عطية، مشاكل المحاسبة والإفصاح في صناديق الاستثمار، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص 220.

³ محمد محمود عبد ربه، مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عن تقييمك للاستثمارات في سوق الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية،

4. أن يشتري المدير أو العاملون لديه وثائق استثمار للصناديق التي يدير نشاطها؛
5. أن يقترض من الغير ما لم يسمح له عقد الإدارة بذلك وفي الحدود المقررة بالعقد؛
6. استثمار أموال الصندوق في وثائق صندوق آخر يقوم بإدارته؛
7. نشر بيانات أو معلومات غير صحيحة أو غير كاملة أو حجب معلومات أو بيانات هامة؛
8. إجراء عمليات بهدف زيادة عمولات السمسرة أو غير ذلك من المصروفات والأتعاب.

إن إدارة صناديق الاستثمار عن طريق إدارة لها خبرة في مجال الأوراق المالية تعفي المستثمر من مخاطر اتخاذ القرار الاستثماري غير السليم لقيامها بدراسات تعود على المستثمر بأفضل عائد استثماري مقارنة بالعائد الذي يمكن أن يحققه المستثمر العادي في حالة استثماره أمواله بنفسه، لهذا فإن كفاءة مدير الاستثمار وخبرته تمثل عنصر فعال وأساسي لنجاح الصندوق.

- أمين الصندوق: إذا كان مدير الصندوق هو العنصر الأساسي الأول في بيان صندوق الاستثمار فإن أمين الاستثمار هو المقوم الثاني لاستكمال عناصر الصندوق ونجاحه، وأمين الصندوق هو عبارة عن مؤسسة مالية يتم اختيارها من بين المؤسسات ذات السمعة الجيدة والمركز المالي المتين، وفي الغالب ما تكون بنك، ويعتبر بمثابة الوكيل عن حملة شهادات الاستثمار، ويتقاضى هو الآخر عمولة تحدد في صورة نسبة مئوية من القيمة الصافية لأصول الصندوق، ومن المهام المنوطة بأمين الصندوق ما يلي¹:

1. **حفظ موجودات الصندوق:** تتمثل الوظيفة الرئيسية للأمين في الاحتفاظ لديه بالأموال النقدية والأوراق المالية وغيرها من موجودات الصندوق بشكل مستقل عن أمواله الخاصة أو أية أموال أخرى يكون أميناً عليها؛
2. **الإدارة المادية لموجودات الصندوق:** لا يقتصر عمل أمين الصندوق على حفظ الموجودات فقط بل يتولى الإدارة المادية لها، من خلال تلقي مبالغ الاكتتاب في وحدات الصندوق، وتحصيل الإيرادات والعوائد وأي مبالغ مستحقة لصالح الصندوق، وكذلك دفع قيمة الوحدات المستردة وأي استحقاقات لأطراف أخرى بالنيابة عن الصندوق، وغيرها من التصرفات بناء على أوامر مدير الاستثمار، ما لم تكن مخالفة لتعليمات ولوائح نظام عمل الصندوق؛

¹ عبد الستار أبو غدة، صناديق الاستثمار الإسلامية-دراسة فقهية تاصيلية موسعة-، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر المؤسسات المالية الإسلامية معالم الواقع وأفاق المستقبل، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر، جامعة الإمارات العربية المتحدة، يومي 15-17 ماي 2005، ص 591-593.

3. الرقابة على أعمال مدير الاستثمار: ويقوم أمين الاستثمار بمراقبة عمل مدير الصندوق والاحتفاظ بأموال وأصول الصندوق، والتأكد من أنها تدار في حدود أساليب والسياسات المحددة في نظام عمل الصندوق وبموجب هذا الدور يحق للأمين رفض تنفيذ تعليمات مدير الاستثمار بشأن تحريك مال الصندوق إذا تبين مخالفة تلك التعليمات لللائحة الصندوق والأنظمة والقوانين المنظمة لهذا العمل، كما له الحق في الاطلاع على السجلات والدفاتر والأوراق والوثائق المتعلقة بإدارة واستثمار أموال الصندوق وأن يطلب من مراقب الحسابات القيام بتدقيق حسابات الصندوق في أي وقت يشاء وتزويده بتقرير نتيجة أعمال الفحص التي قام بها، وإخطار جهة الإشراف بأية مخالفات تقع من مدير الصندوق.

ويتبين مما سبق أن مهام أمين الاستثمار تتضمن مهام إشرافية وأخرى رقابية، فالمهام الإشرافية تتمثل في وجود علاقة مستمرة بينه وبين مدير الصندوق تتيح له التأكد من أن كل تصرفات مدير الصندوق تتم وفق أحكام القانون واللائحة التنفيذية للصندوق، أما المهام الرقابية تتعلق بالاحتفاظ بأموال وأصول الصندوق وذلك في سبيل ضمان الرقابة الفعالة على أعمال مدير الصندوق.

-وكيل البيع: هو وسيط أو مجموعة من الوسطاء يتولون يعهد إليه بتوزيع شهادات الاستثمار التي يصدرها الصندوق ويمكن لهذا الوكيل أن يكون بنك أو شركة استثمار.

- الهيئة الاستشارية: وتضم مجموعة من الخبراء المتخصصين في الاستثمار والتحليل، يعينهم مدير الصندوق بقصد تقديم النصح والمشورة له في إدارة الصندوق، والمساعدة في اتخاذ القرارات الخاصة بالبيع والشراء لأصول الصندوق، من أجل توجيه الاستثمارات للمجالات المناسبة، ويمكن أن تكون هذه الهيئة من أفراد أو من هيئات متخصصة¹.

ثانياً- عمليات صناديق الاستثمار: وتتمثل العمليات التي يقوم بها الصناديق الاستثمارية في ما يلي²:

1. التسعير: يقصد بالتسعير إعلان وتحديد سعر الوحدات الاستثمارية في الصندوق، وعادة ما يتم التسعير حسب نوع الصندوق، فإذا كانت صناديق مغلقة فلا يقوم المدير بإعلان سعر الوحدات إلا في آخر يوم من عمر الصندوق، وهذا لا يعني أن تلك الوحدات ليس لها سعر خلال تلك المدة إذ يمكن التعرف على قيمتها من خلال

¹ جمال الدين برقوق وآخرون، إدارة الاستثمار، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2016، ص124.

² منير الحكيم، صناديق الاستثمار: عملياتها، أسس إدارتها، مخاطرها، وقياس أداؤها والعوامل المؤثرة على أداؤها، الجزء الثاني، مقالة منشورة في مجلة الدراسات المالية المصرفية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، المجلد 19، العدد 1، 2011، ص 48-71.

تبادلها في الأسواق المنظمة (البورصة) أو من خلال تبادلها بطريقة البيع المباشر بين المستثمرين، أما إذا كان الصندوق مفتوحاً فإن مدير الصندوق يحدد يوماً معيناً يسمى بيوم التسعير، كالأربعاء من كل أسبوع إذا كان أسبوعياً أو اليوم الأول من كل شهر إذا كان شهرياً، وبناءً على السعر الذي يعلنه المدير للوحدة الاستثمارية في الصندوق، تتم عمليات الشراء والبيع بين كل من المستثمرين الراغبين في الشراء والراغبين في البيع والحصول على السيولة.

2. **تحديد رسوم الاشتراك:** هي تلك الرسوم التي تفرضها الصناديق بهدف تغطية بعض تكاليفها وخاصة تلك المتعلقة بعمليات توظيف الأموال، فهناك صناديق تفرض هذه الرسوم عند بداية اشتراك المستثمر كالصناديق المفتوحة، بينما هناك صناديق تفرض هذه الرسوم عند خروج المستثمر من الاستثمار كالصناديق المغلقة، وقد تربط بعض الصناديق هذه الرسوم بمدة بقاء المستثمر فيها، بحيث تتناقص تلك الرسوم بقدر طول المدة.

3. **الاسترداد والتداول:** تعد السيولة من أهم عوامل جذب المستثمر إلى صناديق الاستثمار ويستطيع المستثمر في الصناديق المفتوحة استرداد أموالهم بصفة دورية من الصندوق، لهذا يحرص مدير الصندوق على الاحتفاظ بقدر كافٍ من السيولة يمكنه من شراء وحدات المستثمرين الذين يرغبون في استرداد أموالهم في يوم التسعير، ويعتمد حجم هذه السيولة على خبرة المدير وعمر الصندوق والبيئة الاقتصادية التي يعمل فيها الصندوق، ومن الجلي أن هذه السيولة لا تدر عائداً (نظراً لتجميدها وعدم توظيفها) لذلك يحرص المدير على الاحتفاظ بالحد الأدنى منها، لافتراضه أن جزءاً كبيراً من عمليات الاسترداد في يوم التسعير سيتم تغطيته من الأموال الجديدة التي يقدمها الراغبون في دخول الصندوق، وفي كثير من الأحيان يحرص المدير على توزيع فترات الاستثمار بطريقة تتحقق معها قدر من السيولة في كل يوم من التسعير دون الحاجة لتعطيل الأموال خلال مدة الصندوق، ومع ذلك فإن المدير يواجه أحياناً حجماً من الاسترداد يزيد عن السيولة الموجودة في الصندوق وحجم الأموال الجديدة المستثمرة فيه، لذلك تحرص الكثير من صناديق الاستثمار على النص في نظامها الأساسي على علاج هذه الحالة بطرق منها أن لا تلتزم في حالة عدم توفر السيولة برد كامل مبلغ الاستثمار بل جزء منه فحسب لمن يأتي أولاً وتطلب من الآخرين الانتظار، وأحياناً يتفق مدير الصندوق مع أحد المؤسسات الكبيرة التي تقدم له (مقابل رسوم محددة) التزاماً بتوفير السيولة عند الحاجة إليها، أو الالتزام بشراء الوحدات التي لا يستطيع استردادها لعدم توفر السيولة لديه¹.

¹ أسعد رياض، تكوين وإدارة محافظ وصناديق الاستثمار، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن، 2004، ص 166.

4. رسوم الإدارة: يحصل المدير في كل أنواع الصناديق على رسوم مقابل إدارته وتصمم طريقة احتساب رسوم المدير بحيث تولد لديه الحوافز على تحقيق النمو للصندوق بما يفيد جميع المشاركين، ويعتمد حساب الرسوم على القيمة الصافية لأصول الصندوق بصفة دورية، وفي الصناديق المفتوحة يقتطع المدير رسومه الذي يتراوح غالبا ما بين 1% إلى 5% سنويا في يوم التسعير وبالنسبة المتفق عليها.
5. الاحتياطات: عادة ما تحتفظ الصناديق باحتياطات خاصة تقتطعها من الأرباح بغرض تحقيق الاستقرار في نسبة الأرباح الموزعة للمستثمرين أو لتعويض الخسائر التي قد يتعرض لها الصندوق.

المبحث الثالث: الصناديق السيادية كصناديق استثمار

تساعد الحديث حول صناديق الثروة السيادية في الفترة الأخيرة وتوفرت خلالها قاعدة عريضة من الآراء المتضاربة حول تسارع نمو حجم أصولها وحقيقة الأهداف التي تسعى إليها إضافة إلى الكثير من المخاوف التي تتمثل أساسا طبيعة الإستراتيجية الكامنة في استثمارات الصناديق والطموحات الجيوسياسية لمالكيها وتأثيراتها في نمط التدفقات الرأسمالية وتأثيرها على أسعار الأصول المالية المتداولة والاستقرار المالي بشكل عام.

المطلب الأول: الملامح الأساسية للصناديق السيادية

ظهرت الصناديق السيادية كأحد الفاعلين الأساسيين على الساحة المالية وكأهم أداة من أدوات الاستثمار التي تستخدمها الدولة لإدارة واستثمار فوائضها المالية المتأتية إما من تصدير الموارد الطبيعية (النفط) أو الفوائض التي حققتها في موازينها التجارية بفضل تنافسية صادراتها بغرض تحقيق دخل مستقر ومستدام وضمان استقرار الموازنة العامة والاقتصاد من أسعار النفط وعائداته المتقلبة.

أولا- نبذة حول الصناديق السيادية وتطورها التاريخي:

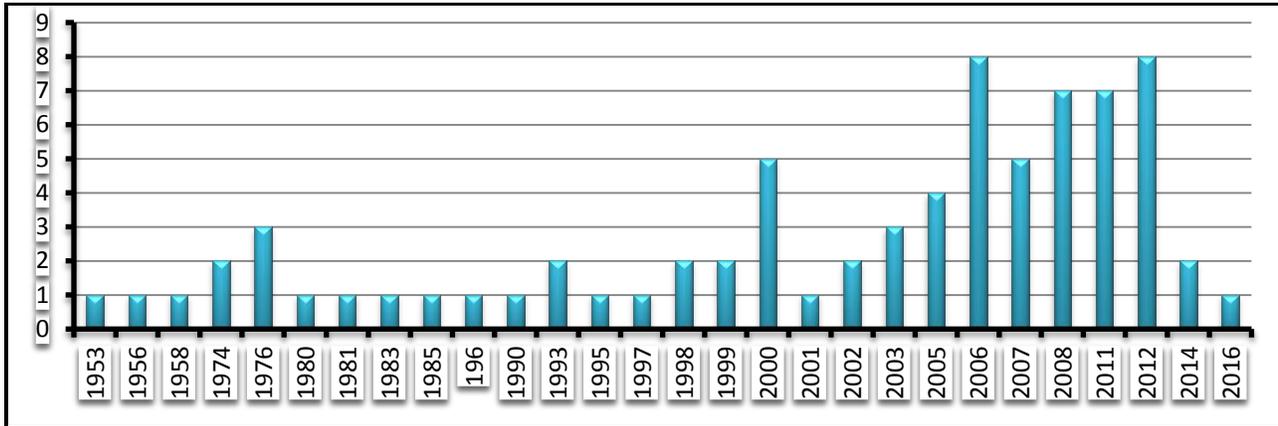
تعود فكرة إنشاء الصناديق السيادية إلى خمسينيات القرن الماضي أين قامت الكويت في عام 1953 بتأسيس هيئة الاستثمار الكويتية "الهيئة العامة للاستثمار حاليا"، بهدف تحقيق الاستقرار الاقتصادي ضد التقلبات في أسعار البترول¹ لئله صندوق الاحتياطي لمعادلة الإيرادات في (Kiribati) في عام 1956 وصندوق نيومكسيكو الأمريكي عام 1958 وخلال الفترة النفطية الأولى في عقد السبعينيات تم تأسيس عدد من الصناديق السيادية منها صندوق (Temasek) في سنغافورة في عام 1974 وفي عام 1976 تأسس كل من صندوق ألاسكا الدائم الأمريكي بالإضافة إلى هيئة أبو ظبي

¹ Jean-Marc Puel, **Les fonds souverain : instruments financiers ou armes politiques?**, édition autrement, paris, 2009, P15.

للاستثمار، لتعرف فترة الثمانينات ظهور العديد من الصناديق منها الصندوق الاحتياطي العام لدولة عمان 1980 ومؤسسة الاستثمار السنغافورية 1981 ووكالة الاستثمار لدولة بروناي 1983، إضافة إلى تأسيس الولايات المتحدة الأمريكية خلال ذات الفترة لثلاث صناديق سيادية منها صندوق (Alabama) في عام 1985 وصندوق (Louisiana) في 1986، وتعرف الصناديق التي تأسست ما بين الفترة 1953-1986 باسم صناديق الجيل الأول، وشهد عقد التسعينات ظهور الجيل الثاني من الصناديق السيادية كالصندوق السيادي النرويجي الذي تأسس في عام 1990 وكل من صندوق هونغ كونغ الصيني والصندوق الماليزي السيادي في عام 1993 بالإضافة إلى صندوق بوتسوانا في عام 1994 والصندوق المكلف بتسيير احتياطات الصرف الصينية (SAFE) في عام 1997، وخلال عام 1998 تأسس كل من الصندوق السيادي الفنزويلي والصندوق الغابوني، ليشهد عام 1999 ظهور كل من الصندوق السيادي لكل من بيرو وأذربيجان¹، ومع مطلع القرن الحالي ظهر الجيل الثالث للصناديق السيادية وذلك تزامنا مع كل من طفرة أسعار النفط التي أسهمت في تراكم فوائم مالية كبيرة لدى الدول المصدرة للنفط، بالإضافة إلى تراكم أرصدة الاحتياطات الأجنبية في حسابات بعض الدول الآسيوية مثل الصين واليابان وسنغافورة بسبب الفوائض التي حققتها في موازينها التجارية، مما جعل هذه الدول تسارع لإنشاء صناديق سيادية لإدارة هذه الفوائض واستثمارها، ومن أهم الصناديق التي تأسست خلال هذه الفترة مؤسسة الاستثمار الصينية في عام 2007، وشركة قطر للاستثمار في 2005، وشركة مبادلة للاستثمار في عام 2002 وتم مؤخرا إنشاء صندوق الثروة التركية في عام 2016، ويمكن التفصيل أكثر حول التطور التاريخي لأجيال الصناديق السيادية الثلاث وعددها حسب بداية نشاطها في الشكل الموالي:

¹ قريسي ياسين، تحويل الفوائض النفطية إلى محفظة مالية دولية في إطار صندوق سيادي، دراسة حالة أهم التجارب الدولية خلال الفترة 2009-2014 مع إمكانية تطبيقها في الجزائر، أطروحة دكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر -3، 2016/2017، ص 12.

الشكل رقم (01-01) التطور التاريخي لعدد صناديق الثروة السيادية



Source: Alexandru Cosmin, Catalin Emilian, The Rise of Sovereign Wealth Funds : AN Overview of The Challenges and Opportunities Ahead, Hyperion International Journal of Econophysics & New Economy, Volume 10, Issue 1, 2017, P152.

ثانياً- مفهوم الصناديق السيادية: ظهر مصطلح صناديق الثروة السيادية في عام 2005 من قبل أندرو روزا نوف ANDREW RAZANOV في مقاله "من يملك ثروة الأمم؟" المنشور في مجلة المصارف المركزية، حيث اعتبر أن "صناديق الثروة السيادية عادة ما تكون فوائض ثانوية من الميزانية العامة للدولة الذي تراكمت لسنوات بسبب الظروف الاقتصادية المواتية، والوضع المالي المتأني نتيجة التخطيط الجيد للميزانية وتقييد الإنفاق على المدى الطويل"¹.

كما يعرف McKinsey Global Institute الصناديق السيادية بأنها تلك الممولة من احتياطات البنوك المركزية وتهدف إلى تعظيم العوائد المالية ضمن حدود خطر معينة، وبذلك فمعهد ماكينزي يستثني من هذه الأموال الشركات القابضة الحكومية مثل تيماسيك (سنغافورة) وخزانة (ماليزيا)².

ويعرف Deutsche Bank الصناديق السيادية- صناديق الاستثمار الحكومية- بأنها الوسائط المالية المملوكة للدولة التي تحتفظ وتدير الموارد المالية العامة، وتستثمرها في أصول متنوعة، وتلك الموارد ناتجة من سيولة إضافية في القطاع العام بسبب فوائض أو الاحتياطات الرسمية للبنوك المركزية³.

¹ ANDREW RAZANOV, Who hold the wealth of the nations ?, May 2005, Central Banking Journal, Vol 15 no. 4,P 01, Available at: <http://piketty.pse.ens.fr/files/capital21c/xls/RawDataFiles/WealthReportsEtc/SovereignFunds/General/Rozanov2005.pdf>

² Mark Allen and Jaime Caruana, Sovereign Wealth and Fund- A Work Agenda, International Monetary Fund FMI, Washington, February 29,2008, p37.

³ Deutsche Bank, Sovereign wealth funds - state investments on the rise, Deutsche Bank Research , September 2007, p 2 , Available at: http://leblog-boursier.typepad.com/leblogboursier/files/fonds_dinvestissement_detat.pdf

تعرف منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية (OECD) صناديق الثروة السيادية أنها عبارة عن مجموعة من الأصول المالية المملوكة والمدارة بطريقة مباشرة أو غير مباشرة من طرف الحكومة لتحقيق أهداف وطنية والممولة إما باحتياطات الصرف الأجنبي أو صادرات الموارد الطبيعية أو الإيرادات العامة للدولة أو أية مداخيل أخرى¹.

تعرف الخزانة الأمريكية صناديق الثروة السيادية بأنها هي عبارة عن ترتيبات استثمار حكومية تمولها أصول النقد الأجنبي وتدار تلك الأصول بشكل منفصل عن الاحتياطات الرسمية².

يعرفها معهد صناديق الثروة السيادية بأنها عبارة عن صندوق استثمار حكومي مكون من موارد متأتية من الفائض من الميزان المدفوعات أو عمليات الصرف أو نواتج عمليات الخوصصة أو إيرادات الصادرات السلعية ووفقا لهذا التعريف فإن صندوق الثروة السيادية لا يتضمن صناديق التقاعد الحكومية والشركات المملوكة للدولة بالإضافة إلى احتياطات الصرف المدارة من قبل السلطات النقدية والمستعملة لتحقيق أهداف السياسة النقدية³.

صندوق النقد الدولي (FMI) يرى أن صناديق الثروة السيادية هي عبارة عن صناديق استثمار ذات أغراض محددة تملكها الحكومة العامة، وتنشئها للأغراض الاقتصادية الكلية، وهي صناديق تحتفظ بالأصول أو تتولى توظيفها أو إدارتها لتحقيق أهداف مالية، مستخدمة في ذلك استراتيجيات استثمارية تتضمن الاستثمار في الأصول المالية الأجنبية، كما تتسم صناديق الثروة السيادية بتنوع هيكلها المنظمة للجوانب القانونية والمؤسسية وممارسات الحكومة، وهي مجموعة متغايرة الخصائص، فمنها صناديق استقرار المالية العامة وصناديق المدخرات ومؤسسات استثمار الاحتياطات، صناديق التنمية، وصناديق الاحتياطات الغير مقترنة بالالتزامات التعاقدية الصريحة⁴.

من خلال ما سبق يمكن القول أن الصناديق السيادية هي عبارة صناديق استثمار حكومية يتم تمويلها عن طريق الفوائض المالية المحققة من ميزان المدفوعات أو الميزانية العامة للدولة أو من خلال إيرادات الخوصصة أو احتياطات الصرف الأجنبي بغرض استثمارها في شكل أصول متنوعة للحفاظ على استقرار الموازنة العامة وتحقيق التنمية الاقتصادية المستدامة.

¹A. Blundell-Wignall, Yu-Wei Hu and Juan Yermo, **Sovereign Wealth and Pension Fund Issues**, OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions Wo:14 OECD Publishing France, 2008, P4.

² U.S. Department of the Treasury, Office of International Affairs, —Appendix III: Sovereign Wealth Funds,|| in Semiannual Report on International Economic and Exchange Rate Policies, 2007 ,Available at: https://www.treasury.gov/resource-center/international/exchange-rate-policies/Documents/2007_Appendix-3.pdf

³Sovereign Wealth Funds Institute, **what is Sovereign Wealth Funds**, 26/5/2018, Available at: <https://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund/>

⁴Mark Allen and Jaime Caruana, **Sovereign Wealth and Fund- AWork Agenda**, op-cit, p5-6.

ثالثاً- خصائص الصناديق السيادية: من خلال التعاريف المقدمة يتضح أن هناك الكثير من المفاهيم المتصلة بصناديق الثروة السيادية كالاحتياطيات الرسمية صناديق المعاشات التقاعدية، لهذا حاول Stephen Jen من بنك Morgan Stanley إعطاء خصائص الصناديق السيادية من خلال مقارنتها مع هذه المفاهيم من حيث طبيعة الديون ومدة الاستثمار وقابلية تحمل كل صنف للمخاطر، ليتوصل إلى الخصائص التالية¹:

1. **السيادة:** تتفق صناديق الثروة السيادية في خاصية السيادة أي تعود ملكيتها للدولة، فهي عبارة عن صناديق تستثمرها الحكومات من أجل أرباح تستخدم لأهداف أشمل؛

2. **التعامل بقدر أكبر مع العملات الأجنبية:** ليس بالضرورة أن تكون الصناديق السيادية مكونة 100% من العملات الأجنبية لكن غالباً ما تكون تحتوي على نسبة معينة من العملات الأجنبية وأحسن أمثلة على ذلك نجد أن أصول بعض الصناديق كشركة تماسيك السنغافورية وخزينة ماليزيا بالإضافة إلى أموال الجالية الكندية "كيباك" ليست كل أموالها من العملة الأجنبية ولكن تعتبر صناديق سيادية بسبب امتلاكها لعرض مرتفع من العملات الأجنبية.

3. **عدم وجود ديون:** تتميز الصناديق السيادية بعدم امتلاكها ديوناً مصرحاً بها أو غير مصرح بها؛

4. **قدر أكبر على تحمل المخاطر:** صناديق الثروة السيادية تتحمل أعلى درجة من المخاطر مثلها مثل صناديق المعاشات التقاعدية وصناديق التحوط، على عكس الاحتياطيات الرسمية الأجنبية التي تتميز بانخفاض درجة تحمل المخاطر وما يفسر ذلك كون أغلب الاحتياطيات تكون على شكل سندات سيادية؛

5. **أفق استثماري طويل الأمد:** صناديق الثروة السيادية تتميز بطول أفق استثمارها مثلها مثل صناديق المعاشات التقاعدية ، بالمقابل صناديق التحوط والاحتياطيات الرسمية الأجنبية تتميز بأفاق استثمارية قصيرة.

بالإضافة لهذه الخصائص فإن الصناديق السيادية تتمتع عن الهيئات المالية الأخرى بمجموعة من المميزات هي²:

- تتميز صناديق الثروة السيادية عن البنوك المركزية من حيث أهدافها، فهي تسعى إلى الاستثمار وليس إلى إدارة السياسة النقدية وسياسة الصرف، ويغلب على محفظة أصولها الاستثمار في الأسهم في حين أن البنوك المركزية

¹ Stephen Jen, **The Definition of a Sovereign Wealth Fund** , Morgan Stanley Research, October 2007, Available at: (<http://sovereignwealthfunds.files.wordpress.com/2008/01/the-definition-of-a-sovereign-wealth-fund-morgan-stanley-october-2007.pdf>).

² ALAIN DEMAROLLE and JOHANET Herri, Rapport Sur Les Fonds Souverains, Ministère de l'économie, de l'industrie et de l'emploi, FRANCE, Mai 2008, P4, Available at: <http://www.ladocumentationfrancaise.fr/var/storage/rapports-publics/084000299.pdf>

ولكونها ملزمة بالاحتفاظ بمستوى معين من السيولة لمواجهة التغيرات في أسعار الصرف، تستثمر أساسا في السندات، وهذا بالرغم من أن بعض الدول مثل الصين والنرويج توكل مهمة إدارة صناديقها السيادية إلى أقسام في البنوك المركزية لصالح وزارة المالية؛

- تتميز صناديق الثروة السيادية عن صناديق المعاشات العمومية لكون موارد هذه الأخيرة تأتي أساسا من الاشتراكات من جهة وهي تهدف إلى تمويل معاشات الأجيال القادمة من جهة ثانية بينما تأتي من صادرات الموارد الأولية أو الاحتياطات الأجنبية، وتهدف لاستثمارها كما تخضع لرقابة الحكومة مباشرة؛
- تتميز صناديق الثروة السيادية عن المؤسسات العمومية، حيث تأخذ المؤسسات العمومية شكل شركات تجارية وتخضع بموجب ذلك للقانون التجاري، والأمر ليس كذلك بالنسبة للصناديق السيادية التي هي عبارة عن صناديق استثمار ووظيفة الشركات هي إنتاج السلع والخدمات في حين أو الوظيفة الأساسية للصناديق السيادية هي استثمار الأصول المالية.

المطلب الثاني: تصنيفات الصناديق السيادية وأهدافها

تتنوع صناديق الثروة السيادية وتختلف طبقا لحاجات وأهداف الدولة من إنشائها وبالرغم من تعدد أنواعها إلا أنها تهدف أساسا إلى تحقيق الاستقرار في اقتصاداتها وحمايتها من تقلب أسعار السلع الأساسية من خلال توفير موارد مالية مستقرة بديلة للموارد النفطية المتقلبة، بالإضافة إلى استثمار فوائضها في تشكيلة أصول متوازنة تشمل قطاعات النشاط الاقتصادي المختلفة لتحقيق عائد أعلى من عائد الاحتياطات التقليدية.

أولا- تصنيفات صناديق الثروة السيادية: تنقسم الصناديق السيادية تبعا إلى مصادر دخلها إلى ما يلي¹:

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

¹ عبد المجيد قدي، الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد السادس،، الشلف، 2009، ص 3.

2. صناديق سيادية بمصادر خارج المواد الأولية: تتمثل مواردها أساسا في فائض الميزان التجاري واحتياطات الصرف، مع العلم أن هذا النوع من الصناديق موجود في الدول غير النفطية، كسنغافورة والصين التي حققت ميزانها التجاري سنة 2014 فائض بـ 219.7 مليار دولار أمريكي.

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

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

ثانيا-وفقا الهدف من إنشائها: أشار صندوق النقد الدولي في تقرير الاستقرار العالمي إلى إمكانية تصنيف صناديق الثروة السيادية حسب الهدف الرئيسي من إنشائها إلى 05 أنواع، يمكن استعراضها فيما يلي¹:

1. صناديق الاستقرار: تشكل تقلبات أسعار السوق الدولية مصدر قلق رئيسي للاقتصادات التي تعتمد بشكل كبير على عائدات صادرات مواردها الطبيعية كمصدر للعملة الصعبة وتوازن موازنتها، ولمواجهة هذه التقلبات أنشأت الدول الغنية بهذه الموارد (النفط، النحاس، الفوسفات) صناديق بهدف تحقيق الاستقرار وعزل الميزانية والاقتصاد ككل من تقلبات أسعار السلع الأساسية والصدمات الخارجية.

2. صناديق ادخار: تهدف إلى التوزيع العادل للثروة بين الأجيال من خلال تحويل الأصول الغير متجددة إلى أصول مالية متنوعة طويلة الأجل مع ضمان تحقيق عوائد معتبرة، كما أنها تسمح بمكافحة الآثار السلبية للاستغلال المفرط

¹International Monetary Fund, Financial Market Turbulence , Global Financial Stability Report Washington, October 2007, P46.

للموارد الطبيعية أو ما يعرف بالعلة أو المرض الهولندي* وذلك من خلال امتصاصها لهذه الموارد واستثمارها في الخارج بدل إنفاقها داخل الاقتصاد الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع الأسعار وأسعار الصرف.

3. **صناديق التنمية:** وهي الصناديق التي عادة ما تساعد على تمويل المشاريع الاجتماعية والاقتصادية أو تشجيع السياسات المتبعة في قطاعات اقتصادية التي يمكن أن تعزز نمو الناتج المحلي المحتمل في البلد المعني، بالإضافة إلى أنها تقوم بتمويل البنى التحتية وإنشاء الشركات الصناعية أو الاستثمار في القطاعات الإستراتيجية بهدف التنمية.

4. **صناديق معاشات التقاعد:** وهي الصناديق التي تغطي التزامات التقاعد الطارئة غير محددة في الميزانية العامة للدولة (من مصادرها خلافا لاشتراكات الأفراد في معاشات التقاعد).

5. **صناديق الاستثمار:** وهي الصناديق التي لا تزال أصولها تدرج في الغالب ضمن فئة الأصول الاحتياطية، وتهدف إلى استثمار أصولها في تشكيلة متنوعة من الاستثمارات بهدف تحقيق عائد أعلى من عائد الاحتياطات ومن ثم الحد من تكاليف الفرصة البديلة لحيازة الاحتياطات الدولية.

وتعتمد أهداف الصناديق السيادية على الوضعية الاقتصادية للبلد، فيمكن أن تكون هذه الأهداف متعددة أو متداخلة أو تتغير مع مرور الوقت، ومثال ذلك صناديق بعض الدول الغنية بالموارد لديها أهداف متعددة كالنرويج وبوتسوانا التي هدف الصندوق لديها (استقرار/ادخار) أو صندوق ادخار/احتياطي معاشات التقاعد (استراليا) أو صندوق استقرار/ادخار/تنمية (كازاخستان). ويمكن توضيح أهم الفروقات بين أهداف كل صندوق وخصائصه في الجدول التالي:

جدول رقم (01-01) يوضح الأنواع الخمس للصناديق السيادية حسب أهدافها

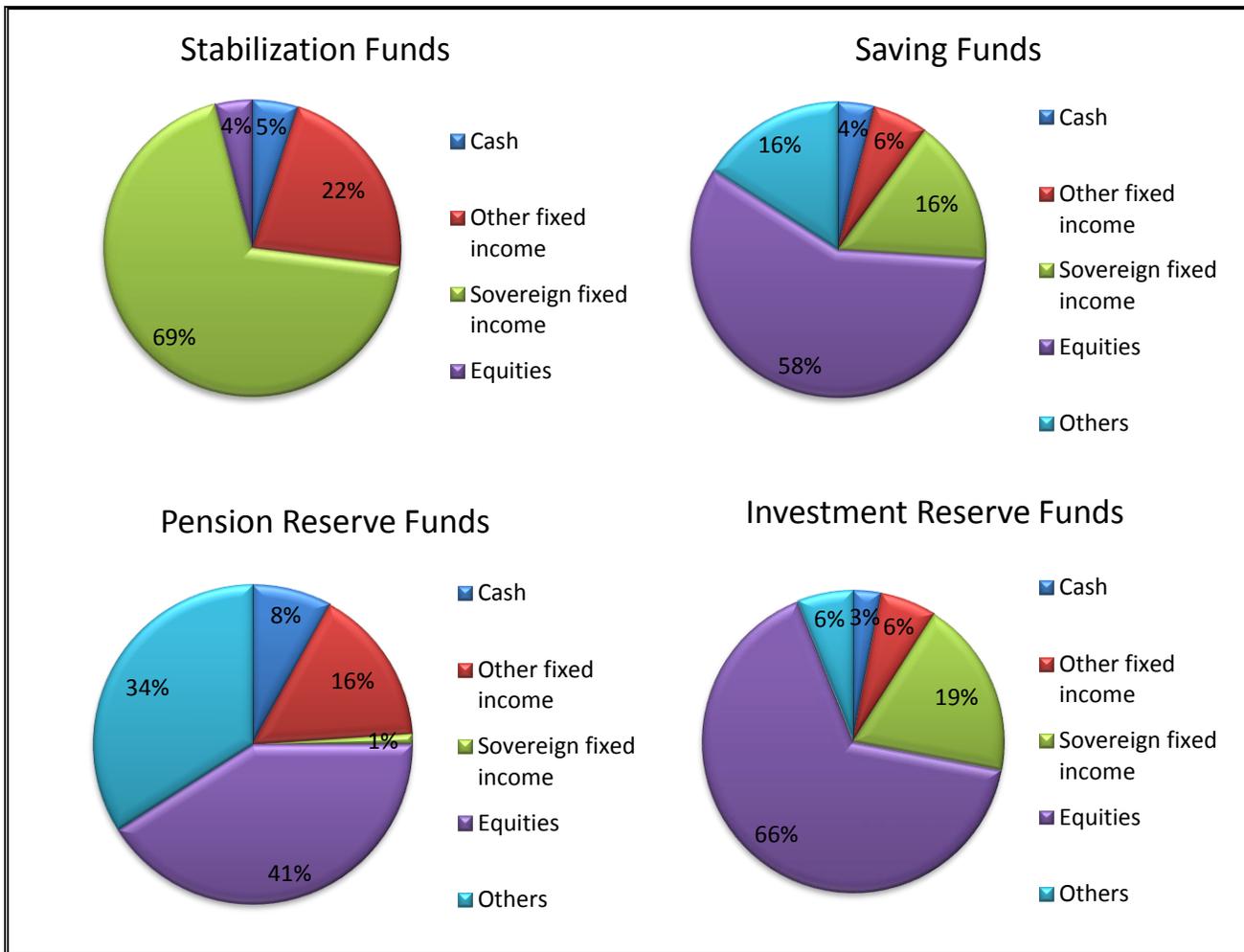
نماذج عن الصندوق	خصائص	نوع الصندوق
صندوق الاحتياطي الروسي (RRF)	الأفق الزمني للاستثمار قصير ومتوسط الأجل	صناديق الاستقرار
هيئة الاستثمار الكويتية (KIA) صندوق معاشات التقاعد الحكومي النرويجي (GPF)	طويل الأجل	صناديق الادخار
الشركة الصينية للاستثمار (CIC) حكومة سنغافورة للاستثمار (GIC)	المدى الطويل، سياسة هجومية تسعى لتحقيق أعلى عائد	صناديق الاستثمار

* ظاهرة تحدث عندما يؤدي اكتشاف ثروة طبيعية في بلد معين إلى ارتفاع قيمة عملة البلد الأمر الذي يجعل المنتجات الصناعية للبلد أقل تنافسية مقارنة بباقي الدول ويؤدي كذلك إلى ارتفاع الواردات وانخفاض الصادرات.

صناديق التنمية صناديق التنمية الأوربي (EDF) صندوق التنمية لبلدان الشمال (NDF)	يركز على الجوانب الاجتماعية، وأقل تركيزاً على العائدات	صناديق التنمية
صندوق المستقبل الحكومي الأسترالي (AGFF)	معظمها على المدى الطويل، الرغبة في المخاطرة، الأفق الزمني للاستثمار يعتمد على اتجاهات والجدول الزمني التزامات المعاشات التقاعدية	صناديق معاشات التقاعد
تيماسيك القابضة (Temasek)	مستثمر استراتيجي على المدى الطويل، حصص كبيرة	إدارة الأصول الحكومية

Source: Afshin Mehrpouya et al, **An Analysis of Proxy Voting and Engagemet Policies and Practices of the Sovereign Wealth Funds**, IIRC Instute SWF, Report October 2009, P 9-10.

كما يمكن توضيح توزيعات تشكيلة محفظة الاستثمار التي تتماشى مع هدف كل صندوق في الشكل التالي:
الشكل رقم (01-02) توزيع أصول المحفظة الاستثمارية لمختلف أنواع الصناديق السيادية



Source: Abdullah Al-Hassan et al, **Sovereign Wealth Funds :Aspects of Governance Structures and Investment Management**, IMF Working Paper, November 2013, P5.

إن قرارات الاستثمار وتوزيعات المحفظة الاستثمارية الخاصة بالصناديق السيادية مرتبطة ارتباطاً وثيقاً بالأهداف الخاصة بكل صندوق، فصناديق الاستقرار هدفها الأساسي يتمثل في تحقيق استقرار المالية العامة، ونظراً إلى هذا الدور المنوط بها فإنها تحافظ على قدر أكبر من السيولة من خلال الاستثمار قصير ومتوسط الأجل في لأصول ذات السيولة العالية وذات المخاطر المنخفضة جداً، وذلك من خلال تخصيص أكثر من 80% من محفظة أصولها في الأوراق المالية ذات الدخل الثابت التي تركز فيها أكثر على سندات الحكومية السيادية، على عكس صناديق الادخار التي تنخفض احتياجاتها للسيولة بالإضافة للأفق الزمني الطويل للاستثمار ودرجة تحمل أكثر للمخاطر لهذا تقوم بتخصيص جزء كبير من محفظة أصولها (أكثر من 70%) في الأسهم والاستثمارات الأخرى، شأنها في ذلك شأن صناديق معاشات التقاعد وصناديق الاستثمار التي تستثمر جزء كبير من أصولها (75%) في الأسهم والاستثمارات الأخرى، فالأولى تسعى بذلك إلى تعويض ارتفاعات معاشات التقاعد، والثانية تسعى لتخفيف تكاليف الاحتفاظ بالاحتياطيات من جهة وتحقيق عائد أعلى من جهة ثانية.

ثالثاً- وفقاً لمجال عمل الصندوق: تنقسم صناديق الثروة السيادية حسب هذا التصنيف إلى¹:

1. صناديق سيادية محلية: يتركز نشاطها داخل البلد أي تميل هذه الصناديق إلى توظيف أصولها في المجالات وفرص الاستثمار المتاحة في الداخل التي قد تعود بالنفع للاقتصاد الوطني من حيث التسريع من وتيرة التنمية الاقتصادية وزيادة الناتج المحلي الإجمالي.

2. صناديق سيادية دولية: وهي الصناديق التي تستثمر أصولها في الخارج كي لا يزاحم الاستثمار الحكومي الاستثمار الخاص أو تجنب أعراض ما يعرف في الأدبيات الاقتصادية بالمرض الهولندي، من خلال أدوات وأجال محددة مسبقاً أو تترك لاجتهاد القائمين على تلك الصناديق.

رابعاً- وفقاً للتوزيع الجغرافي: تتواجد الصناديق السيادية على مستوى كثير من الدول إلا أنها تتركز في ثلاث مناطق جغرافية كما هو موضح في الجدول التالي:

¹ بوفليخ نبيل، دور صناديق الثروة السيادية في معالجة الأزمة المالية والاقتصادية العالمية، مجلة البحوث الاقتصادية العربية، العددان 48-49، القاهرة، خريف 2009، ص ص 99-100.

جدول رقم (01-02) تصنيف صناديق الثروة السيادية حسب المناطق الجغرافية

النسبة %	حجم الأصول (مليون دولار)	عدد الصناديق	المنطقة
37.72%	2964.1	14	الشرق الأوسط
43.14%	3390	21	آسيا
14.8%	1163.04	7	أوروبا
2.9%	227.2	23	أمريكا الشمالية والجنوبية
1.07%	84.23	11	إفريقيا
0.37%	29.1	3	باقي دول العالم
100%	7857.67	78	المجموع

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على معطيات معهد صناديق الثروة السيادية، جوان 2017.

منطقة الشرق الأوسط: تستحوذ هذه المنطقة على نسبة 37.7% من إجمالي أصول صناديق الثروة السيادية موزعة على 14 صندوق بحجم أصول يصل إلى 2964.1 مليار دولار أمريكي، ويعود السبب لاستحواذها على هذه النسبة إلى الوفرة المالية التي تتمتع بها دول المنطقة كونها المصدر الرئيسي في العالم للنفط التي تعتبر عائداته المصدر الأساسي لأصول هذه الصناديق، ومن أبرز صناديق هذه المنطقة نجد صناديق الثروة السيادية الإماراتية بحجم أصول يصل إلى 1339.8 مليار دولار أو ما نسبته 45% من إجمالي أصول صناديق هذه المنطقة.

منطقة آسيا: تستحوذ هذه المنطقة على نسبة 43.1% من إجمالي أصول صناديق الثروة السيادية موزعة على 21 صندوق بحجم أصول يصل إلى 3390 مليار دولار أمريكي، ويعود سبب استحواذها على هذه النسبة العالية الفوائد التجارية المحققة بفضل صادراتها التنافسية بالإضافة إلى الاحتياطات الكبيرة التي تتوفر عليها دول المنطقة ومن أبرز صناديق هذه المنطقة نجد صناديق الثروة السيادية الصينية التي يصل حجم أصولها إلى 2097.6 مليار دولار أو ما نسبته 61.8% من إجمالي أصول صناديق هذه المنطقة.

منطقة أوروبا: تستحوذ هذه المنطقة على نسبة 14.8% من إجمالي أصول صناديق الثروة السيادية موزعة على 7 صناديق بحجم أصول يصل إلى 1163.04 مليار دولار أمريكي، ومن أبرز صناديق المنطقة صندوق النرويج الذي تصل أصوله إلى 1035.24 مليار دولار أو ما نسبته 89% من إجمالي أصول صناديق هذه المنطقة ويعود سبب ضخامة أصول هذا الصندوق إلى العائدات النفطية الكبيرة للبلد الذي يعتبر من أكبر الدول والمصدرة للنفط في المنطقة.

ثانيا- أهداف الصناديق السيادية: تتعدد أهداف الصناديق السيادية وتختلف حسب إستراتيجية كل صندوق غير أن جميعها لديها هدف مشترك متمثل في نقل الثروة نحو المستقبل، ويمكن حصر هذه الأهداف في النقاط التالية¹:

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

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

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

¹Caroline Bertin Delacour, **Les Fonds Souverains Ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale**, Groupe Eyrolles, Les Echos Editions, Paris, 2009, P34-38

الزمني أيضا، أما المسار الثاني فيتمثل في ادخار جزء من الإيرادات النفطية الآتية وتنميتها بالاستثمار الداخلي و/أو الخارجي لتشكيل دخلا بديلا للنفط عند نضوبه في المدى الطويل، ومن هذه الصناديق نجد صندوق "مبادلة للتنمية" بأبو ظبي ومؤسسة دبي للاستثمار (ICD) وجهاز قطر للاستثمار (QIA)؛

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

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

المطلب الثالث: حجم الصناديق السيادية وموقعها داخل النظام المالي العالمي

نتيجة للفوائض المالية الكبيرة التي سجلتها الحسابات الجارية في العديد من الاقتصادات الآسيوية والدول المصدرة للنفط التي ترجع أساسا إلى ارتفاع أسعار السلع الأولية من جهة وتحسن الأوضاع المواتية للموازن التجارية من جهة ثانية لترجم أخيرا إلى تراكم سريع في أصول صناديق الثروة السيادية مما جعلها تأخذ موقع مهما داخل النظام المالي العالمي.

أولا- مصادر الصناديق السيادية: من خلال التعاريف المقدمة مسبقا يتضح أن الصناديق السيادية تمول من خلال فوائض ميزان المدفوعات أو عمليات النقد الأجنبي أو عائدات الخصخصة أو من المدفوعات التحويلية الحكومية أو من

الفوائض المالية أو من إيرادات تصدير الموارد أو من هذه المصادر مجتمعة، إلا أن مصادر هذه الفوائض عادة ما تكون إما من مصادر سلعية (النفط، الغاز، الفوسفات، النحاس...) أو من مصادر غير سلعية.

1. **المصادر السلعية:** أو ما يعرف بالصناديق السلعية التي تمول عادة من صادرات السلع الأساسية سواء كانت مملوكة أو خاضعة للضرائب من قبل الحكومة، وهي تخدم أغراض مختلفة بما في ذلك تثبيت الإيرادات المالية والادخار للأجيال القادمة ودعم ميزان المدفوعات، بالنظر إلى الارتفاع الحاد الذي شهدته أسعار السلع الأولية خاصة النفط في السنوات الأخيرة تحول العديد من الصناديق المنشأة أساساً لتثبيت إيرادات الموازنة أو دعم ميزان المدفوعات إلى صناديق ادخار التي تستثمر في نطاق واسع من الأصول أكثر من صناديق الادخار التي تركز على الأصول السائلة ومتعدية المخاطر¹. ويستحوذ هذا النوع من الصناديق حسب معطيات معهد صناديق الثروة السيادية في جوان 2017 على نسبة 56.16% من إجمالي صناديق الثروة السيادية، ويمكن توضيح أهم الصناديق التي تمول من عائدات الصادرات السلعية في الجدول التالي:

جدول رقم (01-03) أهم الصناديق السيادية السلعية

السياسة				البلد	سنة التأسيس	المصدر
صندوق استثمار	صندوق تقاعد	صندوق ادخار	صندوق استقرار			
		هيئة الاستثمار الكويتية	هيئة الاستثمار الكويتية	الكويت	1953	المحروقات
		صندوق ادخار ألبرتا		كندا	1976	
		هيئة أبو ظبي للاستثمار		الإمارات	1976	
		صندوق ألسكا الدائم		و.م.أ.	1976	
		صندوق احتياطي العام		عمان	1980	
		وكالة الاستثمار في بروني		بروني	1983	
	صندوق معاشات تقاعد الحكومي	صندوق معاشات تقاعد الحكومي	صندوق معاشات تقاعد الحكومي	النرويج	1990	
		صندوق النفط الحكومي	صندوق النفط الحكومي	أذربيجان	1999	

¹ U.S. Department of the Treasury, Office of International Affairs, —Appendix III, op.cit, P1.

			صندوق استقرار النفط	إيران	2000	
			صندوق استقرار النفط	المكسيك	2000	
		هيئة قطر للاستثمار		قطر	2000	
		صندوق الادخار وتحقيق الاستقرار	صندوق الادخار وتحقيق الاستقرار	ترينداد توباغو	2000	
			الصندوق الوطني	كازاخستان	2001	
		صندوق الأجيال القادمة		غينيا الاستوائية	2002	
		صندوق النفط	صندوق النفط	تيمور الشرقية	2005	
		صندوق الاحتياطي	صندوق الاحتياطي	البحرين	2006	
		هيئة الاستثمار الليبية		ليبيا	2006	
	صندوق الثروة الوطنية		صندوق الاحتياطي	روسيا	2008	
		صندوق احتياطي		كيرباتي	1956	مصادر سلعية أخرى
		صندوق بولا		بوتسوانا	1996	
	صندوق احتياطي تقاعد			تشيلي	2006	
			صندوق الاستقرار اقتصادي واجتماعي	تشيلي	2007	

Source: Peter Kunzel et al, Investment Objectives of Sovereign Wealth Funds-A shifting Paradigm, IMF Working Paper, January 2011, P4.

2. المصادر غير سلعية: أو صناديق غير سلعية التي عادة ما تمول من احتياطات النقد الأجنبية الرسمية، قد مكنت فوائض الحسابات الجارية المصدرين من غير السلع الأساسية (دول آسيا) من تحويل احتياطات (الفائض) من العملات الأجنبية الرسمية إلى صناديق سيادية مستقلة¹، ويستحوذ هذا النوع من الصناديق على نسبة 43.84% من إجمالي أصول صناديق الثروة السيادية، والجدول الموالي يعطي صور أوضح عن أهم الصناديق الممولة بمصادر غير سلعية:

¹ Will Devlin and Bill Brummitt, A few Sovereigns more: the rise of Sovereign Wealth Funds, 2008, P120, Available at: http://archive.treasury.gov.au/documents/1329/PDF/07_A_few_sovereigns_more_the_rise_of_sovereign_wealth_funds.pdf

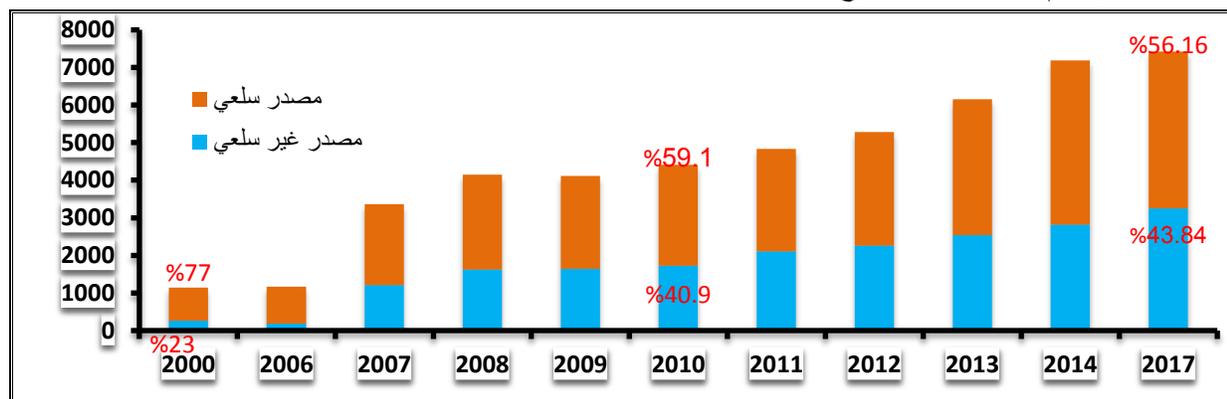
3. جدول رقم (01-04) أهم الصناديق السيادية غير السلعية

المصدر	سنة التأسيس	البلد	الغرض من إنشاء الصندوق		
			صندوق استثمار	صندوق تقاعد	صندوق ادخار
الفوائض المالية	1974	سنغافورة			تماسيك
	1993	ماليزيا			الخزانة الوطنية
	2000	أيرلندا		صندوق الاستثمار الاستراتيجي	
	2001	نيوزلندا		صندوق التقاعد	
	2004	أستراليا		صندوق المستقبل	
	احتياطات الصرف	1981	سنغافورة		
2005		كوريا ج			مؤسسة الاستثمار الكورية
2007		الصين			مؤسسة الاستثمار الصينية

Source: Peter Kunzel et al, op.cit, P4.

تميل الصناديق غير سلعية أكثر للاستثمار على عكس الصناديق السلعية التي تركز على الاستقرار أو الادخار. ويمكن توضيح تطورات توزيع نسبة كل من الصناديق السلعية وغير السلعية داخل أصول الصناديق السيادية في الشكل التالي:

الشكل رقم (01-03) توزيع صناديق الثروة السيادية حسب المصدر ما بين (2000-2017)



المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على:

-Eloit Kalter, **Sovereign Wealth Fund Investment Trends**, President of EM Strategies co-Head of Sovereign NET, The Fletcher School, Tufts University, January 2016, P4, Available at: https://sites.tufts.edu/sovereignet/files/2017/07/Kalter_SWF-Investment-Trends_1-16.pdf.

- Sovereign Wealth Funds Institute, **Sovereign Wealth Funds Rankings**, Updated December 2010-2017.

الفصل الأول:

الجوانب النظرية والفنية لصناديق الاستثمار

ارتفعت حصة صناديق الثروة السيادية غير سلعية بشكل تدريجي خلال العقد الأول من القرن الحالي منتقلة من 23% من إجمالي أصول الصناديق السيادية في عام 2000 إلى 40% في عام 2010 وسبب ذلك الفوائض الكبيرة التي حققتها الدول الآسيوية من خلال صادراتها التنافسية في الأسواق العالمية ورواج فكرة إنشاء الصناديق السيادية خلال تلك الفترة وبالرغم من التباطؤ الاقتصادي خلال السنوات الأخيرة واصلت البلدان الآسيوية ولا سيما الصين تحقيق تراكم في احتياطات النقد الأجنبي التي تم تحويلها إلى صناديق سيادية لتواصل على إثر ذلك نسبة الصناديق السلعية ارتفاعها لتصل إلى 43.8% في عام 2016، في المقابل رغم استمرار هيمنة المصادر السلعية على الحجم الكلي لصناديق الثروة السيادية تقلصت حصتها من 77% في عام 2000 لتصل إلى 59% في عام 2010 لتشهد بعد ذلك خلال السنوات الأخيرة تباطؤ كبير في نسبة نموها، ويعود ذلك أساساً إلى الانخفاض المسجل في أسعار النفط منذ بداية سبتمبر 2014 ليقود ذلك إلى انكماش العوائد النفطية المغذية لحجم هذه الصناديق.

ثانياً- حجم الصناديق السيادية: عرف حجم الصناديق السيادية عدة تطورات منذ تأسيس أول صندوق في منتصف القرن الماضي إلى غاية الوقت الحالي ويعود سبب ذلك إلى مجموعة من العوامل من أهمها التقلبات الحاصلة في الأسواق العالمية وتأثيرها على أسعار المواد الأولية وأسعار الصرف، ويمكن توضيح أهم التطورات الحاصلة في حجم الصناديق وتزايد عددها خلال السنوات الأخيرة في الجدول الموالي:

جدول رقم (01-05) تطور حجم صناديق الثروة السيادية للفترة 2000-2017 (الوحدة (مليار دولار)

السنة	2000	2001	2002	2003	2004	2005
حجم الصندوق	1150	1100	1200	1450	1850	2250
نسبة نمو حجم صندوق	-	-4.35	9.1	20.8	27.5	21.6
عدد الصناديق	32	33	35	38	38	41
السنة	2006	2007	2008	2009	2010	2011
حجم الصندوق	2980	3259	4149	4032	4418	4842
نسبة نمو حجم صندوق	32.4	9.36	27.3	-2.82	9.57	9.6
عدد الصناديق	49	55	61	61	61	68
السنة	2012	2013	2014	2015	2016	2017

الفصل الأول:

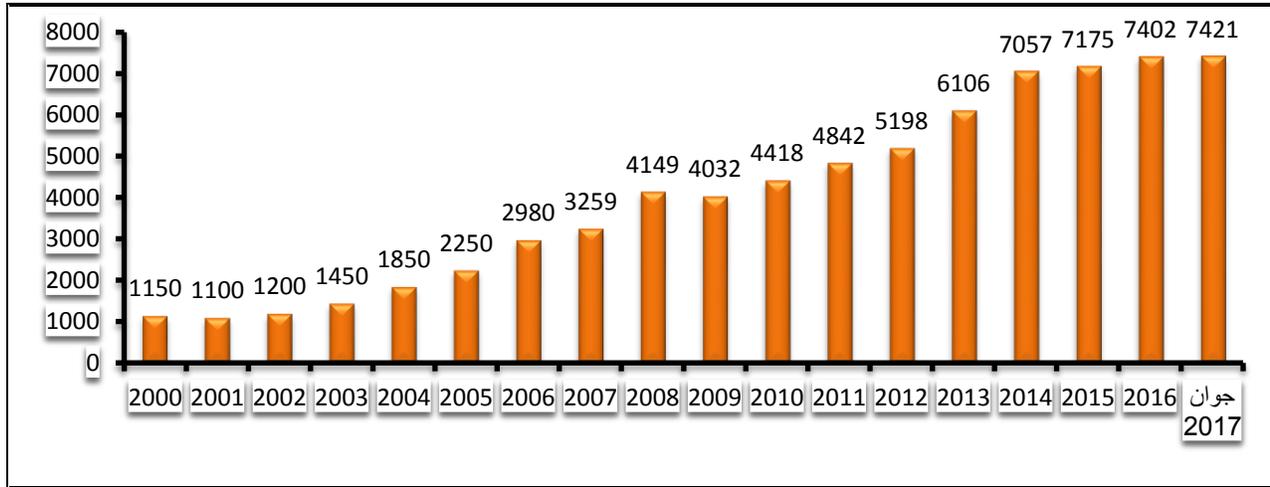
الجوانب النظرية والفنية لصناديق الاستثمار

7421	7402	7175	7057	6106	5198	حجم الصندوق
0.25	3.16	1.42	15.57	17.47	7.35	نسبة نمو حجم صندوق
79	79	79	78	76	76	عدد الصناديق

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على: Sovereign Wealth Funds Institute Rankings, op-cite .

بشكل عام يختلف تمويل صناديق الثروة السيادية تبعاً إذا ما كانت متأتية من فوائض ميزان المدفوعات واحتياطات النقد الأجنبي أو من خلال الفوائض الضريبية المفروضة على تصدير المواد الأولية خاصة النفط والغاز، وقد استطاعت العديد من الدول الناشئة تحقق نجاحاً بالغاً في توليد هذه الفوائض، إن كانت في الشرق الأوسط وإفريقيا وأجزاء من أمريكا اللاتينية من خلال بيع النفط والغاز أو السلع الأخرى (الفوسفات، النحاس..) أو في آسيا من خلال صادراتها التنافسية، ليقود ذلك إلى نمو حجم أصول الصناديق السيادية بشكل كبير، كما هو موضح في الشكل الموالي:

الشكل رقم (01-04) تطور حجم صناديق الثروة السيادية للفترة 2000-2017



المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على معطيات الجدول رقم (01-05).

الواضح أن الطفرات التي عرفت أسعار النفط كان لها دور كبير في نمو حجم الصناديق السيادية، فقد شهد العقد الأول من الألفية الجديدة نمو متسارع في حجم الصناديق السيادية مقارنة بسابقه، حيث انتقل من 1150 مليار دولار في عام 2000 إلى 2250 مليار دولار في عام 2005، ليرتفع مرة أخرى بنسبة 32.4% خلال عام 2006 ليصل إلى 2980 مليار دولار، وعندما تجاوزت أسعار النفط حاجز 90 دولار للبرميل خلال عام 2008 أدى ذلك إلى تحقيق الدول المصدرة للنفط فوائض مالية كبيرة في حساباتها جعلتها تسارع لإنشاء صناديق سيادية جديدة إضافة لصناديقها القديمة مثل صندوق قطر السيادي الذي انشأ في 2005 والصندوق السيادي لكل من ليبيا والبحرين في عام 2006

إضافة لصندوق الاستثمار السعودي وصندوق الثروة الروسي في عام 2008 الأمر الذي انعكس إيجاباً على حجم الصناديق السيادية التي وصلت إلى أكثر من 4 تريليون دولار خلال ذات السنة.

كما أنه بعد تعافي دول شرق آسيا من الأزمة الاقتصادية في عام 1998 التي كبدها خسائر كبيرة قادت لانخفاض في معدلات نموها، الأمر الذي جعلها هي الأخرى تقوم بإنشاء صناديق سيادية من أجل حماية اقتصاداتها من تقلبات أسعار الصرف، حققت هذه المجموعة من الدول بفضل صادراتها التنافسية في الأسواق العالمية فوائض في حساباتها الجارية ساهمت في نمو حجم احتياطاتها بمعدلات كبيرة (نمت بنسبة 31% في نهاية 2007 بالمقارنة مع السنة السابقة¹) ليساعدها ذلك على إنشاء العديد من الصناديق السيادية الغير سلعية مثل إنشاء الصين لصندوقين سياديين: صندوق هونغ كونغ السيادي في عام 2005 والشركة الصينية للاستثمار في عام 2007 بالإضافة لتأسيس كازاخستان لصندوق سيادي في عام 2008.

وبمجرد تفاقم الأزمة المالية وبروزها على السطح وظهور الانهيارات المتلاحقة في أسواق المال والمؤسسات المالية والمصرفية بحلول أغسطس 2008 تراجع حجم الصناديق السيادية بنسبة 2.82% في عام 2009 ليصل إلى 4032 مليار دولار، إلا أنه مع تعافي الاقتصاد العالمي من تبعات الأزمة المالية عاد حجم الصناديق السيادية للارتفاع من جديد أين وصل إلى 4418 و4842 مليار دولار في 2010 و2011 على التوالي، وإلى 6106 مليار دولار في عام 2013، وبالرغم من حركة أسعار النفط المنخفضة خلال 2015 حققت أصول صناديق الثروة السيادية زيادة طفيفة في قيمتها بنسبة 1.42% مقارنة بعام 2014 ليصل حجمها إلى 7175 مليار دولار، بيد أن حجم هذه الصناديق لم يحقق ما كان متوقع من قبل مؤسسة الخدمات المالية الدولية بلندن (IFSL) وبنك مورغان ستانلي، إذ توقعت الأولى في عام 2008 أن حجم الصناديق السيادية سيرتفع إلى 5 تريليون دولار في عام 2010 وإلى أكثر من 10 تريليون دولار في عام 2015، بينما توقع بنك مورغان ستانلي أن حجم صناديق السيادية سوف يبلغ 10 تريليون دولار في 2015²، ولعل ما يفسر عدم تحقق ما كان متوقع حدوثه هو امتداد طول فترة الأزمة النفطية التي تعرضت لها اقتصادات الدول النفطية خلال 2014 التي فرضت عليها أن تسحب من صناديقها السيادية لتحقيق الاستقرار في

¹ Deutsche Bank Research, SWFs and foreign investment policies- an update, 22 October 2008.

P5. Available at: https://www.dbresearch.com/PROD/RPS_EN

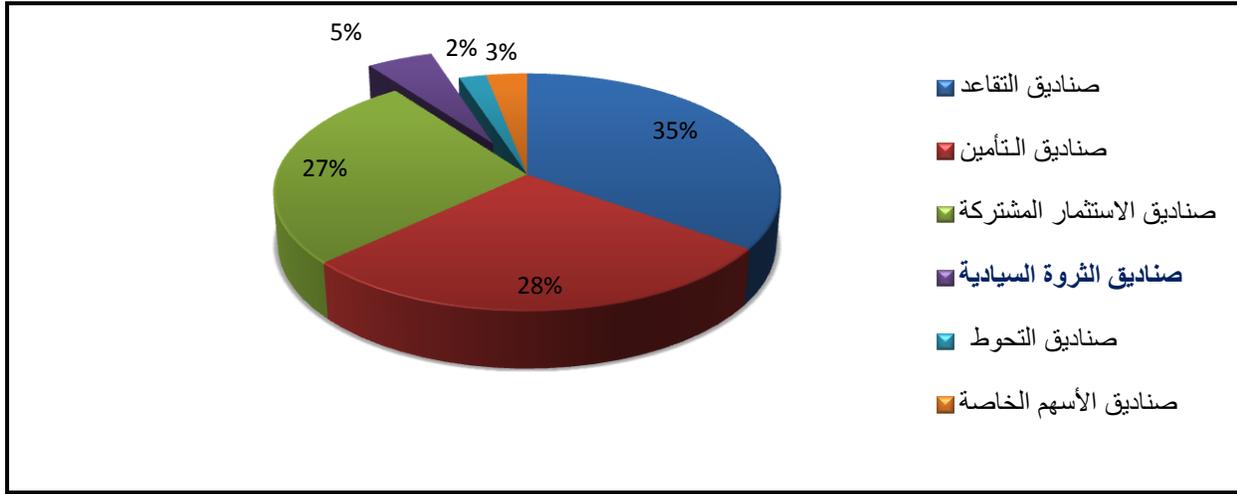
PROD/PROD0000000000465344/SWFs_and_foreign_investment_policies_-_an_update.pdf

²Jen Stephen L. How Big Could Sovereign Wealth Funds Be By 2015?, Revue économique financière, 2009, P197. Available at: https://www.persee.fr/docAsPDF/ecofi_1767-4603_2009_hos_9_1_5505.pdf

اقتصاداتها المحلية وتمويل العجز في موازاتها، كما أنه من المرجح أن يؤدي تباطؤ نمو الناتج المحلي في الصين إلى تقليص نمو أصول الصناديق السيادية خلال ذات الفترة¹.

ثالثاً- استعراض موقع الصناديق السيادية داخل الاقتصاد العالمي: يشير النمو المتسارع في حجم الصناديق الثروة السيادية إلى أنها فئة هامة من المستثمرين داخل النظام المالي العالمي ويمكن أن تصبح أكثر أهمية في المستقبل نظراً لثقلها المالي ودورها الفعال في تحقيق الاستقرار المالي.

الشكل رقم (01-05) موقع الصناديق السيادية داخل النظام المالي العالمي



Source: Eloit Kalter, Sovereign Wealth Fund Investment Trends, op-cit, p4.

من خلال تحليل هيكل توزيعات ملكية الأصول حسب فئة المستثمرين المؤسسين نجد أن صناديق الثروة السيادية بالرغم من كبر حجم أصولها الذي قدر خلال عام 2013 بأكثر من 6 تريليون دولار لا تستحوذ إلا على 5% من إجمالي الأصول، وإن كان حجمها أكبر من حجم أصول صناديق التحوط وصناديق الأسهم الخاصة مجتمعة، إلا أنها لا تزال أصغر بكثير من أصول الصناديق التقليدية كصناديق التقاعد التي تستحوذ على نسبة 35% بحجم أصول يصل إلى 38 تريليون دولار، وشركات التأمين التي تستحوذ على نسبة 28% بحجم أصول يصل إلى 30 تريليون دولار إضافة إلى صناديق الاستثمار المشتركة التي تستحوذ على 27% من إجمالي الأصول المتداولة بحجم أصول يقدر بأكثر من 29 تريليون دولار، ومع ذلك فإن صناديق الثروة السيادية تنمو بمعدلات أسرع مقارنة بغيرها من الصناديق.

¹IFSL Research : Sovereign Wealth Funds, International Financial Services London, June 2015, P5. Available at: <https://www.thecityuk.com/assets/2015/Reports PDF/9812c8ec8e/Sovereign-Wealth-Funds-2015.pdf>

وإذا تم مقارنة صناديق الثروة السيادية بمستثمرين أساسيين آخرين نجد أن أكبر 10 صناديق سيادية تستحوذ على نسبة 77% من إجمالي الأصول المتراكمة في عام 2013 وتستحوذ على 90% من أصول 20 شركة، هذا الأمر غير معتاد إذا ما قورن بالمستثمرين المؤسسين الآخرين، على سبيل المثال نجد أن أكبر 20 صندوق تقاعد في العالم تدير أصول بقيمة 55 تريليون دولار وهو ما يمثل 18% فقط من إجمالي أصول هذه الصناديق، بل أن أكثر من 300 صندوق تقاعد لا تغطي نصف إجمالي أصول صناديق التقاعد (47%)¹.

رابعاً- تأثيرات صناديق الثروة السيادية: إضافة لتأثيرات صناديق الثروة السيادية على مستوى اقتصاداتها المحلية من خلال توفير رؤوس الأموال وتنوع مصادر الدخل لزيادة معدلات النمو، فإن ضخامة حجج أصولها واستراتيجيات استثمارها طويلة الأجل تسمح بتوفير السيولة للقطاع المالي مما يساهم في تحقيق الاستقرار في النظام المالي العالمي.

في دراسة قام بها كل من Jason Kotter و Ugur Iel حول تأثير صناديق الثروة السيادية على أسعار الأصول وسعر الصرف، تحت عنوان "أصدقاء أم أعداء؟ تأثير استثمارات صناديق الثروة السيادية على أسعار الأسهم وسعر الصرف لعينة مكونة من 24 صندوق سيادي قامت بـ 417 استثمار موزعة على 326 شركة في 28 دولة خلال الفترة 1982- أبريل 2008. توصل الباحثان إلى قيام صندوق سيادي بالاستثمار في شركة معينة سوف يترك أثراً إيجابياً على سعر أسهمها وسعر صرف الدولة المستقبلية لهذا الاستثمار.

1. أثار استثمار الصناديق السيادية على قيمة الأسهم: استنتج Jason Kotter و Ugur Iel أن إعلان دخول صندوق سيادي كمساهم في شركة سوف يؤدي ذلك إلى ارتفاع أسهمها بـ 2.1% خلال يومين من الإعلان ويستمر هذا الأثر خلال 20 يوم بسبب زيادة الطلب على أسهم الشركة، وبحسب الباحثان يزداد الأثر كلما كان الصندوق السيادي يطبق قواعد الحوكمة والشفافية، مما يؤثر ذلك إيجاباً على القيمة المستقبلية للشركة، إلا أن هذا الأثر يتلاشى خلال ثلاث سنوات². أما دراسة Hélène Raymond حول أثر صناديق الثروة السيادية على

¹ Valeria Miceli et al, Opportunities or threats ? The current and future role of Sovereign Wealth Funds in financial markets, Deutsche Asset & Wealth Management, March 2015, P7.

² Jason Kotter and Ugur Iel, Friends or Foes? The Stock Price Impact of Sovereign Wealth Fund Investments and the Price of Keeping Secrets, International Finance Discussion Papers N° 940, 2008, P3.

الأسواق المالية فقد توصلت إلى أن للصناديق السيادية أثر إيجابيا على أسعار أسهم الشركة خصوصا في حالة الشركات التي تعاني من مشاكل في السيولة المالية وحالة من الإعسار المالي¹.

2. أثار استثمار الصناديق السيادية على قيمة أسعار الصرف: حسب دراسة Roland Beek و Michael Fidora حول أثر صناديق الثروة السيادية على النظام المالي العالمي، أن إتباع صناديق الثروة السيادية لإستراتيجية استثمارية تهدف لتنويع محافظهم المالية خلاف للطريقة التقليدية في إدارة الاحتياطات الرسمية من خلال تحويل سندات الخزينة الأمريكية إلى استثمارات تحقق عوائد أعلى، أي تحويل الفوائض النفطية المتأتية بالدولار الأمريكي إلى عملة أخرى سوف يترك ذلك أثرا سلبيا على سعر صرف الدولار الأمريكي، ذلك أن قيام صناديق الثروة السيادية بتحويل الدولار إلى عملة أخرى يؤدي حتما لخروج رؤوس الأموال، أي زيادة الطلب على العملات الأخرى مقابل انخفاض الطلب على الدولار، كما أن ينتج عن قيامه هذه الصناديق بتحويل الدولار في سوق الصرف يؤدي إلى زيادة عرضه وبالتالي تنخفض قيمته، ليفرض ذلك قيام البنك الفدرالي الأمريكي التدخل باستعمال إحدى أدوات السياسة النقدية متمثل في سعر الفائدة، بحيث يضطر لرفع معدلات هذا الأخير بهدف زيادة دخول رؤوس الأموال ومنه زيادة الطلب على الدولار. كما استنتج الباحثان أن قيام الدول بتحويل احتياطات صرفها المستثمرة في شكل سندات الخزينة الأمريكية إلى أصول متنوعة في إطار صندوق سيادي يؤدي إلى فقدان ربع (4/1) تدفقات الأموال في المتحدة الأمريكية، بالمقابل ينعكس ذلك إيجابا على الدول المستقبلية لهذه الاستثمارات فيرتفع سعر صرفها من جهة، وتنخفض أسعار الفائدة لديها من جهة ثانية. كما تقوم دول مالكة لصناديق ثروة سيادية مثل الصين بعملية الاستثمار خارج حدودها الجغرافية مما يقي سعر صرفها منخفض لينعكس حتما بالإيجاب على صادراتها².

¹ Hélène Raymond, The effect of Sovereign Wealth Funds Investments on stock markets, Université de Paris Ouest Nanterre La Défense, EconomiX Working Papers, N°38,2009,P6.

² Roland Beek and Michael Fidora, The impact of Sovereign Wealth Funds on global financial markets, ECB Occasional Paper series n°32, banque central européenne, Francfort, 2008, P18.

المبحث الرابع: تقييم أداء محافظ صناديق الاستثمار

تقضي المبادئ العلمية للاستثمار أن يتم إخضاع القرارات والسياسات الاستثمارية وكذلك الانجازات المحققة منها لعملية تقييم مستمرة بقصد الوقوف على مواطن القوة وتدعيمها، وتشخيص مواطن الضعف لعلاجها وتصويبها، ويعد تقييم أداء محافظ صناديق الاستثمار أحد المنافع الرئيسية للوقوف على مدى جدوى توظيف الموارد المالية للصندوق، حيث تمثل عملية تقييم أدائها أمراً ضرورياً بالنسبة لكل من إدارة الصندوق والمستثمرين على حد سواء فإدارة الصندوق يهتمها الوقوف على نتائج أداء الصندوق حتى تتمكن من تحديد الأساليب الواجب استخدامها لتطوير أداء الصندوق في المستقبل خاصة وأن جزءاً من أتعابها يرتبط بمستوى أداء الصندوق، كما أن أداء الصندوق يهم أيضاً المستثمرين حيث يساعدهم على المفاضلة بين الصناديق المتاحة في السوق للاستثمار فيها.

المطلب الأول: ماهية المحفظة الاستثمارية

المحفظة الاستثمارية هي إحدى أهم أدوات الاستثمار المركب والمتنوع لأنها تتكون في الغالب من مجموعة الأصول المختلفة من حيث نوعيتها، جودتها ومصدرها، وتخضع لإدارة شخص مسؤول عنها يسمى مدير المحفظة.

الفرع الأول: مفهوم المحفظة الاستثمارية وأهدافها

ينطلق مفهوم المحفظة الاستثمارية من طبيعة سلوك المستثمر وقراراته فيما يتعلق بالمفاضلة بين العائد والمخاطرة والاتجاه نحو تعظيم المنفعة من خلال تفضيل العائد الأعلى بمخاطر متدنية.

أولاً- قراءة في تعاريف المحفظة الاستثمارية:

تعرف المحفظة الاستثمارية من المفهوم الضيق على أنها مصطلح يطلق على مجموع ما يمتلكه المستثمر من أسهم وسندات يكون الهدف من امتلاكها هو تنمية القيمة السوقية لها والتوظيف الأمثل لما تمثله هذه الأصول من أموال¹. أما تعريف المحفظة الاستثمارية من المفهوم الواسع هي أنها توليفة من الأدوات الاستثمارية التي تضم أدوات مالية كالأسهم والسندات، المشتقات...، وأدوات حقيقية كالعقارات، المعادن النفيسة، وكل ما لا يوجه للانتفاع الترفيهي أو للاستهلاك بل يكرس للأغراض الاستثمارية وتحقيق الأرباح، حيث تقع هذه التوليفة تحت إدارة واحدة معتمدة تعمل على بناء استراتيجيات تضمن أقصى كفاءة في ظل مناخ استثماري ملائم تتوفر فيه الفرص المرهبة².

¹ سيد سالم عرفه، إدارة المخاطر الاستثمارية، دار الراية، عمان، الأردن، 2009، ص73.

² هوشيار معروف، الاستثمارات والأوراق المالية، دار صفاء، عمان، الأردن، 2009، ص222.

كما عرف جاك هامون (Jacques Hamon) المحفظة المالية على أنها مجموعة الأوزان النسبية لأصول مالية، أي قائمة النسب الممثلة للأصول والتي يجب أن تساوي في مجموعها الـ 100%¹.

من خلال ما تقدم يمكن القول أن المحفظة الاستثمارية هي عبارة عن تشكيلة متوازنة من الأصول التي يمتلكها المستثمر، قد تكون هذه الأصول (أصول حقيقية، أصول مالية)، تتباين وتختلف فيما بينها من حيث قيمة كل منها، ومن حيث معدل العائد المتولد عنها ومدة استحقاقها، بهدف الحصول على أكبر عائد بأقل درجة من المخاطرة، وأن تتلاءم أهداف المحفظة مع رغبات وأهداف المستثمر.

ثانياً- أهداف المحافظ الاستثمارية: يهدف أي مدير محفظة الاستثمارية إلى تحقيق أكبر عائد ممكن بأقل درجة من المخاطر مع توفر عنصر السيولة لتفادي الوقوع في العسر المالي، أي بمعنى إدارة الأموال بأقل خسائر، ومن أهم أهداف إدارة المحفظة المفاضلة بين العائد والمخاطر، أي تشكيل محفظة متوازنة من الأوراق المالية تجمع بين العائد والمخاطر، إلا أنه يمكن صياغة أهداف المحفظة الاستثمارية بالنقاط التالية²:

1. **المحافظة على رأس المال الأصلي:** إن المحافظة على رأس المال المخصص للاستثمار يعتبر من أهم الأهداف

التي تسعى إدارة المحافظ إلى تحقيقها، فالاستثمار في ظروف عدم التأكد يحمل مخاطر تتعدى فقدان العائد المطلوب اتجاه رأس المال لذا يجب على مدير المحفظة أخذ الحيطة والحذر التام بأن لا تصل الخسائر إلى رأس المال وذلك باستعمال الأسس العلمية في اختيار الأوراق المالية المكونة للمحفظة وتحقيق نوعاً من التوازن بين العائد والمخاطر للمحافظة على رأس المال المستثمر فيها؛

2. **استقرار تدفق الدخل:** يتعين على مدير المحفظة إيجاد توليفة مناسبة من الأصول المكونة للمحفظة والتي تولد

دخلاً شبه ثابت ومستقر، ذلك لضمان استمرارية تدفق النقد لتلبية احتياجات المستثمرين، إذ أن اختيار مكون نسبي مستقر من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت مثل السندات، فضلاً عن الأوراق المالية سريعة التسويق مثل

¹Jacques Hamon, **Bourse et Gestion de Portefeuille**, Edition Economica, 3^{ème} édition, Paris, 2008 p153.

²- انظر: جمال الدين برقوق وآخرون، **إدارة الاستثمار**، مرجع سبق ذكره، ص 164-165.

- غازي فلاح المومني، **إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة**، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2015، ص 20-21.

- دريد كامل آل شبيب، **إدارة المحافظ الاستثمارية**، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص 17.

أسهم الشركات الكبرى في أسواق التداول كفيل بتوفير تدفق نقدي مستمر وعند الحاجة إلى التغيير في مكونات المحفظة؛

3. النمو في رأس المال: يضع مدير المحفظة الاستثمارية نصب عينيه هدفا أساسيا وهو تنمية رأس المال، وهو الهدف الأساسي الذي على أساسه تم تأسيس المحفظة؛

4. القابلية للسيولة والتسويق: على مدير المحفظة اختيار الأوراق المالية القابلة للسيولة في أي وقت بدون أن يحصل منها خسائر، أي سهولة تحويل الأصول المالية إلى سيولة في أي وقت دون تحمل خسائر تؤثر على رأس مال المحفظة، وتحد من حالات الوقوع في معضلة العسر المالي؛

5. التنوع في الاستثمار: يمكن أن نعتبر تنوع الأوراق المالية هدفا من أهداف المحفظة، حيث أنه من أهم الوسائل لتقليل المخاطر التي يمكن أن تقع على المحفظة الاستثمارية، وذلك من خلال المزج بين أنواع الأوراق المالية أو من حيث نسبة مساهمة كل ورقة مالية في رأس مال المحفظة.

غير أن الهدف من تشكيل المحفظة الاستثمارية هو مزيج من الأهداف السابقة وتحدد درجة أولوية كل منها وفقا لاحتياجات وطبيعة المستثمر، علما أن الهدف الرئيسي لأي مستثمر هو الوصول إلى محفظة مثلى، أي تلك التي تحقق أكبر عائد عند مستوى مخاطرة معينة، أو تحقق أقل مستوى من المخاطرة عند مستوى معين من العائد، وبالتالي فإن الهدف الأساسي للمستثمر عند تشكيله لمحفظته هو الحصول على أحسن ثنائية (عائد-مخاطرة) ممكنة¹.

الفرع الثاني: أسس ومبادئ المحفظة الاستثمارية:

لتشكيل محفظة استثمارية ينبغي على المستثمر أو القائم على إدارة المحفظة، أن يأخذ بعض المبادئ والأسس بعين الاعتبار.

أولا - مبادئ تشكيل المحفظة الاستثمارية: يعتمد تكوين محفظة الأوراق المالية على عدة مبادئ هي²:

1. مبدأ القياس الكمي: ويقصد به إمكانية قياس العائد المتوقع ودرجة المخاطر المصاحبة للاستثمارات التي تتضمنها المحفظة؛

¹Lawrence Gitman, Michael Joehnk : **Investissement et marché Financiers**, Pearson éducation, 9^{ème} édition, Paris, 2005, P162.

²صافيني عمار، محددات الاستثمار المحفظي وأثاره على أسواق الأوراق المالية-دراسة مقارنة بين مصر، تونس والجزائر، رسالة ماجستير، جامعة أحمد بوقرة بومرداس، الجزائر، 2009/2008، ص 82.

2. مبدأ التنوع: المبدأ الأساسي لتكوين المحافظ الاستثمارية هو التنوع، وذلك باختيار التوليفة أو تشكيلة من الأوراق المالية بالإضافة إلى تحديد نسبة كل نوع منها إلى القيمة الإجمالية للمحفظة؛ والتي تحقق درجة معينة من الثبات والاستقرار للعائد الذي تحققه المحفظة؛

3. مبدأ الارتباط: ويقصد به درجة الارتباط بين عوائد الأوراق المالية المشكلة للمحفظة الاستثمارية، وحسب "Markowitz" فإنه كلما كان معامل الارتباط سالباً ويقترب من (-1) كلما انخفض التذبذب في عوائد المحفظة وكانت أكثر كفاءة.

ثانياً- أسس إدارة المحفظة الاستثمارية: تتم إدارة المحفظة الاستثمارية واتخاذ القرارات الاستثمارات بناء على مجموعة من الأسس يمكن حصرها في النقاط التالية¹:

1. التخطيط: ويقصد به دراسة المؤسسات والأسهم والمفاضلة بينها من خلال دراسة العوائد والمخاطر لتعظيم العوائد وتدنية المخاطر قدر الإمكان، واختيار الأوراق المالية التي تتلائم مع أهداف ورغبات المستثمر؛

2. التوقيت: يعتبر التوقيت عنصراً هاماً في اتخاذ القرارات الأساسية لإدارة المحفظة الاستثمارية، لذلك على المستثمر اختيار التوقيت المناسب للدخول من السوق والخروج منه، وعلى اعتبار أن الأسعار كثيرة التقلب، من هنا تظهر خبرة المستثمر وقدرته على تحليل الظروف وحركة السوق، فضلاً عن تزامن قرارات البيع والشراء مع الأحداث والظروف الاقتصادية والسياسية؛

3. التحفظ والتعقل: يجب أن يكون هناك أسلوب استثماري متزن عند إعداد وبناء محفظة الأوراق المالية طبقاً لمبدأ المنفعة، فالمستثمر الذي يدير محفظة عليه أن يحدد المستويات المرغوبة من المخاطر المحتملة تجنباً للأحداث غير متوقعة التي قد تؤثر على رأس مال المحفظة؛

4. الإشراف والمتابعة: يجب على المستثمر أو مدير المحفظة مراقبة تغيرات السوق عبر المعلومات التاريخية والتغيرات والتقلبات الحديثة التي تطرأ على أسعار الأوراق المالية بهدف مراجعة دورية ومستمرة على مكونات المحفظة؛

5. الاعتماد على المتخصصين: تتطلب إدارة المحفظة الاستثمارية مهارة وخبرة كافية، وفي حالة عدم توفرها في المستثمر يجب عليه الاستعانة بالأخصائيين وبيوت الخبرة من أجل الحصول على المعلومات التي تمكنه من تجنب المخاطر، فضلاً عن قيامها بإدارة المحافظ الاستثمارية للغير مقابل عمولة.

¹ انظر:- وليد صافي، انس البكري، الأسواق المالية الدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2012، ص 209.

- عمر عيو، الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار-دراسة تجارب دولية-، مرجع سبق ذكره، ص 150.

المطلب الثاني: عائد ومخاطر المحفظة الاستثمارية

تعتمد جميع النظريات الحديثة لإدارة المحافظ على العلاقة ما بين العائد والمخاطرة كما ينطلق مفهوم المحفظة الاستثمارية من طبيعة سلوك المستثمر وقراراته فيما يتعلق بالموازنة بين العائد والمخاطر والاتجاه نحو تعظيم المنفعة من خلال تفضيل العائد الأعلى بمخاطر عند حدّها الأدنى.

الفرع الأول: عائد المحفظة الاستثمارية:

يمكن إعطاء فكرة عن العوائد ومفاهيمها وأنواعها وطرق قياسها في ما يلي:

أولاً- مفاهيم عامة عن العائد: تعددت وتنوعت المفاهيم المتعلقة بالعائد، من أهمها:

عرف العائد بشكل عام بأنه القيمة الناتجة عن استعمال الشيء كما هو الحال في القيمة الناجمة عن الأموال الموظفة في الاستثمارات. كما عرف بأنه المكافأة التي يتحصل عليها المستثمر جراء توظيفه أمواله تعويضاً عن فترة الانتظار والمخاطرة المحتملة لرأس المال المستثمر، ويعبر عنها عادة كنسبة مئوية إلى المبالغ المستثمرة¹.

كما يعرف العائد على أنه " ذلك المقابل النقدي الذي يتلقاه المستثمر مقابل توظيف أمواله في أي نوع من أنواع الاستثمارات المتاحة لديه (استثمار مالي أو حقيقي)"².

ويمكن تعريفه على أنه " قدرة الوحدة النقدية من مجموع الأصول على توليد أرباح صافية للمستثمرين".

ويمكن التعبير عنه من خلال المعادلة التالي³:

$$\frac{\text{الصافي الربح}}{\text{المستثمرة الأموال مجموع}} = \text{العائد على الاستثمار}$$

يعرف جاك هامون (Jacques Hamon) معدل المردودية على أنه " الزيادة النسبية في الثروة بين فترتين إضافة إلى معدل العائد الذي يعبر عن العلاقة بين الأرباح الموزعة والسعر"⁴.

ويمكن القول أن العائد هو عبارة عن الزيادة المحققة أو الزيادة المتوقعة للمبلغ المستثمر، والتي يمكن التعبير عنها بمقدار التغير في قيمة السوقية للأصل مضافاً إليها الإيرادات الموزعة الخاصة بتلك الفترة والمكاسب الرأسمالية المحصلة.

¹ جليل كاظم مدلول العارضي، الإدارة المالية المتقدمة "مفاهيم نظرية وتطبيقات علمية"، دار صفاء للنشر والتوزيع، ط1، الأردن، 2014، ص161.

² جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال، دار الهدى، الطبعة الأولى، الجزائر، 2011، ص79.

³ غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، مرجع سبق ذكره، ص65.

⁴ Jacques Hamon, op-cit, 81.

ويمكن التعبير عنه بالصيغة الرياضية التالية¹:

$$P_t = \frac{P_t - P_{t-1} + D}{P_{t-1}}$$

حيث:

P_t : عائد الأصل في الفترة t ؛

P_t : سعر الأصل في الزمن t (عند البيع)؛

P_{t-1} : سعر الأصل في الزمن $t-1$ (عند الشراء)؛

D : توزيعات الأرباح خلال الفترة t .

وتأخذ عوائد الاستثمار في الأوراق المالية ثلاثة أشكال: توزيعات الأرباح التي يتحصل عليها المستثمر من الأسهم التي تتناسب مع عدد الأسهم التي يمتلكها، أو عبارة عن فوائد عند الاستثمار في السندات، أو عبارة عن مكاسب رأسمالية الناتجة عن بيع الأصل الاستثماري.

ثانياً- أنواع العائد: يمكن التمييز بين ثلاثة أنواع للعائد هي²:

1. **العائد الفعلي**: هو العائد الذي يحققه المستثمر فعلاً نتيجة امتلاكه أو بيعه أداة من أدوات الاستثمار، إذ يعكس

العائد المتحقق الفعلي النسبة المئوية للتغيير في ثروة المستثمرين في نهاية المدة عن بدايتها.

2. **العائد المتوقع**: وهو العائد الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه مستقبلاً وقد يمثل أفضل تقدير لما سيكون عليه

العائد الفعلي في المستقبل، غير أنه صعب التحديد لأنه يعتمد على المستقبل وبالتالي فهو متعلق بحالة عدم

التأكد، لذا فمن الممكن أن يضع المستثمر إطار التوزيع الاحتمالي، أي تقدير الاحتمالات الممكنة ووزن كل

احتمال وقيمة العائد المتوقع في ظلّه.

3. **العائد المطلوب**: وهو العائد الذي يرغب المستثمر في الحصول عليه مقابل تضحيته بأمواله الحالية، والذي

يتناسب مع مستوى المخاطر التي يتعرض لها هذا الاستثمار.

¹Grandin pascal et autres, **Performance de Portefeuille**, Edition Pearson ,2^{ème} édition, Paris,2010, P02.

²انظر:- زياد رمضان، **مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي**، دار وائل للنشر، الطبعة الثانية، عمان، الأردن، 2005، ص294.

- قاسم نايف علوان، **إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق**، مرجع سبق ذكره، ص48.

ثالثاً- قياس عائد المحفظة الاستثمارية:

يعبر عن عائد المحفظة بمقدار القيمة المضافة التي تحصل عليها المحفظة الاستثمارية، وهو مقدار التغير في ثروة المحفظة خلال فترة زمنية معينة. حيث أن عائد المحفظة (R_p) هو عبارة عن المتوسط المرجح لعوائد الاستثمارات (الأوراق) المكونة للمحفظة، أي هو عبارة عن مجموع عوائد الأوراق مرجحة بأوزانها الاستثمارية¹. ويمكن حسابه بالطريقة التالية:

$$R_p = w_1 R_1 + w_2 R_2 \dots w_n R_n$$

$$R_p = \sum_{i=0}^n w_i R_i$$

حيث:

R_p : عائد المحفظة؛

w_i : الوزن النسبي للأصل i من المحفظة؛

R_i : عائد الأصل i ؛

n : عدد الأصول المكونة للمحفظة.

وأن مجموع: $\sum_{i=0}^n w_i = 100\%$

الفرع الثاني: مخاطر المحفظة الاستثمارية:

يمكن إعطاء فكرة عن المخاطر ومفاهيمها وأنواعها وطرق قياسها في ما يلي:

أولاً- مفاهيم عامة عن المخاطر: تختلف تعريف المخاطرة حسب اختلاف وجهات نظر الباحثين المختلفة، وهي كالأتي: تم تعريف الخطر في قاموس ويبستر "بأنه إمكانية التعرض للخسارة أو الضرر أو المجازفة"، وبالتالي المخاطرة يتضمن احتمال حصول أحداث غير مرغوب فيها.

كما عرفت المخاطر على أنها "هي حالة عدم التأكد والتي من شأنها التأثير السلبي على ثروة المستثمر، أو تعمل على الزيادة في حدة الخطر الناشئ عن وضعية ما².

وتعرف "على أنها وضعية ما لمجموعة أحداث متتابعة أو متزامنة احتمال حدوثها غير مؤكد وحدثها يصيب أهداف المستثمر"³.

¹ محمود محمد الداغر، الأسواق المالية "مؤسسات، أوراق، بورصات"، دار الشروق للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، الأردن، 2007، ص205.

² Norbert Guedj, **Finance d'entreprise, Les règles du jeu**, Editions d'organisation, 2^{ème} édition, Paris, 2000, P416.

³ Barthelemy Bernard, **gestion des risques**, Editions d'organisation, Paris, 2000, P13.

وقد عرفت المخاطر أيضا بأنها " احتمال تحقق الخسارة المتوقعة، أو حدوثها عندما يكون العائد الفعلي والمتحقق على استثمار ما أقل من العائد المتوقع من ذلك الاستثمار"¹.

وذهب البعض في تعريفه للمخاطرة بأنها " تعني المخاطرة في الاستثمار درجة عدم التأكد، أي درجة عدم انتظام العوائد والخوف من وقوع خسائر من الاستثمار"².

وعادة ما يقترن مفهوم المخاطرة بحالة عدم التأكد كما رأينا في التعاريف السابقة، لذا لا بد من التمييز بين مفهومي المخاطرة (Risk) وعدم التأكد (Un certainty)، فالمخاطرة هي إمكانية تقدير النتائج الممكن حدوثها اعتمادا على معلومات تاريخية تساعد المستثمر على تقدير التوزيع الاحتمالي لأي مشروع، وهذا يعني إمكانية احتساب التوزيع الاحتمالي للتدفقات النقدية لذلك المشروع، خلافا لحالة عدم التأكد التي تتعلق بعدم إمكانية توقع النتائج المستقبلية فهي مرتبطة بمواقف لا يتوفر عنها معلومات كافية، ومن ثم لا يمكن تقدير أو احتساب التوزيع الاحتمالي لها.

وهكذا يبدو أن الفرق الجوهرى بين المخاطرة وحالة عدم التأكد، يكمن في الطريقة التي يتم بمقتضاها تقدير التوزيع الاحتمالي للتدفقات النقدية.

من خلال ما سبق يمكن تعريف المخاطرة بأنها احتمال فشل المستثمر في تحقيق العائد المرجح أو المتوقع على الاستثمار، وتقاس بناء على ذلك بمقدار الانحراف المعياري للعائد الفعلي عن العائد المتوقع.

ثانيا- أنواع المخاطرة: تنقسم مخاطر الاستثمار بشكل عام إلى نوعين مخاطر منتظمة ومخاطر غير منتظمة

1. **المخاطر المنتظمة:** وتعرف بالمخاطر العامة أو المخاطر العادية الناتجة عن عوامل تؤثر في السوق بشكل عام ودون استثناء، ولا يقتصر تأثيرها على أداة مالية معينة أو قطاع معين أو سهم معين، وتزيد من عدم اليقين مستقبلا في جزء كبير من النظام المالي،³ ويندرج تحت هذه النوع من المخاطر الخسائر المتولدة عن الظروف الاقتصادية العامة والتي تصيب كل المتعاملين بالسوق في ذات الوقت، وبالتالي لا يمكن التغلب أو القضاء على هذه المخاطر بتشكيل

¹ جليل كاظم مدلول العارضي، الإدارة المالية المتقدمة "مفاهيم نظرية وتطبيقات علمية"، مرجع سبق ذكره، ص 165.

² غازي فلاح المؤمني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، مرجع سبق ذكره، ص 70.

³ بلعوز بن علي، نغاس مريم نجاة، فعالية التنوع الاستثماري في إدارة مخاطر محفظة الأوراق المالية "دراسة قياسية لحالة بورصة الجزائر(2011-

2016)، مجلة رؤى اقتصادية، العدد 10، جامعة حمه لخضر، الوادي، الجزائر، 2016، ص 11.

محفظة لا ارتباط بين مخاطر مكوناتها (عن طريق التنوع)، وإنما من الممكن تحديد مصادر المخاطر المنتظمة في النقاط التالية¹:

أ- مخاطر القوة الشرائية (التضخم): تتأثر الأصول المالية بشكل عام لمخاطر التضخم المتمثل في الارتفاع العام للأسعار وانخفاض القوة الشرائية للنقود (أي تنخفض قيمتها الحقيقية) ، والتي ينتج عنها تغير في العوائد المتوقع الحصول عليها، وتعد الأوراق المالية ذات الدخل الثابت كالسندات أكثر تعرضاً لمخاطر انخفاض القوة الشرائية للنقود من غيرها من الاستثمارات، نظراً لأنها تسترد بقيمة محددة عند تاريخ الاستحقاق. ويشكل الاستثمار في الأسهم العادية في معظم الأحيان حماية المستثمر من مخاطر القوة الشرائية لوحدة النقد، ذلك على أساس أن أسعار الأسهم في السوق المالي تستجيب غالباً للظروف التضخمية فترتفع هي الأخرى مما يحافظ على القيمة الحقيقية للاستثمار فيها، وبذلك تحمي المستثمر من المخاطر التي يتعرض لها حملة السندات.

ب- مخاطر أسعار الفائدة: هي المخاطر الناجمة عن التقلبات في عوائد الأوراق المالية نتيجة للتغيرات الحاصلة في مستويات معدلات الفائدة خلال المدة الاستثمارية، ومن المعروف أن أسعار الأوراق المالية خصوصاً السندات منها تتأثر بتقلبات أسعار الفائدة السوقية بطريقة عكسية، وسبب ذلك أن قيمة السند هي عبارة القيمة الحالية المتوقعة لدخل السند خلال مدة الاستثمار، وبما أن سعر الفائدة السوقية هو عبارة عن معدل الخصم المستخدم في حساب القيمة الحالية للدخل، لذلك تنخفض هذه القيمة نتيجة ارتفاع سعر الفائدة، أي تنخفض قيمة السند في السوق. وبما أن العلاقة بين سعر الفائدة وأسعار الأوراق المالية هي عكسية، أي عند ارتفاع معدل الفائدة سيتوجه جزء من المبلغ المستثمر في الأوراق المالية إلى حساب التوفير (الودائع) بسبب ارتفاع معدل العائد عليه وبدون مخاطرة، وبالتالي انخفاض سعر الأوراق المالية لأن البديل الاستثماري أصبح أكثر جاذبية.

ج- مخاطر السوق: تتمثل مخاطر السوق بتلك المخاطر التي تصاحب وقوع أحداث غير متوقعة، حيث يتأثر السوق بعوامل مختلفة كالمضاربة في الأوراق المالية والتغيرات السياسية والحروب والإشاعات المرتبطة بالبيئة الاقتصادية، فضلاً عن الدورات الاقتصادية (رواج، كساد) وكذا القرارات المتعلقة بالسياسات العامة للدولة هذه العوامل عادة ما تؤثر على سلوك المستثمر مما ينعكس على أداء السوق المالية بشكل عام.

¹ شقيري نوري موسى وآخرون، إدارة الاستثمارات، مرجع سبق ذكره، ص 51.

2. المخاطر غير منتظمة: المخاطر الغير نظامية هي مخاطر يمكن تجنبها بالتنوع، وتنشأ عن طريق وقوع سلسلة من الأحداث الطارئة، والتي تحدث وفقا لتوزيعات احتمالية مختلفة، وهذه المخاطر تكون خاصة بالوحدة الاقتصادية¹. أو هي المخاطر الخاصة التي تواجه منشأة معينة والناجمة عن عوامل تتعلق بخصوصية المنشأة وظروفها، كما يطلق على هذه المخاطر بالمخاطر اللاسوقية أو المنفردة والقابلة للتنوع، ويمكن تقليل أو تجنب تلك المخاطر من خلال استعمال إستراتيجية التنوع²، أي عن طريق تشكيل محفظة لا ارتباط بين مخاطر مكوناتها. ويمكن حصر مصادر المخاطر المنتظمة في ما يلي³:

أ- **المخاطر الإدارية:** ويقصد بها المخاطر الناجمة عن القرارات الإدارية الخاطئة التي يتركبها أحد أفراد الجهاز الإداري، أو قرارات خاطئة في مجال الإنتاج مثلا، حيث تؤثر هذه القرارات على نشاط المؤسسة وريحيتها وبدوره ينعكس على قيمة أسهم هذه الشركة في سوق الأوراق المالية.

ب- **مخاطر الصناعة:** وهي مخاطر ناتجة عن عوامل تؤثر في قطاع صناعي معين، قد تنتج جراء عوامل عديدة مثل عدم توفر المواد الأولية اللازمة للصناعة أو إضراب العمال أو ظهور منافسين جدد (منافسة أجنبية على الصناعة المحلية)، هذه المخاطر تنعكس سلبا على التدفقات النقدية للاستثمار.

ج- **مخاطر الرفع التشغيلي:** ويقصد بها تلك المخاطر التي ترتبط أساسا بالقرارات الاستثمارية وهيكل تكاليف المنشأة، ويتوقف حجم هذه المخاطر على درجة الرفع التشغيلي أي الوزن النسبي للتكاليف التشغيلية في هيكل التكاليف الكلية، وكلما زاد هذه التكاليف تؤثر على ربحية الشركة.

د- **مخاطر الرفع المالي:** وهي المخاطر التي ترتبط بقرارات التمويل أو بما يعرف بهيكل المالي للمنشأة، فكلما زاد الاعتماد على مصادر التمويل ذات الأعباء الثابتة أدى ذلك تغير في ربحية السهم، وهذا ما يعرف بالرفع المالي⁴.

¹Laurent Condamin et autres, **Risk Quantification Management Diagnosis and Hedging**, John Wiley & Sons Ltd , England, P4.

²جليل كاظم مدلول العارضي، الإدارة المالية المتقدمة "مفاهيم نظرية وتطبيقات علمية"، مرجع سبق ذكره، ص167.

³ مؤيد عبد الرحمان الدوري، إدارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية، أثير للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2010، ص206.

⁴محمد عبد الحميد، استخدام تقنيات الهندسة المالية في إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، أطروحة دكتوراه في العلوم المالية والمصرفية، جامعة حلب، سوريا، 2014، ص14.

ثالثاً- طرق قياس المخاطر: تعتبر المخاطر من المواضيع التي يصعب قياسها، نظراً لارتباطها بحالات عدم التأكد والتوقعات المستقبلية، غير أنه يمكن قياسها بطرق متعددة منها التباين، الانحراف المعياري، معامل الاختلاف، معامل بيتا.

1. الانحراف المعياري: يقيس الانحراف المعياري مدى انحراف القيم عن وسطها الحسابي أي تقلب العائد على الاستثمار عن الوسط الحسابي لذلك العائد، وتوضع الصيغة التالية كيفية قياس المخاطرة باستخدام هذا المقياس:

$$\delta = \sqrt{V} = \sqrt{\sum_{i=1}^n P_i (R_i - E(R))^2}$$

حيث:

δ : الانحراف المعياري؛
 R_i : العائد عند الاحتمال i ؛
 P_i : احتمال تحقق العائد؛
 $E(R)$: القيمة المتوقعة للعائد المحتمل.

2. معامل الاختلاف: يكون الانحراف المعياري مقياساً مناسباً للمخاطرة عند المقارنة بين أصليين ماليين تكون القيمة المتوقعة للعائد بينها متساوية، غير أنه في حالة ما إذا كانت القيم المتوقعة للعائد مختلفة نستخدم معامل الاختلاف (CV) كمقياس للمخاطرة، ويحسب بقسمة الانحراف المعياري على العائد المتوقع وفق الصيغة الآتية:

$$CV = \frac{\delta}{E(R)}$$

3. معامل بيتا: تقاس المخاطر المنتظمة بمعامل بيتا β_i الذي يقيس حساسية عوائد الورقة المالية للتغيرات في عوائد السوق، إذ يبين العلاقة بين التغيرات في عوائد (السهم) استجابة للتغيرات في عوائد السوق، ويحسب وفق الصيغة التالية¹:

$$\beta_i = \frac{\text{cov } R_i R_M}{\delta_M^2} = \frac{r(R_i \cdot R_M)(\delta_i)(\delta_m)}{\delta_M^2} \\ = \frac{r(R_i \cdot R_M)(\delta_i)}{\delta_m}$$

حيث:

R_i : يمثل عائد الصندوق؛
 R_M : يمثل عائد السوق؛
 δ_M : الانحراف المعياري لعائد السوق.
 δ_i : الانحراف المعياري لعائد الورقة المالية i ؛

¹Abd-karim Rahimie, Analysing The Characteristics And Performance Of Islamic Funds: Critical Review Of The Malaysian Case, Doctoral thesis, Durham University, Malaysia, 2010, P140.

$r(R_i, R_M)$: معامل الارتباط بين العائدتين R_i و R_M .

- إذا كان $\beta_i < 1$ فهذا يعني أن الورقة المالية مرتفعة المخاطر وهي أكثر حساسية للتغيرات التي تحدث في سوق الأوراق المالية (أي عائد الورقة المالية يكون أكثر تقلبا من عائد محفظة السوق)؛
- إذا كان $\beta_i > 1$ فهذا يعني أن الورقة المالية أقل حساسية وأقل مخاطرة (أي أن عائد الورقة المالية أقل تقلبا مقارنة بعائد السوق)؛
- إذا كان $\beta_i = 1$ عائد الورقة المالية سوف يتقلب وفقا لتقلبات عائد السوق.

المطلب الثالث: طرق تقييم محافظ صناديق الاستثمار

إن القرارات الاستثمارية تتخذ بناء على أهداف محددة لذا بعد اتخاذ القرارات لا بد من تقييم نتيجة القرار للتأكد بأنه صحيح وقد حقق الأهداف المرسومة، وبما أن القائمين على إدارة صندوق الاستثمار يتخذون بشكل يومي قرارات استثمارية تخص أموال الصندوق، يستلزم قياس أداء صناديق الاستثمار من حيث المفاضلة بين العائد والمخاطرة وذلك من خلال قياس أداء مدير المحفظة الاستثمارية وتصنيف أدائه من جهة، وتقييم أداء محافظ أصول صناديق الاستثمار من جهة أخرى اعتمادا على الأسلوب البسيط أو الأسلوب المزدوج.

الفرع الأول: أسس قياس وتصنيف أداء مدير المحفظة الاستثمارية

يقوم مدير محفظة الاستثمار باتخاذ قرارات استثمارية يومية وشهرية ويتعامل مع عدد كبير من المستثمرين لذلك لا بد من دراسة أساليب قياس أداء المدير.

أولاً- أسس قياس أداء مدير المحفظة الاستثمارية:

لتقييم أداء مدير المحفظة الاستثمارية لا بد من الأخذ بعين الاعتبار المبادئ التالية¹:

1. أن قياس قيمة صافي أصول المحفظة يجب أن يتم على أساس القيمة السوقية أو العادلة للأصول وليس على أساس تكلفتها التاريخية؛
2. أن تتم مقارنة الأداء الفعلي المتوقع من هذه الاستثمارات، وذلك وفق آلية السوق المالية بعد أخذ حساسية أصول المحفظة ممثلة بعامل (بيتا) للمحفظة بعين الاعتبار؛
3. يجب أن تتم عملية التقييم في إطار مراعاة عنصرَي العائد والمخاطرة؛

¹ جمال الدين برقوق وآخرون، إدارة الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص 170.

4. كلما طالت الفترة الزمنية التي تنقضي بين عملية التقييم والتي تليها كلما زادت النتائج دقة وموضوعية؛
5. من المفيد أن تتم مقارنة أداء المحفظة الاستثمارية بأداء السوق المالي ككل مقاسا بأحد الأرقام القياسية أو المؤشرات المالية عليها مثل (مؤشر Dow Jones، مؤشر Standard & poor).

ثانيا- تصنيف أداء المدير: إن القرار الاستثماري دائما له علاقة مباشرة مع صاحب القرار وقدرته على تحمل المخاطر في حالة ارتفاع العائد المتوقع، ويمكن تصنيف أداء مدير المحفظة على النحو التالي:

1. أداء جيد: ويتحقق عندما يكون عائد المحفظة أعلى من خط السوق؛
2. أداء مقبول: ويتحقق عندما يكون عائد المحفظة على خط السوق؛
3. أداء غير مقبول: ويتحقق عندما يكون عائد المحفظة تحت خط السوق.

أما الأداة المستخدمة في هذا التصنيف فهي ما يعرف بمعادلة خط السوق والذي يمثل العلاقة بين متوسط العائد على الاستثمار في السوق ومتوسط المخاطر المرجحة، ويمكن صياغة المعادلة كما يلي:

$$R_p^* = R_f + \alpha \delta_p^*$$

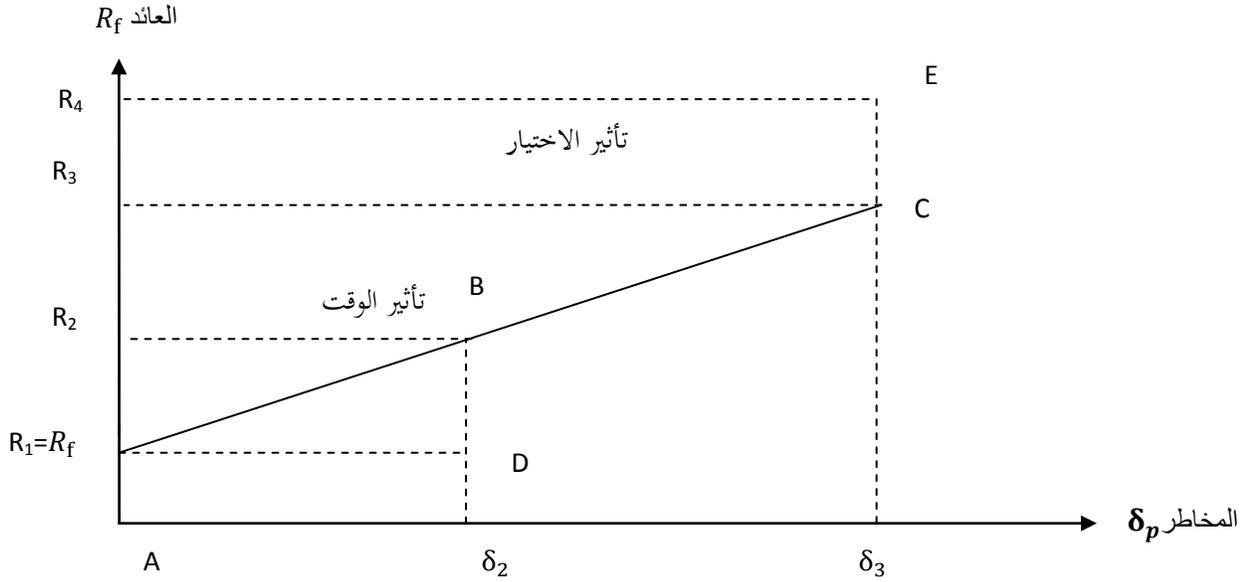
حيث:

- R_p^* : معدل العائد المرجح للمحفظة؛
- R_f : معدل العائد الخالي من المخاطرة؛
- α : معامل المقايضة بين المخاطرة والعائد؛
- δ_p^* : المخاطر المرجحة للمحفظة.

ويتم تصنيف أداء المدير أداء المدير بموجب ما تقدم على النحو التالي:

1. إذا كان R_p^* مساويا تماما للعائد المحدد وفق معادلة خط السوق يكون أداء مقبول؛
 2. إذا تجاوز R_p^* للعائد المحدد وفق معادلة خط السوق يكون أداء جيدا؛
 3. إذا كان R_p^* أقل من العائد المحدد وفق معادلة خط السوق يكون أداء ضعيفا وغير مقبول.
- ويمكن توضيح كيفية الاستفادة من معادلة خط السوق في تصنيف أداء مدير المحفظة من خلال الشكل التالي:

الشكل (01-06) تصنيف أداء مدير محفظة الاستثمار



المصدر: محمد مطر، الأسس النظرية والعملية لبناء وإدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، الأردن، 2016، ص 230.

خط ABC يمثل خط أداء السوق، والذي يبدأ من النقطة A التي تمثل العائد الخالي من المخاطرة، كما يوضح ما يلي:

1. أداء مديري المحفظة A مقبول لأنه استطاع تحقيق R_f والذي يمثل العائد الخالي من المخاطرة؛
2. كما أن مدير المحفظة B هو الآخر مقبول لأنه حقق العائد R_2 بمخاطر مقبولة عند المستوى (δ_2) ؛ كما أن أما أداء مدير المحفظة C هو الآخر مقبول طالما أنه تمكن من تحقيق العائد R_3 ومخاطر مقبولة عند المستوى (δ_3) ؛
3. أما أداء مدير المحفظة D فهو غير مقبول ذلك لأنه لم يحقق سوى العائد R_1 وبذلك بمستوى مخاطرة δ_2 ، علما بان من المفروض أن يحقق نفس معدل العائد هذا وبدون أي مخاطر؛
4. وبالمقابل فإن أداء مدير المحفظة E كان جيدا لأنه تفوق على أداء السوق محققا عائد R_4 بمستوى مخاطر δ_3 فقط.
5. بمقارنة أداء مديري المحفظتين B و E يمكن إرجاع الفرق في الأداء الذي حققه المدير E عن المدير B ، وهذا يدل على أن مدير المحفظة E قد كانت قراراته أكثر صحة ودقة، وتأثير هذه القرارات على تحقيق عوائد مالية والتي تسمى بتأثير إدارة المحفظة، والتي تعتمد على عاملين هما¹:
6. تأثير التوقيت: ويقصد به أن مدير المحفظة E استغل التوقيت بطريقة كفؤة في بيع وشراء الأوراق المالية وذلك عن طريق تغيير حساسية المحفظة (معامل بيتا) من خلال تعديل أسعار محفظته باختيار أسهم ذات معامل (بيتا)

¹ محمد مطر، الأسس النظرية والعملية لبناء وإدارة المحافظ الاستثمارية، مرجع سبق ذكره، ص 231.

منخفض وذلك قبل هبوط الأسعار أي حالة الكساد، أو اختيار أسهم ذات معامل (بيتا) مرتفع قبل ارتفاعها أي في حالة الراج؛

7. تأثير الاختيار: ويقصد به قدرة مدير المحفظة E على اختيار أدوات الاستثمار التي تفوق قيمتها سعرها السوقي، أو بمعنى آخر هو اختبار السهم الذي يحقق عائد أعلى من معدل السوق بشكل عام.

الفرع الثاني: نماذج تقييم أداء محافظ صناديق الاستثمار

يمكن التمييز بين أسلوبين لتقييم أداء مدير محافظ صناديق الاستثمار هما الأسلوب البسيط الذي يعتمد على تحديد العائد على الأموال المستثمرة أساساً لتحديد كفاءة أداء الصندوق الذي يعتمد على الأرباح الرأسمالية والأرباح الموزعة منسوبة إلى كلفة الاستثمار، والأسلوب العلمي المدروس الذي يعتمد على العائد والمخاطرة والمعروف بالأسلوب المزدوج أو الثنائي.

أولاً- الأسلوب البسيط: يتناسب هذا الأسلوب مع صناديق الاستثمار المفتوحة، حيث يتم تقييم أداء هذه الصناديق بصفة دورية مثلاً كل شهر ويمكن أن يحسب يومياً، حيث أن هذه الصناديق تحدد قيمة كل أصل يومياً وكذلك الإيرادات والأرباح الموزعة، ومن خلال هذه البيانات المالية المنشورة من طرف الصندوق يمكن تحديد مقياس لأداء مدير محفظة الصندوق عن طريق تحديد معدل العائد على المبلغ المستثمر في الصندوق أو لكل ورقة مالية لوحدها¹، ويتم ذلك من خلال المعادلة التالية²:

$$R = \frac{(P_1 - P_0) + R_i + R_r}{P_0}$$

حيث:

R: معدل العائد على الاستثمار؛

P_1 : قيمة الأصل في نهاية المدة؛

P_0 : قيمة الأصل في بداية المدة؛

R_i : الأرباح الرأسمالية الموزعة؛

R_r : الأرباح الإيرادية الموزعة.

هذا المعيار هو عبارة عن الأرباح الرأسمالية، وهي الفرق بين سعر آخر مدة وسعر أول مدة أو الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء مضافاً إليه الأرباح كأرباح الموزعة من الإيرادات أو الأرباح الموزعة من المكاسب الرأسمالية السابقة.

¹غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، مرجع سبق ذكره، ص208.

²Hesham Merdad et autres, **Islamic Versus Conventional Mutual Funds Performance in Saudi Arabia: A Case Study**, Islamic Economic Journal of King Abdulaziz University, vol23, n2, 2010, P177.

مثال توضيحي: أصل قيمته في بداية المدة 7 دج وفي نهاية المدة 7.5 دج وكان نصيب الأصل من الأرباح الموزعة 0.22 ونصيبه من الأرباح الرأسمالية 0.25، فما هو معدل العائد على الاستثمار لهذا الأصل؟

$$R = \frac{(7.5-7)+0.25+0.22}{7} = 0.97\%$$

لاتخاذ قرار الاستثمار في مثل هذه الصناديق من الملائم أن يقوم المستثمر بمقارنة العائد على الاستثمار الذي حققه الصندوق الذي يستثمر أمواله فيه مع معدل العائد لصناديق مماثلة في السوق أو معدل السوق¹. ويتضح وفقا لهذا الأسلوب أنه يتم تقييم أداء الصندوق بالتركيز على العائد دون الأخذ بعين الاعتبار البيانات الخاصة بدرجة المخاطرة المنتظمة والمخاطر غير منتظمة لهذه الاستثمارات.

ثانيا- **الأسلوب المزدوج (الثنائي)**: يعاب على الأسلوب البسيط في تقييم صناديق الاستثمار اقتصره على دراسة معدل العائد ولم يأخذ بعين الاعتبار كل من المخاطر المنتظمة والغير منتظمة، وهذا لا يكفي حيث يمكن أن يكون معدل العائد مرتفعا ولكن على درجة عالية من المخاطر حيث يمكن أن نجد معدل بنفس المقدار ولكن بمخاطر أقل، ولتجنب ذلك اقترحت أساليب بديلة لقياس مستوى أداء صناديق الاستثمار تجمع بين بعدي القرار الاستثماري العائد والمخاطر كمدخل لتقييم أداء الصندوق، ومن أهم هذه النماذج ما يلي:

1. نموذج شارب 1966 Model sharpe (أسلوب المخاطر الكلية): قدم وليم شارب مؤشر لقياس أداء محفظة الأوراق المالية والذي ينطبق على صناديق الاستثمار، وهو مقياس مركب يقوم على أساس العائد والمخاطرة عند تقييم أداء المحفظة²، ويطلق على معيار شارب بأنه يمثل نسبة المكافأة إلى التقلب في العائد، ويقصد بالمكافأة الفرق بين عائد المحفظة والعائد الخالي من المخاطرة، منسوبة هذه العلاوة إلى التقلب لعوائد أصول المحفظة الاستثمارية وهو عبارة عن الانحراف المعياري لعوائد أصول المحفظة الاستثمارية لذلك. ويعبر عن مؤشر شارب لقياس أداء صناديق الاستثمار بوساطة النموذج الرياضي التالي³:

$$SR = \frac{R_p - R_f}{\sigma_p}$$

¹ دريد كامل آل شبيب: الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2012، ص 321.

² Anderson Seth c, Ahmed Parvez, Mutual Funds- Fifty Years Of Research Findings, Springer, United States of America, 2005, P18.

³ Fadillah Mansor, Ishaq Bhatti, The Islamic mutual fund performance: New evidence on market timing and stock selectivity, International Conference on Economic and Finance Research, Singapore, 2011, P440.

حيث :

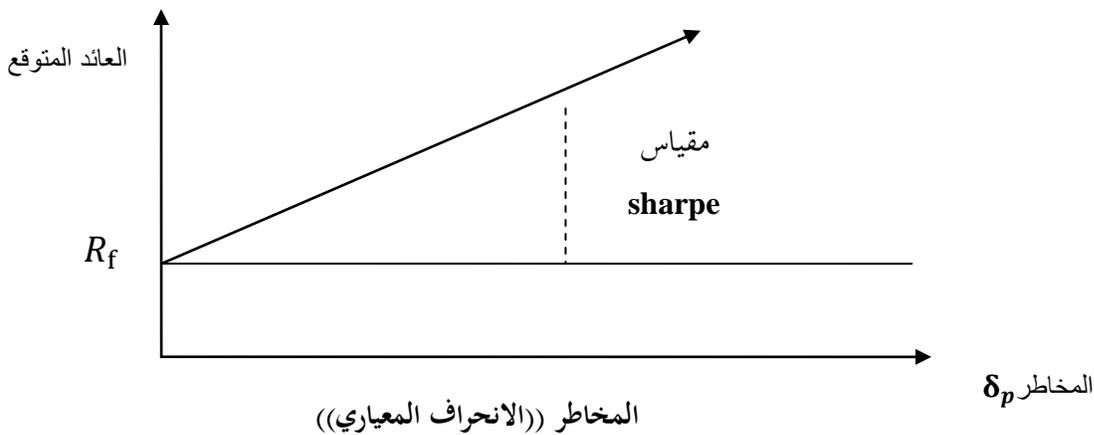
SR: مؤشر شارب؛

R_p : معدل العائد على الاستثمار للصندوق؛

R_f : معدل العائد الخالي من المخاطرة؛ σ_p : الانحراف المعياري لمعدل العائد على الاستثمار، ويعبر عن المخاطر الكلية.

ويتضح من خلال الصيغة السابقة أن نسبة شارب تقيس مستوى كفاءة أداء المحفظة بمدى قدرتها في تحقيق عائد إضافي عن معدل العائد الخالي من المخاطر والذي عادة ما يمثل بأنه سعر الفائدة على أذون الخزانة، فضلا عن ذلك فإن وجود الانحراف المعياري في مقام النسبة إلى أخذ المخاطر الكلية للمحفظة بنظر الاعتبار، وكلما كانت النسبة عالية فذلك يعني أن أداء المحفظة جيد، ويمكن وصف النسبة بأنها العائد الإضافي الذي تحققه المحفظة نظير كل وحدة من وحدات المخاطر الكلية التي ينطوي عليها الاستثمار في محفظة الصندوق¹.

الشكل رقم (01-07) نموذج شارب لقياس أداء المحفظة الاستثمارية



المصدر: غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، مرجع سبق ذكره، ص211.

ثانياً- نموذج ترينور 1965 Model Trynor: من الملاحظ أن مقياس شارب ركز على الانحراف المعياري لعوائد المحفظة لقياس المخاطر الكلية، بينما ركز مقياس ترينور على مخاطر السوق ومعامل بيتا معتمدا على منحنى خط السوق ولكن مبينا على العلاقة ما بين العائد المتوقع للمحفظة ومعامل بيتا، ويعتبر مقياس ترينور أكثر دقة من شارب لاعتماده في الدرجة الأولى على خصائص كل ورقة ومعامل بيتا لكل ورقة مع إيجاد معامل بيتا المرجح للمحفظة.

¹ إلياس خضير حمدوني، تقييم أداء المحافظ الاستثمارية بالتطبيق في سوق عمان المالي، مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة الانبار، العراق، المجلد 4، العدد7، 2011، ص319.

واعتمد مقياس ترينور على إمكانية السيطرة على المخاطر غير المنتظمة (الخاصة) بوساطة التنوع الجيد والإدارة الكفؤة التي من خلالها تستطيع أن تتغلب على المخاطر غير منتظمة والتي اعتبرها ترينور غير موجودة خصوصاً إذا أردنا تقييم إدارة صندوق الاستثمار بشرط أن تكون الإدارة محترفة ومتخصصة في الاستثمار في الأوراق المالية وقادرة على التحليل أكثر من المستثمر العادي، لذلك فإن المقياس يجب أن يستند إلى المخاطر المنتظمة والتي ممثلة في معامل بيتا، أو بعبارة أخرى ينبغي أن يتمثل مقياس مخاطر صناديق الاستثمار في معامل بيتا وليس الانحراف المعياري¹.

ويعبر عن مؤشر ترينور لقياس أداء صناديق الاستثمار بوساطة النموذج الرياضي التالي²:

$$TR = \frac{R_p - R_f}{\beta_i}$$

حيث:

TR: مؤشر ترينور؛ R_p : معدل العائد على الاستثمار؛

R_f : معدل العائد الخالي من المخاطرة؛ β_i : معامل بيتا لتشكيلة الأوراق المالية التي يتكون منها الصندوق.

ثالثاً- نموذج جنسن **1968 Model Jensen**: قدم جنسن مقياس لقياس كفاءة صناديق الاستثمار عرف بمعامل "ألفا"، ويقوم هذا المقياس على أسس إيجاد الفرق بين مقدارين للعائد الأول يمثل الفرق بين متوسط عائد المحفظة ومتوسط معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر، ويطلق على هذا المقدار العائد الإضافي، أما المقدار الثاني فيتمثل في حاصل ضرب معامل بيتا "ب" في الفرق بين متوسط عائد السوق ومتوسط معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر ويسمى علاوة مخاطر السوق³. ويعبر عن مؤشر جنسن لقياس أداء صناديق الاستثمار بوساطة النموذج الرياضي التالي⁴:

$$\alpha = (R_p - R_f) - \beta_p (R_M - R_f)$$

حيث:

R_p : العائد المتوقع للمحفظة؛ R_M : العائد المتوقع للسوق؛

β_p : المخاطر المنتظمة للسوق؛ R_f : معدل العائد الخالي من المخاطرة؛

$(R_p - R_f)$: العائد الإضافي.

¹ غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، مرجع سبق ذكره، ص214.

² Christine Brentani, **Portfolio management in Practic**, Elsevier Ltd, London, 2004, P43.

³ دريد كامل آل شبيب: الأسواق المالية والنقدية، مرجع سبق ذكره، ص323.

⁴ Abd-karim Rahimie, Analysing The Characteristics And Performance Of Islamic Funds, op-cit, p150.

وتشير المعادلة السابقة إلا أن معامل α إما أن يكون موجبا وهذا يعني الأداء جيد للصندوق، أو أن يكون سالبا ويعني ذلك أن الأداء منخفض للصندوق، أما إذا كان معامل α صفر فيعني ذلك عائد التوازن حيث لا يختلف في الواقع عائد المحفظة عن عائد السوق.

ثالثا- جوانب أخرى في قياس الأداء: بالإضافة إلى الأسلوب البسيط والأسلوب المزدوج لقياس أداء صناديق الاستثمار هناك جوانب في الصندوق يجب فحصها ودراستها، للوقوف على كفاءة إدارة صندوق الاستثمار وقياس أدائها، ويمكن حصر هذه الجوانب في ما يلي¹:

1. المحافظة على مستوى المخاطر: من بين المعايير الأخرى لأداء صناديق الاستثمار هو مدى قدرة الإدارة على المحافظة على مستوى المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في الصندوق، وذلك مقارنة مع مستوى المخاطر المحدد في هدف إنشاء الصندوق؛
2. قياس مستوى التنوع: من بين الأسباب المشجعة للاستثمار في صناديق الاستثمار هو مدى قدرتها على التنوع في تشكيلات الأوراق المالية التي تتضمنها محافظ صناديق الاستثمار، فأسهم الشركات عادة ما تمثل الجانب الأكبر من استثمارات الأفراد (مستثمرين)، الأمر الذي يجعل من الأهمية الاطمئنان على أن تشكيلة الأوراق المالية التي يتضمنها الصندوق هي على مستوى عال من التنوع؛
3. قياس متوسط معدل العائد: يتم ذلك بمقارنة متوسط العائد المتولد على الاستثمار الذي يتولد عن الصندوق مع متوسط العائد لأحد مؤشرات السوق؛
4. قياس التكاليف: هناك نوعان من التكاليف يصاحبان صناديق الاستثمار، النوع الأول هي التكاليف المباشرة التي يمكن قياسها ويقصد بها أتعاب الإدارة والمصاريف الإدارية، وهذه التكاليف عادة م تكون منشورة، أما النوع الثاني من التكاليف فهي تكاليف المعاملات وهي تكاليف غير مباشرة وتنقسم بدورها إلى تكاليف يمكن قياسها، ويقصد بها عمولة السمسرة والتي عادة ما تتوافر عنها بيانات منشورة، أما التكاليف التي يصعب قياسها فهي هامش ربح بيع وشراء السهم إضافة إلى التأثير للذي تحدثه الصفقات الكبيرة بيعا أو شراء على القيمة السوقية للسهم.

¹ منير إبراهيم هندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، مرجع سبق ذكره، ص ص 77-80.

تشكل صناديق الاستثمار أهمية بالغة للدولة وللأفراد والمؤسسات المالية ودورا فعالا في استثمار المدخرات بالنيابة عنهم من خلال إدارة فنية متخصصة وذات خبرة في تشكيلة من المحافظ المالية المتنوعة، فخاصية التنوع التي تتمتع بها صناديق الاستثمار وما يترتب عنها من تنوع مصادر الدخل وتخفيض مخاطر الاستثمار من شأنها أن تشجع كل من الدولة والمستثمرين قليلي الخبرة والمعرفة الكافية بأسواق المال وكذا ذوي الموارد المحدودة على استثمار مدخراتهم في هذه الصناديق حيث أثبتت الصناديق الاستثمارية كفاءة عالية في توفير الفرص الاستثمارية المناسبة لتوظيف أموال الدولة ومختلف شرائح المستثمرين من ذوي المدخرات الصغيرة والمتوسطة والكبيرة، وبشكل يحقق طموحاتهم في الحصول على عوائد مجزية ومتنوعة كما أن صناديق الاستثمار تتعدد وفقا لرغبات وأهداف المستثمرين إضافة إلى تجدد أدوات الاستثمار في سوق الأوراق المالية، وحتى يتمكن المستثمر من اختيار الصندوق الذي يحقق له أكبر عائد ممكن مع درجة أقل من المخاطر يجب أن يأخذ مجموعة من المعايير بعين الاعتبار بعضها يتعلق بالصندوق في حد ذاته وبعضها يتعلق بمخاطر السوق والاقتصاد بشكل عام، ولذلك وجدت مجموعة من الأساليب والطرق البسيطة فضلا عن طرق مزدوجة تسمح بقياس قيمة الوحدة الاستثمارية للصندوق وبالتالي المساعدة على تحليل وتقييم الصناديق والمفاضلة بينها.

الأبعاد الاقتصادية لآثار الأزمات النفطية على

الدول العربية المصدرة للنفط

الفصل الثاني: الأبعاد الاقتصادية لأثار الأزمات النفطية على الدول العربية المصدرة للنفط

تمهيد:

تتقاسم الدول العربية المصدرة للنفط مجموعة من السمات منها محدودية القاعدة الإنتاجية وهيكل صادرات متحيز للقطاع النفطي وارتفاع تكلفة الواردات والاعتماد على الإيرادات النفطية في هندسة ميزانيتها وبرجحة إنفاقها، هذا ما يبرز هشاشة اقتصاديات هذه المجموعة من الدول اتجاه الصدمات النفطية الناتجة عن التقلبات في أسعار النفط التي تتحدد بجملة من العوامل المتعددة، لعل من أبرزها التفاوت الحاصل بين العرض والطلب وما له من تأثير واضح على أسعار النفط بالإضافة إلى التغير في اتجاه السياسات الاقتصادية وتأثير الأوضاع الداخلية في كل من البلدان المصدرة والمستوردة للنفط على حد سواء فضلا عن التغيرات الحاصلة على الساحة الدولية من أزمات وحروب وغير ذلك، لتؤثر أزمات هذا القطاع على اقتصاديات البلدان العربية النفطية بنسب متفاوتة وذلك بحسب أهمية إسهام عوائد القطاع النفطي في تكوين دخلها الوطني قياسا بالقطاعات الأخرى.

وبناء على ما تقدم سوف يتم الكشف على مخاطر الاعتماد على مورد أحادي يتسم بالتقلب المفاجئ والنضوب المستقبلي على مختلف التوازنات الاقتصادية للدول العربية المصدرة للنفط وذلك من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: محطات مهمة في تاريخ الأزمات النفطية

المبحث الثاني: الأبعاد الاقتصادية لأثر الأزمات النفطية على الموازنة العامة للدول العربية المصدرة للنفط

المبحث الثالث: الأبعاد الاقتصادية لأثر الأزمات النفطية على الأوضاع الخارجية للدول العربية المصدرة للنفط

الفصل الثاني: الأبعاد الاقتصادية لأثار الأزمات النفطية على الدول العربية المصدرة للنفط

المبحث الأول: محطات مهمة في تاريخ الأزمات النفطية

يحتل النفط وعائداته المالية مكانة مرموقة ومتميزة في اقتصاديات الدول وأهمية بالغة متزايدة يوماً بعد يوم ليصبح النفط المركب الأساسي الذي تبنى عليه الحياة البشرية المعاصرة وعائداته المالية الركيزة الأساسية التي تعتمد عليها الدول المصدرة خاصة في تحديد مساراتها التنموية، ولعل ما يؤكد تلك المكانة التي يتمتع بها النفط وعائداته هي المؤشرات الاقتصادية المتعلقة بالقيمة المتولدة عن هذه العائدات وحصتها المتزايدة في بناء الدخل الوطني لهذه الدول، مما جعل حركة أسعاره المسجلة في أسواق الطاقة الدولية التي تحكمها مجموعة من العوامل عرضت للتقلبات مستمرة، محط أنظار الجميع نظراً للأثر الذي يمكن أن تتركه على مختلف الأوضاع الاقتصادية سواء تعلق الأمر بالدول المنتجة والمصدرة أو بالدول المستهلكة والمستوردة له.

المطلب الأول: الأهمية والمكانة الاقتصادية للنفط

تميز القرن العشرين بكونه عصر النفط حيث احتل النفط مكانة عالمية عالية ليس فقط كعامل من عوامل الطاقة بل مورد اقتصادي استراتيجي تعتمد عليه كل الشعوب في استعمالاتها وحياتها اليومية، ليكون بذلك سلعة ضرورية تستخدم كمصدر للطاقة لتساهم في بناء قاعدة صناعية متطورة في قطاع الصناعات اللاحقة من جهة ومصدراً مهما للعائدات المالية التي يتم إنفاقها على مختلف أوجه التنمية الاقتصادية والاجتماعية التي أحدثت تحولات اقتصادية واجتماعية هائلة من جهة ثانية.

أولاً- مفهوم النفط: تعود كلمة "البتترول" إلى الأصل اللاتيني "Petr - Oleum" والكلمة متكونة من لفظين "Petr" وتعني زيت و "Oleum" بمعنى الصخر، مشكلة بذلك "زيت الصخر"¹. أما كلمة نفط فهي مأخوذة من اللغة الفارسية "نافت" أو "نافتا" وهي تعني قابلية السريان²، وكلاهما عبارة عن سائل كثيف قابل للاشتعال يوجد في الطبقة العليا من القشرة الأرضية وعلى أعماق مختلفة، وله رائحة خاصة تميزه وتباين ألوانه بين الأسود، الأخضر، البني، الأصفر، كما تختلف لزوجته تبعاً لكثافته النوعية³، والتركيب الكيميائي للبتترول هو عبارة عن خليط من الهيدروكربونات التي تنتج من مركبين أساسيين هما الهيدروجين والكربون، بالإضافة إلى مجموعة من الشوائب العالقة التي تتمثل في كميات قليلة من

¹ محمد أحمد الدوري، محاضرات في الاقتصاد النفطي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1983، ص 8.

² حتاوي محمد، النفط وتأثيره في العلاقات الدولية، دار النفائس، بيروت، لبنان، 2010، ص 07.

³ محمد أزهري السماك، اقتصاديات النفط، مؤسسة دار الكتب للطباعة والنشر، 1981، ص 11.

الفصل الثاني: الأبعاد الاقتصادية لأثار الأزمات النفطية على الدول العربية المصدرة للنفط

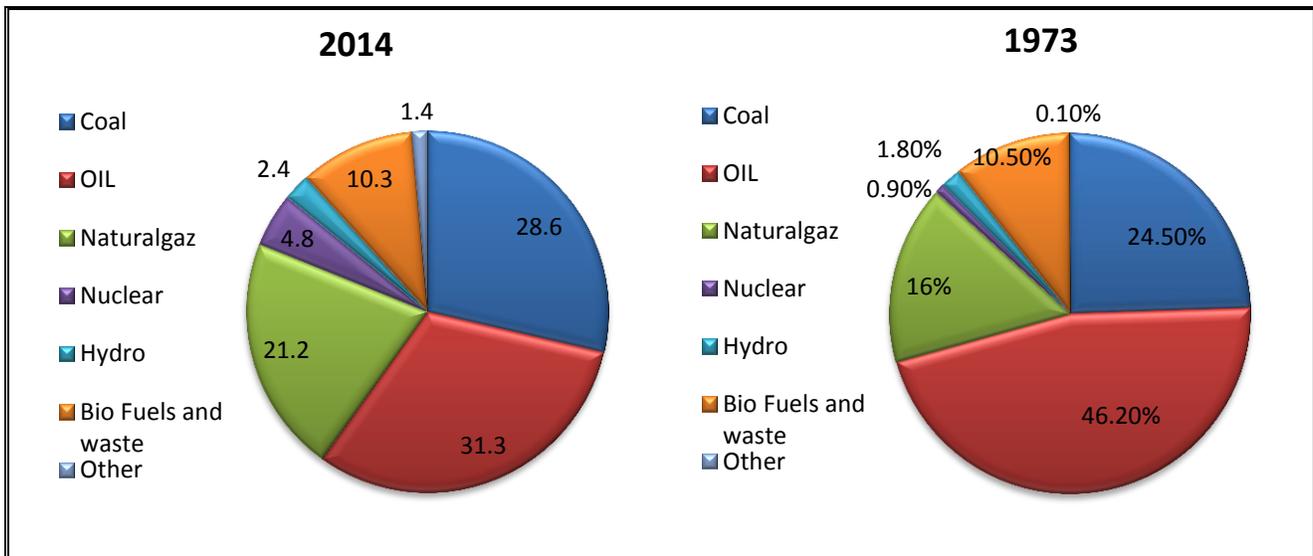
النيروجين والأوكسجين والكبريت، والحالة السائلة للبتروول تسمى "الزيت الخام" والحالة الغازية له تسمى "الغاز الطبيعي"، أما الصورة الصلبة أو شبه صلبة للبتروول فتعرف بالأسفلت أو القارة¹.

ثانياً-مكانة النفط في مصادر الطاقة: تتعدد مصادر الطاقة التي يحتاج إليها الاقتصاد العالمي في سبيل تحقيق تقدمه ونموه وتنقسم هذه المصادر إلى استهلاك النفط، واستغلال الفحم الحجري، استعمال الغاز الطبيعي واستغلال الطاقة النووية والكهربائية فضلاً عن الاستفادة من مصادر الطاقة المتجددة وفي مقدمتها الطاقة الشمسية وطاقة الرياح وغيرها، غير أن الثروة النفطية كانت ولا زالت تشكل أهم المصادر الطاقوية التي يعتمد عليها الاقتصاد المعاصر، نتيجة لاكتسابه ميزة تنافسية تمكنه من تبوء صدارة السوق العالمية للطاقة.

كما أن البتروول أهمية كبيرة مقارنة بمصادر الطاقة البديلة بسبب ملائمتها كطاقة سائلة مركزة سهلة النقل والتخزين وبتكاليف منخفضة، بالإضافة إلى استخداماته الثابتة في توليد الطاقة الكهربائية في المنازل والشركات التجارية (التدفئة المركزية) وفي الصناعة (في المراحل البخارية والأفران ومختلف استعمالات الغير الطاقوية، كصناعة البلاستيك) فضلاً عن استعماله في النقل أيضاً وغيره من المنشآت الاقتصادية المختلفة.

ويكشف الشكل التالي تمثيل مصادر الطاقة المختلفة في الهيكل العام لميزان الطاقة الكلية وتطور الطلب على كل مصدر من هذه المصادر على حدة والأهمية النسبية لكل مصدر:

الشكل رقم (02-01) مكانة النفط ضمن الاستهلاك العالمي للطاقة (1973-2014)



Source: International Energy Agency, Key World energy statistics, 2016, p6.

¹ إبراهيم طه عبد الوهاب، محاسبة البتروول، المكتبة العصرية، مصر، 2005، ص 21.

الفصل الثاني: الأبعاد الاقتصادية لأثار الأزمات النفطية على الدول العربية المصدرة للنفط

من خلال تحليل هيكل الاستهلاك العالمي للطاقة يتبين بأن النفط يستحوذ على الحصة الأكبر مقارنة بالمصادر الطاقوية الأخرى المنافسة له، وبالرغم من تراجع نسبة هذا الأخير من 46% سنة 1973 إلى 31% سنة 2014، إلا أنه يبقى يحتل مركز الصدارة وهذا يعود إلى المزايا والصفات التي ينفرد بها عن بقية مصادر الطاقة الأخرى، على الرغم من تنوع مصادر الطاقة المتوفرة عالميا في الوقت الحالي وبدء دخول بعض المصادر المتجددة إلى حيز الاستخدام التطبيقي، إلا أن الدلائل تشير إلى أن البترول سيبقى الخيار الرئيسي لتوفير الطاقة في العالم لعقود قادمة، وذلك بالنظر إلى مساهمته الكبيرة في مجموع إمدادات الطاقة على النطاق العالمي.

ثالثا- الأهمية الاقتصادية للموارد المالية النفطية: إضافة إلى أهمية النفط كمصدر للطاقة فإنه يمثل مورد مالي مهم بالنسبة للدول المصدرة والمستوردة له على حد سواء، حيث تشكل العائدات النفطية العمود الفقري خاصة تلك الدول التي يمثل النفط عماد شؤونها الاقتصادية والمحرك الأساسي لعملية التنمية، ولقد ساهم النفط وعائداته في حدوث تحولات اقتصادية واجتماعية غير مسبوقه في الأقطار العربية المصدرة للنفط خلال العقود الثلاثة الأخيرة، حيث تم استخدام عائدات النفط لتحديث البنية التحتية وخلق فرص العمل وتحسين مؤشرات التنمية البشرية، كما تمكنت من زيادة الاحتياطات الرسمية والحفاظ على مستوى دين عام خارجي منخفض نسبيا، فالدول العربية المصدرة للنفط حققت عوائد مالية معتبر من جراء تصديرها للنفط، والجدول التالي يوضح تطور هذه العوائد.

الجدول رقم (01-02) تطورات العائدات النفطية العربية تبعا لتطور أسعار النفط (2008-2015)

السنوات	2008	2009	2010	2011
أسعار النفط (دولار للبرميل)	94.1	61	77.4	107.4
عائدات النفطية (مليار دولار)	623	379	491.5	656.8
السنوات	2012	2013	2014	2015
أسعار النفط (دولار للبرميل)	109.5	105.9	96.2	49.5
عائدات النفطية (مليار دولار)	720.2	675.7	595.7	325.4

المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، أعداد مختلفة: 2007-2016.

من خلال الجدول أعلاه يتضح أنه وفي ضوء التطورات التي شهدتها أسعار النفط خلال الفترة خلال الفترة 2007-2015، قد شهدت العوائد السنوية من صادرات النفط الخام للدول العربية تطورا ملحوظا، إذ انتقلت من حوالي 456 مليار دولار سنة 2007 إلى 720.2 مليار دولار سنة 2012 لتسجل تراجع في سنة 2015 حيث بلغت 325.4

الفصل الثاني: الأبعاد الاقتصادية لأثار الأزمات النفطية على الدول العربية المصدرة للنفط

مليار دولار وهذا يدل على أن التطور الحاصل في حجم العوائد كان ولا زال متلازما مع التطور في الأسعار في أغلب الحالات، حيث تناسب مقدار التغير في حجم العوائد السنوية من صادرات النفط الخام طرديا مع التغير في الأسعار.

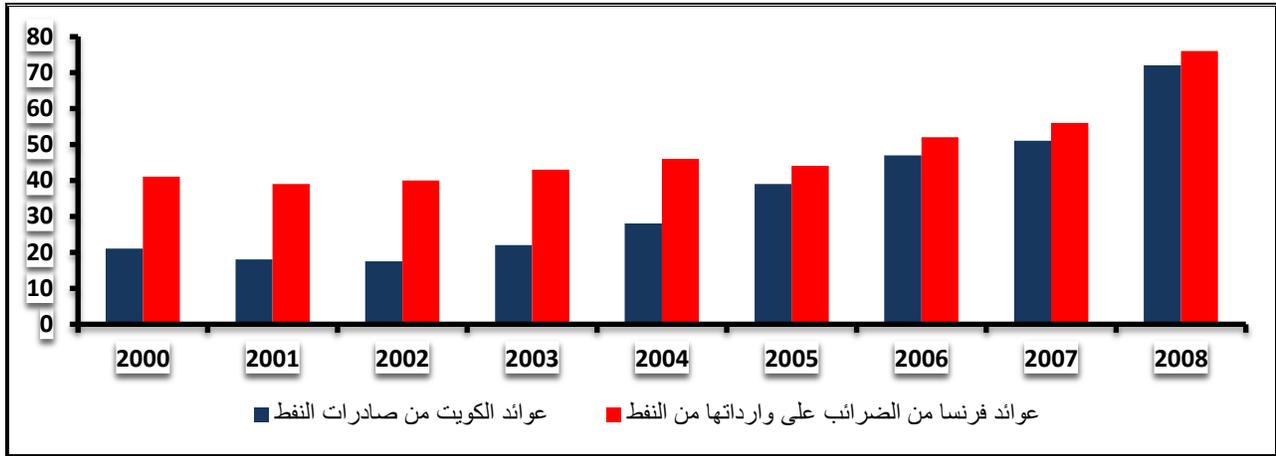
ولا يقتصر دور النفط كمورد مالي على الدول المصدر فحسب بل الدول المستوردة تحقق فوائض مالية عالية من خلال فرض ضرائب على استهلاك النفط، فعند دراسة تركيبة السعر النهائي للنفط في مجموعة الدول الصناعية المستوردة للنفط نجد أن هذه الدول قد كرست سياساتها الضريبية لتحقيق غرضين رئيسيين متمثلان في تحقيق فوائض مالية على حجم وارداتها من النفط من جهة وكبح جماح طلبها المحلي على النفط من جهة أخرى، وقد تجاوزت قيمة الضريبة المفروضة على برميل النفط في بعض الدول مثل (فرنسا، ألمانيا، إيطاليا، المملكة المتحدة واليابان) سعر برميل النفط الخام شاملا التأمين وتكاليف النقل للجهة المقصودة، ففي المملكة المتحدة وألمانيا بلغت قيمة الضريبة على برميل النفط الخام حوالي 168.4 و140.9 دولار للبرميل على التوالي خلال 2008، في حين لم يتجاوز متوسط سعر برميل النفط الخام حوالي 94.1 دولار للبرميل خلال نفس السنة.

وعند مقارنة العوائد المالية من الضرائب المفروضة على واردات النفط الخام في بعض الدول الأوربية مع عوائد الصادرات من النفط الخام لبعض الأقطار العربية المصدرة للنفط، نجد أن العوائد السنوية لفرنسا من الضرائب المفروضة على وارداتها من النفط أعلى من العوائد السنوية لدولة الكويت، والعوائد السنوية لألمانيا من الضرائب المفروضة على وارداتها من النفط أعلى من العوائد السنوية لدولة الإمارات العربية المتحدة، كما أن العائدات التي تحققها الدول المستوردة من فرض ضرائب على وارداتها من النفط تعتبر أرباحا صافية في حين أن عائدات الدول المصدرة للنفط تشمل تكاليف الاستكشاف والإنتاج وغيرها¹.

¹ الطاهر الزيتوني، التطورات في أسعار النفط العالمية وانعكاساتها على الاقتصاد العالمي، مجلة النفط والتعاون العربي، منظمة الأقطار العربية المصدرة للنفط، المجلد 36، العدد 132، 2010، ص 63.

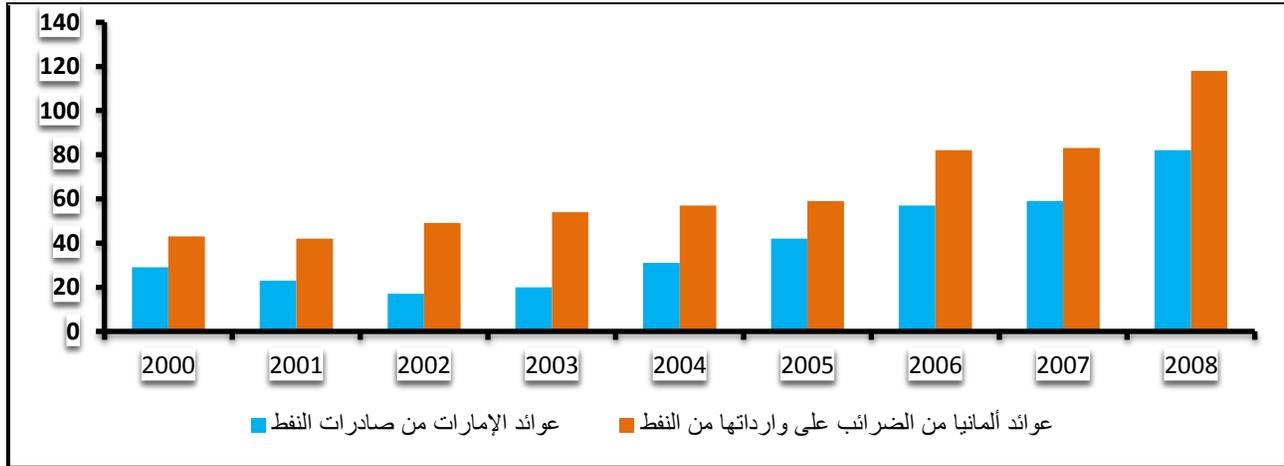
الفصل الثاني: الأبعاد الاقتصادية لأثار الأزمات النفطية على الدول العربية المصدرة للنفط

الشكل رقم (02-02) مقارنة عوائد الكويت من صادرات النفط وعوائد فرنسا من ضريبة النفط (مليار دولار)



المصدر: الطاهر الزيتوني، مرجع سبق ذكره، ص61.

الشكل رقم (03-02) مقارنة عوائد الإمارات من صادرات النفط وعوائد ألمانيا من ضريبة النفط (مليار دولار)



المصدر: الطاهر الزيتوني، مرجع سبق ذكره، ص61.

وهناك حقيقة هامة تجدر الإشارة إليها هنا وهي أن الانخفاضات المؤقتة والتقلبات في أسعار النفط تتسبب في انخفاض عوائد الدول المصدرة للنفط الخام نظرا لانخفاض سعره، بينما تستمر حصيلة التراكبات المالية للدول المستوردة من الضرائب التي لا تتغير على الأمد القصير، أي أن الدول المصدرة للنفط جنت مكاسب الارتفاع في أسعار النفط بارتفاع عوائده وتصديره وعانت الضرر من انخفاض أسعار النفط بتراجع تصديره، بينما جنت الدول المستوردة التي تتبع السياسات الضريبية التي سبق وأشرنا إليها مكاسب الارتفاع في أسعار النفط بتحقيق أرباح صافية عن طريق إيرادات الضرائب ولا زالت هذه الدول تجني ثمار الارتفاع السابق في أسعار النفط حتى بعد تراجع أسعاره¹.

¹ المرجع أعلاه، ص63

الفصل الثاني: الأبعاد الاقتصادية لأثار الأزمات النفطية على الدول العربية المصدرة للنفط

المطلب الثاني: محددات أسعار النفط

يعتبر الطلب والعرض المحددان الأساسيان لسعر النفط شأنه في ذلك شأن أي سلعة أخرى وتساهم العوامل الأخرى في التأثير على أسعار النفط من خلال تأثيرها على الطلب والعرض من النفط، فبينما يساهم النمو الاقتصادي ومعدلا النمو السكاني ومستويات الدخل على حجم الطلب على النفط، تساهم مستويات الطاقة الإنتاجية حجم الاستثمارات في توسيع الطاقة الإنتاجية على حجم الإمدادات النفطية، كما يلعب المخزون الاستراتيجي دورا مهما في التأثير على الطلب والعرض من النفط، فيتراجع الطلب على النفط عند سحب الدول المستهلكة من مخزونها النفطي بالمقابل تساهم عمليات بناء المخزون في الرفع من الطلب على النفط لتلجأ الدول المصدرة لزيادة حصص إنتاجها وضخ المزيد من النفط للحفاظ على توازن السوق.

أولا- سعر النفط وأنواعه: تاريخيا مر سعر النفط في الأسواق الدولية بمراحل مختلفة ذلك استجابة للتغيرات الجذرية في اتجاهات الهيكلية الاقتصادية والسياسية وموازن القوى والتحويلات الاقتصادية والسياسة العالمية التي بدلت بشكل جذري هيكل سوق النفط وسلسلة إمداداته.

1. **مفهوم سعر النفط:** يعرف السعر النفطي على أنه تلك القيمة النقدية التي تعطى للسلعة البترولية خلال فترة زمنية محددة وتحت تأثير مجموعة عوامل اقتصادية، اجتماعية، سياسية، ومناخية بالإضافة إلى طبيعة السوق السائدة حينها¹. ويعرف أيضا على انه " هو القيمة النقدية أو الصورة النقدية لبرميل النفط الخام المقاس بالدولار الأمريكي المكون من (42) غالون معبرا عنه بالوحدة النقدية الأمريكية على سبيل المثال 100 دولار/البرميل"، ويخضع هذا السعر لتقلبات مستمرة² بسبب طبيعة سوق النفط الدولية التي تتسم بالدينامكية وعدم الاستقرار، مما يجعله غير مستقر ويخضع لتقلبات مستمرة لقد تطور السعر البترولي منذ اكتشافه تجاريا بتطور السوق البترولية، حيث كان في بداية اكتشافه يحدد عنه أبار النفط هذا في ظل " احتكار قلة" ساد السوق البترولية، ليتحدد بعدها في الموانئ حيث تم اكتشاف واتساع صناعة النفط في بلدان عديدة، لكن سرعان ما تحول إلى سعر احتكاري وهذا نتيجة احتكار شركات قليلة السوق البترولية، التي سعت إلى تعظيم أرباحها، ليتطور بعدها إلى سعر تنافسي يخضع لعوامل الطلب والعرض، وهذا بدخول عدة بلدان منتجة للنفط السوق النفطية، من خلال هذا يتبين لنا أن الصناعة البترولية مرت

¹ Ayoub Antoine, **Pétrole: marché et stratégie économique**, Edition Economica, 1987, P16.

² سهام حسين البصام، مخاطر وإشكاليات انخفاض أسعار النفط في إعداد الموازنة العامة للعراق وضرورات تفعيل مصادر الدخل الغير نفطية دراسة تحليلية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد36، 2013، ص 05.

الفصل الثاني: الأبعاد الاقتصادية لأثار الأزمات النفطية على الدول العربية المصدرة للنفط

بتغيرات متلاحقة بخصوص مراكز القوى وصنع القرارات فيها، وقد صاحب هذه التغيرات تطورات هامة في قواعد تسعير البترول.

2. أنواع أسعار النفط: إن المتبع لتاريخ سعر النفط وتطوراته يوقن أن سعر النفط لم يخضع لوتيرة ثابتة إنما كان يتم وفقا لمصالح الشركات النفطية مما ساهم في تعدد أشكاله حسب الهدف الذي يقتضيه مصلحة هذه الشركات ويمكن أن نميز بين الأشكال التالية لسعر النفط¹:

أ- **الأسعار المعلنة:** ويقصد بها أسعار البترول المعلنة رسميا من قبل الشركات البترولية في السوق، ويرجح تاريخ ظهور السعر المعلن لأول مرة عام 1880 بالولايات المتحدة الأمريكية من قبل شركة "Standard-oil" التي كانت تحتكر شراء البترول من منتجي المتعددين في السوق البترولية وعند فوهة البئر.

ب- **الأسعار المتحققة:** وهو عبارة عن السعر المتحقق لقاء تسهيلات أو حسومات متنوعة يوافق عليها الطرفان البائع والمشتري بنسبة مئوية كحسم من السعر المعلن أو التسهيلات في شروط الدفع، والسعر المتحقق هو فعليا عبارة عن السعر المعلن ناقص الحسومات والتسهيلات المختلفة الممنوحة من طرف البائع والمشتري ولقد ظهرت هذه الأسعار منذ فترة أواخر الخمسينيات، عملت بها الشركات النفطية الأجنبية المستقلة وبعدها الشركات الوطنية البترولية في الدول البترولية سواء في منظمة الأوبك أو الدول الأجنبية الأخرى.

ج- **سعر الإشارة:** هذا النوع ظهر في فترة الستينات، حيث اعتمد عليه لاحتساب قيمة النفط بين بعض البلدان البترولية والمنتجة والشركات البترولية الأجنبية لأجل توزيع العوائد المالية البترولية بين الطرفين، ويتم احتساب سعر الإشارة على أساس تحديد معدل بين السعر المعلن والمتحقق لعدة سنوات، وأخذت به العديد من البلدان البترولية، مثل ما تم بين الجزائر وفرنسا في 1965.

د- **سعر الكلفة الضريبية:** هو سعر المعادل لكلفة إنتاج البترول التي تقوم باستخراجه الشركات البترولية العاملة في البلدان ومناطق العالم البترولية مضافا إليه عائدا تدفعه هذه الشركات البترولية المعينة، أو بتعبير آخر تقوم الشركات البترولية العاملة في البلدان البترولية بشراء البترول الذي تستخرجه من أراضي هذه الأخيرة بسعر يكافئ تكلفة الاستخراج مضافا إليه عائدا أو ريعا ممتثلا في ضريبة على الدخل يذهب لحكومات تلك الدول لذلك يعتبر السعر أساسيا في تعاملات السوق، لأن البيع بسعر اقل منه يعني هذا البيع بخسارة.

¹نظر: محمد أحمد الدوري، مرجع سبق ذكره، ص 97-99. نبيل جعفر عبد الرضا، اقتصادي النفط، دار إحياء التراث العربي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، بيروت، لبنان، 2011، ص 103-104.

الفصل الثاني: الأبعاد الاقتصادية لأثار الأزمات النفطية على الدول العربية المصدرة للنفط

هـ- **السعر الفوري أو الآني:** ظهر هذا النوع من الأسعار مع وجود السوق الحرة أو التنافسية ، ويمكن تعريفه على أنه " سعر الوحدة البترولية المتبادلة أنيا أو فوريا في السوق البترولية، من هذا التعريف نرى أن السعر الفوري أو الآني تتأثر كثيرا إذا كانت هناك اختلالات في السوق البترولية، وبالتالي فهو قابل للزيادة والنقصان بالمقارنة مع السعر المعلن فهو يزيد عنه إذا كانت هناك اختلالات كبيرة بين العرض والطلب، وأقل إذا كانت هناك اختلالات قليلة.

ثانيا- العوامل المؤثرة في أسعار النفط: بعد استعراض المفاهيم المتعلقة بأسعار النفط ومختلف أنواعه يتبين أن أسعار النفط يتحدد كبقية أسواق السلع والخدمات نتيجة تفاعل قوى العرض والطلب، غير أن السوق البترولية تختلف عن غيرها لكونها تتعلق بسلعة إستراتيجية يتوقف عليها معدلات النمو الاقتصادي لكثير من الدول، مما يجعلها تخضع لمجموعة من العوامل (اقتصادية وسياسية) التي تتحدد على أساسها أسعار النفط، يمكن حصرها في النقاط التالية:

1. الطلب العالمي على النفط: يعرف الطلب في الاقتصاد بشكل عام على أنه الكميات التي يرغب ويقدر المستهلك اقتنائها من سلع وخدمات (الرغبة والقدرة). ويمكن إسقاط هذا التعريف على الطلب النفطي، فقد عرفت الوكالة الدولية للطاقة الطلب البترولي على أنه يتألف مما يتم توزيعه من مصانع التكرير ومن مواد مستخرجة من النفط الخام بتروكيماوية أو غيرها من تلك المواد المستخرجة من النفط الخام، بالإضافة إلى ما يتم توزيعه من هذه المادة الأولية بشكلها الأولي الخام¹. كما يقصد بالطلب النفطي مقدار الحاجة الإنسانية المنعكسة في جانبها الكمي والنوعي على السلعة النفطية كخام أو منتجات نفطية مكررة عند سعر معين وخلال فترة زمنية محددة، بهدف إشباع أو سد تلك الحاجات الإنسانية سواء كانت لأغراض استهلاكية أو لأغراض إنتاجية. ويتأثر الطلب العالمي على النفط بمجموعة من العوامل والتي يمكن توضيحها فيما يلي:

أ- **النمو الاقتصادي:** يعتبر النفط والطاقة بصفة عامة عنصر رئيسي ضمن مراحل عملية الإنتاج، إذ أن التقدم الاقتصادي الحاصل حاليا مرتبط أساسا باستعمال الطاقة التي تعد مؤشر على مستوى التنمية والنمو الاقتصادي في مختلف دول العالم، كما أن ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي وتوسع حجم النشاط الاقتصادي يؤدي حتما

¹ Joël Maurice, "**Prix du Pétrole**", Conseil D'Analyse Economique, Paris, 2001, P16.

الفصل الثاني: الأبعاد الاقتصادية لأثار الأزمات النفطية على الدول العربية المصدرة للنفط

على ارتفاع الطلب العالمي على النفط، وبالتالي ارتفاع السعر وفي المقابل فإن انخفاض أو تباطؤ معدلات النمو الاقتصادي يؤدي إلى انخفاض الطلب العالمي وبالتالي انخفاض سعر النفط¹.

ب- أسعار النفط الخام ومستوى المخزونات: يمثل السعر عنصراً أساسياً ومهماً في تحديد الكميات المطلوبة من أي سلعة، وهذا ما توضحه قواعد النظرية الاقتصادية والتي تؤكد وجود علاقة عكسية بين الطلب على السلعة وسعرها فارتفاع الأسعار سيؤدي إلى انخفاض الطلب والعكس صحيح، وهذا ما يمكن إسقاطه على النفط كونه يعد سلعة اقتصادية مهمة، إذا ارتفعت أسعار النفط الخام سيؤدي إلى انخفاض الطلب عليه، وتلجأ بذلك الدول إلى احتياطاتها الرسمية، فالبلدان الرأسمالية الصناعية المتقدمة قد تمكنت من توفير مخزون استراتيجي من النفط وبكميات كبيرة تتجاوز احتياجاتها مدة شهرين، كما أن الصين ثاني مستورد للنفط هي الأخرى تحتفظ بمخزون استراتيجي معتبر، مع العلم أن مستوى هذه المخزونات غير مستقر ويتغير باستمرار مما يؤدي إلى عدم استقرار سعر النفط، إذ أن ارتفاع حجم المخزونات ينتج عنه تراجع الطلب على النفط وبالتالي انخفاض السعر والعكس صحيح².

ج- أسعار مواد الطاقة البديلة: تشكل مصادر الطاقة الأخرى ضغطاً على الطلب النفطي ومن ثم على سعر النفط، إذ أنه كلما زادت أسعار النفط مقارنة مع أسعار البدائل الأخرى إلا وعملت الدول المستوردة للنفط على تقليص استهلاكها منه وتعويضه بالبدائل الأخرى خاصة الغاز الطبيعي³.

د- أسعار المنتجات البترولية المكررة: باعتبار أن الطلب على النفط مشتق من الطلب على المنتجات النفطية المكررة والتي تتضمن أسعارها قدراً كبيراً من ضرائب الاستهلاك في أسواقها والتي اعتمدها بعض الدول للحد من الاعتماد على النفط وزيادة كفاءة استخدامه، حيث تبلغ في دول الإتحاد الأوروبي نحو 70% من تلك الأسعار الأمر الذي يؤثر سلباً على طلب المستهلك النهائي، ومن ثم فإن أسعار تلك المنتجات من شأنها أن تؤثر في الطلب عليها وبالتالي في الطلب على النفط.

هـ- المضاربة في السوق النفطية: تعد المضاربة عامل رئيسي في عدم استقرار أسعار النفط في أسواق المعاملات الحرة حيث تؤدي التوقعات المتفائلة للمضاربين حول مستقبل الأسعار إلى إقبالهم المتزايد لشراء العقود النفطية الآجلة

¹Nassima Hamidoche, l'équilibre du Marché Pétrolier entre le Court Terme et le Long Terme, Dynamique des Marchés, Valorisation des Hydrocarbures, CREAD, 2005, P:80.

²Farid Yaici, Le Marché Pétrolier, Situation Acteurs, Stratégies Quelles Perspectives Pour l'Algerie, CREAD, 2005, P:56.

³إبراهيم نور، تسعير النفط وآليات ضبط الأسواق، مجلة السياسة الدولية، مصر، أبريل 2006، ص42.

الفصل الثاني: الأبعاد الاقتصادية لأثار الأزمات النفطية على الدول العربية المصدرة للنفط

وبالتالي ارتفاع سعر النفط في حين تؤدي التوقعات المتشائمة إلى تخلصهم من هذه العقود عن طريق بيعها في السوق مما يؤدي إلى انخفاض السعر.

و- **التغيرات المناخية:** تؤثر التغيرات المناخية المسجلة خلال السنة على مستويات الطلب في الدول المستهلكة للنفط حيث ينخفض الطلب على النفط عند ارتفاع درجات الحرارة في مقابل ارتفاعه نتيجة انخفاض درجات الحرارة وبالمثل الكوارث الطبيعية والتي لها هي الأخرى الأثر الأكبر على مستويات الطلب النفطي.

2. **العرض النفطي:** وهو تعبير عن الكمية التي يمكن للمنتجين توفيرها، سواء كانت هذه الكمية من النفط الخام أو المكرر عند سعر محدد وخلال فترة زمنية محددة، ويعتبر العرض البترولي استجابة لما يطلبه المستهلكون عند الأسعار السائدة في السوق. ويتأثر العرض النفطي بمجموعة من العوامل والتي يمكن توضيحها فيما يلي¹:

أ- **الطلب على النفط وسعره:** من أهم محددات العرض النفطي هو مستوى الطلب على النفط والسعر السائد له، إذ يعتبر العرض النفطي استجابة لما يطلبه المستهلكون عند الأسعار السائدة في السوق، وما يعزز ذلك سياسة الدول المنتجة، بحيث تعمل على رفع حصصها ورفع من معدلاتها الإنتاجية في حالة ارتفاع الطلب العالمي على النفط وارتفاع أسعاره، وتقوم بتخفيض الحصص في الحالة العكسية. ولأن العرض النفطي هو استجابة لما يطلبه المستهلكون، فإن العوامل المؤثرة في الطلب النفطي تعتبر نفسها المحددة للعرض النفطي، كمعدل النمو الاقتصادي وأسعار مصادر الطاقة البديلة، ومختلف العوامل التي سبق ذكرها.

ب- **سعر النفط الخام وأسعار المصادر البديلة:** يعد السعر أهم عنصر الذي يتحدد على أساسه الكميات المعروضة من أي سلعة، وهذا ما توضحه النظرية الاقتصادية والتي تؤكد وجود علاقة طردية بين كل من سعر السلعة وعرضها، فزيادة السعر ستؤدي إلى زيادة الإنتاج وبالتالي زيادة العرض والعكس صحيح، وهذا ما يمكن إسقاطه على العرض النفطي كون النفط هو الآخر سلعة إستراتيجية مهمة في الحياة البشرية، إذا ارتفعت أسعار النفط الخام سيتسبب في الرفع من معدلات العرض وذلك رغبة من المنتجين من الاستفادة من هذه الزيادة لتحقيق عوائد مالية معتبرة، غير أن هذه الزيادة في العرض ستؤدي إلى كثرة توفره في السوق مسببة في الأخير انخفاض أسعاره، كما أن مقدار توفر المصادر البديلة المختلفة للنفط له تأثير كبير على عرض السلعة النفطية كونها منافسا قويا يهدد الطاقة النفطية، ففي حالة توفر المصادر البديلة بكميات كبيرة وبأسعار منخفضة

¹عبادة عبد الرؤوف، محددات سعر نفط أوبك في ظل سوق النفط العالمي دراسة تحليلية وقياسية 1970-2008، مجلة رؤى اقتصادية، المجلد 1، العدد 1، جامعة الوادي، 2011، ص 125.

الفصل الثاني: الأبعاد الاقتصادية لأثار الأزمات النفطية على الدول العربية المصدرة للنفط

سيؤدي إلى زيادة الطلب عليها وإحلال مكان النفط، والعكس يكون في حالة توفر المصادر البديلة بكميات صغيرة وأسعار عالية.

ج- العوامل الإستراتيجية: وتتمثل هذه العوامل أساسا في القرارات التي تتخذها كل من منظمة OPEC وخارجها والتي لها تأثير كبير على المعروض النفطي كون هذه الأخيرة هي المتحكم الأكبر بهذه السلعة الإستراتيجية وهذه القرارات تؤثر بشكل كبير في حجم المعروض النفطي، إضافة إلى العوامل السياسية التي لها أثر كبير في العرض النفطي فعدم الاستقرار السياسي الذي مس العديد من الدول المنتجة للنفط كالعراق وليبيا كان له أثر كبير في انخفاض الكميات المعروضة والتي تسببت في رفع أسعار النفط، بالإضافة إلى أسعار الدولار الأمريكي والتي تسببت هي الأخرى في العديد من الفترات في التأثير على المعروض النفطي، حيث أثبتت الدراسات أن التغير في أسعار صرف الدولار تخلف أثرا كبيرا على صناعة النفط العالمية، إذ أن ارتفاعه يخفض الطلب على النفط ويزيد من إنتاجه الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض أسعار النفط.

المطلب الثالث: محطات مهمة في تاريخ الأزمات النفطية

يتسم سوق النفط بالتأرجح بين فترة يسودها انتعاش في الطلب على النفط مقابل قلة العرض ومصحوبا بذلك ارتفاع في أسعار النفط ويؤدي بالنتيجة إلى زيادة عائدات الدول المصدرة للنفط مقابل الزيادة في الأعباء الضريبية على الطاقة لدى الدول المستهلكة، وفترات أخرى تظهر فيها الانكماش في الطلب مع الزيادة في العرض وبالنتيجة انخفاض عائدات الدول المصدرة مع انخفاض العبء الضريبي على استهلاك الطاقة لدى الدول المستوردة، ويكون التأرجح بسيطا ومعتدلا في فترات بينما يظهر قويا وعنيفا في فترات أخرى وهو ما يشار له في الأدبيات الاقتصادية بالأزمات (الصددمات) النفطية والتي تؤدي إلى إخلال بالتوازن الاقتصادي في سوق النفط بين الطرفين (المنتجين والمستهلكين)، مما يستدعي من الطرفين إلى البحث عن الإجراءات والسبل الكفيلة لإعادة التوازن الاقتصادي من خلال تجاوز الأزمة، وغالبا ما تلقى المسؤولية بشكل رئيسي على الأطراف المنتجة للنفط ممثلة بمجموعة (OPEC) لتحقيق استقرار سعري يضمن مصلحة الطرفين¹.

¹ عصام هادي محمد الصالحي، صدمة النفط بين تنامي الاستهلاك وتراخي الإنتاج على النفط الخام للمدة (1990-2014)، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، العدد 48، 2016، ص 54.

الفصل الثاني: الأبعاد الاقتصادية لأثار الأزمات النفطية على الدول العربية المصدرة للنفط

أولاً- تطورات أسعار النفط (1970-1985): تميزت الفترة ما قبل السبعينات باقتصار عملية التسعير على شركات النفط فقط غير أنه وبعد سلسلة من الاتفاقيات أصبح تحديد الأسعار خاضع للتشاور المشترك مابين الدول المنتجة والشركات ليتحقق بذلك زيادات متسلسلة في أسعار النفط وانتهاء عصر النفط الرخيص الذي ارتبط بالمنافسة بين الشركات النفطية (الشقيقات السبع)، وبدأ عهد جديد أخذت فيه منظمة أوبك زمام العرض النفطي وتحديد الأسعار.

جدول رقم(02-02) تطور أسعار النفط سلة أوبك للفترة (1970-1985) الوحدة: (دولار للبرميل)

السنوات	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977
أسعار النفط	2.1	2.6	2.8	3.1	10.4	10.4	11.6	12.6
السنوات	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
أسعار النفط	12.9	29.2	36	34.2	31.7	30.1	28.1	27.5

المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2000.

الملاحظ من الجدول أن أسعار النفط عرفت قفزات سعرية غير مسبوقه خلال فترة السبعينات حيث تخطت 29 دولار للبرميل سنة 1979، وقد عرفت هذه الفترة صدمتين نفطيتين تجلت في ارتفاع كبير في سعر البرميل عرفنا بصدمتي أسعار النفط الأولى والثانية.

الأزمة النفطية الأولى (1973): وتعرف أيضا بأزمة تصحيح الأسعار وتقييم برميل النفط بقيمته الحقيقية التي كانت متدنية إلى مستويات قياسية، وهي بمثابة أول صدمة نفطية ايجابية عرفها العالم وكانت بمثابة صفة للامبريالية الأمريكية والشركات النفطية، في السادس من أكتوبر 1973 وردا على الدعم الإسرائيلي ضد القوى المصرية والسورية في حرب الغفران قامت الدول العربية النفطية المنضمة لمنظمة الأوبك بحظر نفطي ومنع الشحنات الموجهة إلى الولايات المتحدة الأمريكية والدول المساندة لإسرائيل، ولم يقتصر هذا الحصار على الدول العربية فقط حتى دول أمريكا اللاتينية التابعة للمنظمة هي الأخرى ساندت الدول العربية بمنع وصول الإمدادات النفطية لكل من ساعد إسرائيل، ليقود كل من الحظر النفطي وسيطرة منظمة الأوبك الأسعار النفطية نحو الارتفاع بشكل دراماتيكي لتنتقل من 3.1 دولار للبرميل سنة 1973 إلى 10.4 دولار للبرميل سنة 1974 مغيرا بذلك موازين القوى الاقتصادية العالمية التي سادت كل الفترة السابقة.

الفصل الثاني: الأبعاد الاقتصادية لأثار الأزمات النفطية على الدول العربية المصدرة للنفط

الأزمة النفطية الثانية (1979): بعد الصدمة النفطية الأولى واستقرار الأسعار عند مستوى 12.5 دولار من 1974 إلى يوم الجمعة 08 سبتمبر 1978 أين وقعت أعمال شغب في طهران نتيجة القمع الذي كان يعرفه الشعب ليطلق عليها اسم يوم "الجمعة الأسود"، التي بدأت فيه الثورة الإيرانية التي انتهت بالإطاحة بالشاه وهروبه في 16 جانفي 1979 ونتيجة لهذه الاضطرابات السياسية في أهم البلدان الرئيسية المنتجة للنفط أخذ الإنتاج العالمي بالانخفاض من 5.8 مليون برميل يوميا في جويلية 1978 إلى 4.45 مليون برميل يوميا في جوان 1979، مما سبب في ارتفاع أسعار النفط إلى 35 دولار للبرميل في ماي 1979، وفي 22 سبتمبر 1980 بدأت الحرب الإيرانية العراقية والتي أدت إلى تخفيض إنتاج الدولتين بصورة مجتمعة إلى حوالي مليون برميل/يوما بالمقارنة مع 6.5 مليون برميل قبل عام من ذلك، وبهذا ساعدت تلك الأحداث والشحة في الإمدادات إلى إثارة القلق العالمي حول أمن الإمدادات مما دفع بالأسعار إلى الارتفاع إلى مستويات أعلى، حيث وصل متوسط أسعار النفط إلى 36 دولار للبرميل سنة 1980.¹

ثانيا- تطورات أسعار النفط (1986-2000): عرفت هذه الفترة تغيرات كبيرة في أسعار النفط نتيجة لمجموعة من العوامل من أهمها الصدمة النفطية الثانية وضعف تحكم منظمة OPEC في المعروض النفطي إضافة لانخفاض الطلب العالمي على النفط الناتج عن سياسات الدول الصناعية في تقليل الاعتماد على النفط، لتبدأ الأسعار في سلسلة من الانخفاضات لتصل إلى 13 دولار للبرميل سنة 1986، لترتفع مرة أخرى بأثر حرب الخليج الثانية (العراق والكويت) من 20 دولار للبرميل في جانفي 1990 إلى 34.4 في أكتوبر من نفس السنة لتضل بعدها تتراوح في حدود 20 دولار للبرميل وما لبثت أن عاودت الانخفاض لتصل إلى 18.8 دولار سنة 1997 قبل أن تنخفض إلى ما يقارب 10 دولار للبرميل أواخر سنة 1998 نتيجة للأزمة الآسيوية التي أدت إلى تباطؤ نمو الطلب العالمي على النفط.

جدول رقم (02-03) تطور أسعار النفط سلة أوبك للفترة (1986-2000) الوحدة: (دولار للبرميل)

السنوات	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
أسعار النفط	13.0	17.7	14.2	17.3	22.3	18.6	18.4	16.3
السنوات	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	
أسعار النفط	15.5	16.9	20.3	18.7	12.3	17.5	27.6	

المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لسنة 2001.

¹ إدريس أميرة، تقلبات أسعار البترول وأثرها على السياسة المالية "دراسة قياسية على الاقتصاد الجزائري (1980-2014)", أطروحة دكتوراه، تخصص: نقود مالية وبنوك، جامعة تلمسان، الجزائر، 2015-2016، ص 149.

الفصل الثاني: الأبعاد الاقتصادية لأثار الأزمات النفطية على الدول العربية المصدرة للنفط

نلاحظ من الجدول أعلاه أن أسعار النفط سجلت تراجع كبير سنة 1986 ليؤدي ذلك إلى أزمة نفطية عرفت بالأزمة المعاكسة التي كانت أثارها هذه المرة على الدول المصدرة للنفط، وهو الأمر ذاته المسجل سنة 1998 حيث انخفضت أسعار النفط إلى ما يقارب 12 دولار للبرميل بفعل الأزمة الآسيوية.

الأزمة النفطية العكسية (1986): عرفت هذه الأزمة بالصدمة العكسية لأنها كانت مغايرة عن سابقتها من الأزمات من حيث الأثر، حيث كان التأثير هذه المرة على الدول المنتجة والمصدرة للنفط، ولاجتماع جملة من العوامل من أهمها الارتفاع المتلاحق لأسعار النفط خلال فترة السبعينات الذي سبب في تراجع كبير في الطلب على النفط الذي نتج عن السياسات التي اتبعتها الدول الصناعية بهدف التقليل من اعتمادها على النفط المستورد وبخاصة من دول أوبك، حيث خفت طلبها على النفط في حدود 7 مليون برميل يوميا ما بين عامي 1973-1984، وضعف منظمة أوبك في تحديد الأسعار حيث سادت تلك الفترة الازدواجية في الأسعار النفطية بالإضافة إلى تحمة الإمدادات المعروضة في السوق النفطية الناتجة عن عدم احترام الدول الأعضاء لنظام الحصص المقرر من طرف المنظمة والمنافسة الحادة من تزايد الإمدادات من دول خارج أوبك والتي ارتفع إنتاجها بأكثر من 11 مليون برميل يوميا ما بين سنتي 1973 و1983 والذي يعادل حوالي 40% لترتفع حصتها بهذا إلى أكثر من 68% من إجمالي الناتج النفطي العالمي في سنة 1983 بالمقارنة مع 47% سنة 1973¹. ونتيجة لهذه التطورات والتغيرات الهيكلية الحاصلة في السوق النفطية استفادت الدول المصدرة للنفط على وقع احميار متلاحق في أسعار النفط حيث انخفضت من 27 دولار للبرميل سنة 1985 إلى 12 دولار للبرميل سنة 1986، ليسبب ذلك في أزمة أدت إلى تدهور اقتصاديات الدول الأعضاء، لتتدارك منظمة OPEC أن سياساتها تهدد كيانها لذلك قررت تخفيض سقف الإنتاج إلى 17 مليون برميل يوميا ليتيح هذا القرار ارتفاع الأسعار تدريجيا حتى وصلت إلى 17.3 دولار للبرميل سنة 1989².

الأزمة النفطية (1998): مع بداية الهجوم العراقي على الكويت في أوت 1990 ظهرت مخاوف في الغرب والولايات المتحدة الأمريكية خاصة فارتفعت الأسعار حتى تخطت حاجز 22 دولار للبرميل ووصلت في أكتوبر 1990 إلى 34.3 دولار وبعد نهاية حرب الخليج بدأت الأسعار في الانخفاض، حيث تراوحت بين 16 و18 دولار للبرميل، واستمرت في هذا المستوى حتى عام 1995، لترتفع قليلا حتى وصلت إلى مستوى 20.29 دولار سنة 1996 لتعاود الانخفاض إلى

¹علي رجب، تطور مراحل تسعير النفط الخام في الأسواق الدولية، مجلة النفط والتعاون العربي، المجلد 38، العدد 141، 2012، ص28.

²مدشن وهيبة، أثر تغيرات أسعار البترول على الاقتصاد العربي خلال الفترة 1973-2003، رسالة ماجستير: تخصص نقود مالية، جامعة الجزائر، 2004-2005، ص85.

الفصل الثاني: الأبعاد الاقتصادية لأثار الأزمات النفطية على الدول العربية المصدرة للنفط

أن وصلت إلى 18.8 دولار للبرميل سنة 1997، وإبان الأزمة المالية الآسيوية التي شهدت انخفاض في الطلب الآسيوي على النفط أدى إلى انخفاض الأسعار إلى أدنى مستوياتها وهو أقل من 10 دولار للبرميل في ديسمبر 1998¹. وقد ساهم في وصول الأسعار إلى ذلك الحد قيام دول أوبك بالزيادة في المعروض النفطي من خلال الاجتماع الذي عقد في اندونيسيا (جاكرتا) يوم 26 نوفمبر 1997 بزيادة قدرت بـ 2.5 مليون برميل يوميا ليصبح 27.5 مليون برميل يوميا بعد أن كان في مستوى 25.3 مليون برميل يوميا الذي كان سائدا من أكتوبر 1993². ولعل ما دفع دول أعضاء أوبك إلى هذه الخطوة هو ما شهدته من نمو متسارع في استهلاك الطاقة من طرف الدول الآسيوية بشكل عام خلال فترة التسعينات مدفوعا بالنمو الاقتصادي الذي عاشته أغلب الدولة الآسيوية والذي جاء نتيجة لتضافر عدد من العوامل من أبرزها تحرير الاقتصاد وانتهاج سياسات اقتصادية قائمة على اقتصاد السوق³.

ثالثا- تطورات أسعار النفط (2001-2015): شهدت بداية القرن الحالي طفرة غير مسبوقه في أسعار النفط، حيث أخذت هذه الأخيرة منحى تصاعديا خلال الفترة (2002-2008) أين ارتفع المتوسط السنوي لخامات أوبك من 24.3 دولار للبرميل سنة 2002 إلى 94.4 دولار للبرميل سنة 2008، لتعرف بعد ذلك تراجع لتصل إلى 61 دولار للبرميل سنة 2009 بعد تفاقم الأزمة المالية، وبعد تسجيل مستويات مرتفعة لسعر البرميل النفطي والتي قدرت بـ 105 دولار للبرميل خلال الفترة بين جانفي 2011-جوان 2014، انزلت الأسعار في منتصف 2014 بنسبة 50% لتتهار إلى أدنى مستوياتها سنة 2015 إلى ما يقارب 50 دولار للبرميل.

جدول رقم (02-04) تطور أسعار سلة أوبك للفترة (2001-2016) الوحدة: (دولار للبرميل)

السنوات	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
أسعار النفط	23.1	24.3	28.2	36.0	50.6	61.0	69.1	94.4
السنوات	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
أسعار النفط	61.0	77.4	107.5	109.5	105.9	96.2	49.5	40.7

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على التقرير الأمين العام السنوي لمنظمة الأقطار العربية المصدرة للبترو، أعداد مختلفة.

¹ عبد الفتاح الدندني، الحوار بين الدول المنتجة والمستهلكة للنفط وأهميته في استقرار الأسعار، مجلة النفط والتعاون العربي، المجلد 38، العدد 140، شتاء 2012، ص 25.

² مدشن وهيبية، مرجع سبق ذكره، ص 102.

³ عبد الفتاح الدندني، تطور إنتاج واستهلاك النفط والغاز الطبيعي في الدول الآسيوية (عدا الصين والهند) والانعكاسات على الدول الأعضاء، مجلة النفط والتعاون العربي، المجلد 38، العدد 141، ربيع 2012، ص 90.

الفصل الثاني: الأبعاد الاقتصادية لأثار الأزمات النفطية على الدول العربية المصدرة للنفط

ثورة أسعار النفط 2004:

شهد عام 2004 ثورة في أسعار النفط، إذ ارتفع السعر من 28 دولار للبرميل عام 2003 ليتخطى 36 دولار للبرميل عام 2004 لتأخذ بعد ذلك الأسعار منحى تصاعديا وصلت إلى 50.6 و61.1 دولار للبرميل سنة 2005 و2006 على التوالي، واستمرارا في الاتجاه التصاعدي لأسعار النفط العالمية شهد عام 2007 ارتفاعا غير مسبوق خاصة خلال النصف الثاني من السنة، إذ ارتفع المتوسط السنوي لسعر سلة خامات أوبك بمعدل 13% مقارنة بسنة 2006 حيث بلغ 69.1 دولار للبرميل سنة 2007¹. ويمكن إرجاع جذور الطفرة السعرية التي شهدتها أسواق النفط العالمية خلال الفترة (2004-2008) إلى تضافر جملة من العوامل منها تحسن أداء الاقتصاد العالمي وارتفاع معدلات نموه من 4% سنة 2003 إلى 5.1% سنة 2004 الذي دفع إلى ارتفاع الطلب العالمي على النفط، حيث ارتفع الطلب الأمريكي بنسبة 1.4 و2.4 خلال سنة 2003 و2004 على التوالي وقد سجل الطلب الأمريكي على النفط حوالي 20.51 مليون برميل خلال سنة 2005، كما ارتفع الطلب الصيني بنسبة 11% خلال سنة 2003 و15.6 سنة 2004 ليمثل ما نسبته 7.7% من الطلب العالمي على النفط لتصبح بذلك أكبر دولة مستهلكة للنفط بعد الولايات المتحدة الأمريكية، ليقود هذا التحسن إلى زيادة في الطلب على النفط بمقدار 1.5 مليون برميل يوميا في سنة 2005 كما استمر الاقتصاد العالمي في تسارع وتيرة نموه التي بلغت 5.4% سنة 2006، ويعزى ذلك إلى النمو الذي شهدته منطقة اليورو وأمريكا والصين والهند ليصل بذلك الطلب على النفط إلى 85.2 مليون برميل يوميا خلال نفس السنة، أي بزيادة 1.3% مقارنة بسنة 2005 ليستمر الطلب بالارتفاع إلى أن وصل إلى 86.4 مليون برميل يوميا سنة 2007². أي بارتفاع قدر بـ13.8% مقارنة بسنة 2000. كما ساهمت كل من الظواهر الطبيعية والتوترات الجيوسياسية في ارتفاع أسعار النفط، حيث أنه من بين الأحداث التي أدت إلى ارتفاع أسعار النفط أعاصير (ولاسيما منها إعصار إيفان) التي اجتاحت خليج المكسيك في خريف عام 2004 وأدت إلى تعطيل حوالي 30% من الطاقة الإنتاجية للولايات الأمريكية، ثم جاءت أسوأ كارثة طبيعية تعرضت لها الولايات المتحدة الأمريكية في تاريخها المعاصر وهي إعصار كاترينا الذي ضرب منطقة الخليج المكسيكي ثانية في نهاية أغسطس 2005. كما شهدت الفترة جملة من المشاكل والأوضاع

¹ أعله مراد، تطورات أسعار النفط في الأسواق العالمية دراسة تحليلية للفترة (2000-2014)، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، المجلد الثالث، العدد 09، جامعة الوادي، 2016، ص 211.

² عماد الدين محمد المريني، العوامل التي أثرت على تقلبات أسعار النفط العالمية، مجلة جامعة الأزهر بغزة، سلسلة العلوم الإنسانية، المجلد 15، العدد 1، 2013، ص 326.

الفصل الثاني: الأبعاد الاقتصادية لأثار الأزمات النفطية على الدول العربية المصدرة للنفط

السياسية المتوترة في منطقة الشرق الأوسط والعراق وإيران ونيجيريا وفنزويلا التي تستأثر مجتمعة بنحو 14% من إجمالي الإنتاج العالمي من النفط وحوالي 16% من إجمالي الصادرات العالمية على النفط التي انعكست آثارها مباشرة على التغير في أسعار النفط¹.

الأزمة المالية العالمية 2008:

في عام 2006 وخلال جزء كبير من السنة لامست أسعار النفط مستوى 70 دولار للبرميل الواحد، وتخطت ذلك الحاجز في عام 2007 ليصل متوسطها في الربع الأخير إلى 85 دولار للبرميل، وخلال الربع الأول من عام 2008 بلغت الأسعار مستويات قياسية لم تشهدها من قبل حيث تخطت عتبة 100 دولار للبرميل في شهر مارس، ويعزى هذا المنحى الذي انتهجته أسعار النفط خلال السنوات السابقة إلى تسارع وتيرة النمو الاقتصادي بقيادة النمو في اقتصاديات النامية والمتحولة التي دفعت الطلب العالمي على النفط إلى الارتفاع من 86.4 مليون برميل يوميا سنة 2007 إلى 88.4 مليون برميل يوميا في الربع الأول من عام 2008 أي بزيادة بلغت 2 مليون برميل يوميا، كما أسهمت حدة المضاربة في الأسواق المستقبلية للنفط في ارتفاع مستوى الأسعار، حيث فاقت كميات العقود المستقبلية للنفط وبجدة مراحل الكميات الفعلية للإنتاج والاستهلاك العالمي من النفط وبهذا أصبح التداول من العقود النفطية مما يعرف بالبراميل الورقية أكبر من المعروض من الشحنات النفطية الحقيقية، هذا ما أدى إلى خلق طلب وهمي على البراميل الورقية للنفط، وتزايدت حدة الهلع في الأسواق إزاء الارتفاع المتواصل للأسعار مما دفع مستخدمي النفط الفعليين من مستهلكين ومصافي تكرير إلى التحوط من الارتفاع المستمر للأسعار عن طريق دعم مخزوناتهم النفطية مما تسبب في زيادة متزامنة للطلب والمخزون للضغط على الأسعار صعوداً²، وبعد بلوغ الطفرة السعرية ذروتها عند 131.2 دولار للبرميل في جويلية 2008 أخذت منحى مغاير خلال الأشهر الأخيرة من العام لتسجل انخفاضا كبيرا في مستوياتها إلى أن وصلت إلى اقل من 40 دولار للبرميل في ديسمبر ليصل بذلك معدلها السنوي إلى 94 دولار للبرميل. ويعود التذبذب الحاد الذي شهدته الأسعار على مدار عام 2008 بشكل أساسي إلى الأزمة المالية العالمية وبدء الانهيارات المتلاحقة في أسواق المال والمؤسسات المصرفية التي أُلقت بضلالها على السوق النفطية بشكل عام ومجارات لذلك واصلت أسعار النفط مستوياتها المنخفضة خلال الربع الأول من عام 2009 بتسجيلها لمتوسط قدره 42.9 دولار للبرميل، إلا أنه ومع ظهور مؤشرات تعافي

¹ الطاهر زيتوني، التطورات في أسعار النفط العالمية وانعكاساتها على الاقتصاد العالمي، مرجع سبق ذكره، ص 37.

² براهيم بلقطة، تطورات أسعار النفط وانعكاساتها على الموازن العامة للدول العربية خلال الفترة (2000-2009)، مجلة الباحث، العدد 12، 2013، ص 11.

الفصل الثاني: الأبعاد الاقتصادية لأثار الأزمات النفطية على الدول العربية المصدرة للنفط

الاقتصاد العالمي من تداعيات الأزمة العالمية الأخيرة بدأت أسعار النفط في الانتعاش ومواصلتها للمسار التصاعدي بحيث قفزت من مستوى 50.2 دولار للبرميل في شهر أبريل إلى مستوى 74 دولار للبرميل في ديسمبر ليصل المعدل السنوي إلى 61 دولار للبرميل خلال 2009 مسجلا بذلك انخفاضا بمقدار 33 دولار للبرميل بنسبة انخفاض تقدر بـ35.4% مقارنة بعام 2008¹، لتستقر بعد ذلك أسعار النفط الشهرية عند مستويات تتراوح ما بين 70 و85 دولار للبرميل في أغلب الأوقات ليصل المعدل السنوي إلى 77.4 دولار للبرميل خلال 2010 وبتزايد 16.4 دولار للبرميل، أي ما يعادل حوالي 27% بالمقارنة مع سنة 2009².

انهيار أسعار النفط 2014:

بعد سلسلة من المستويات المرتفعة لسعر البرميل النفطي والتي قدرت بـ105 دولار للبرميل خلال الفترة بين جانفي 2011-جوان 2014، فجأة ودون سابق إنذار بدأت الأسعار في الانخفاض منذ منتصف 2014، وزادت انحدارها منذ إعلان الأوبك الإبقاء على سقف إنتاجها عند مستوى 30 مليون برميل في اليوم مما تسبب في تراجع الأسعار بأكثر من 50% في ديسمبر 2014. لتستمر سلسلة الانخفاضات إلى غاية بلوغها 40.7 دولار للبرميل كمتوسط سنوي في عام 2016 وهذا الانخفاض مستمر رغم التقارير التي أفادت بانخفاض عدد منصات الاستكشاف بالولايات المتحدة التي ارتفع إنتاجها بصورة كبيرة السنوات الماضية ليفقد النفط ثلث قيمته في 2015-2016 على التوالي، وانخفضت معه أرباح الشركات الأمريكية مما اضطرها إلى الاستغناء عن نحو ثلث منصات الاستكشاف، وخفضت الاستثمارات في عمليات الاستكشاف والإنتاج في وقت فقد نحو مئتي ألف عامل في الصناعة وظائفهم³.

¹ منظمة الأقطار العربية المصدرة للنفط، تقرير الأمين العام السنوي، العدد 36، سنة 2009، ص 43.

² منظمة الأقطار العربية المصدرة للنفط، تقرير الأمين العام السنوي، العدد 37، سنة 2010، ص 53.

³ إدريس أميرة، تقلبات أسعار البترول وأثرها على السياسة المالية "دراسة قياسية على الاقتصاد الجزائري (1980-2014)"، مرجع سبق ذكره، ص 167.

الفصل الثاني: الأبعاد الاقتصادية لأثار الأزمات النفطية على الدول العربية المصدرة للنفط

جدول رقم (02-05) السعر الفوري لسلة خامات أوبك خلال الفترة 2012-2016 الوحدة: (دولار للبرميل)

السنوات	2012	2013	2014	2015	2016
جانفي	111.8	109.3	104.7	44.5	26.5
فيفري	117.5	112.8	105.4	54.1	28.7
مارس	123	106.4	104.2	52.5	34.7
متوسط الربع الأول	117.4	109.5	104.7	50.3	30
أفريل	118.2	101.1	104.3	57.3	37.9
ماي	108.1	100.7	105.4	62.2	43.2
جوان	94.0	101.0	107.4	60.2	45.8
متوسط الربع الثاني	106.8	100.9	105.9	59.9	42.2
جويلية	99.6	104.5	105.6	54.2	42.7
أوت	109.5	107.5	100.8	45.5	43.1
سبتمبر	110.7	108.7	96.0	44.8	42.9
متوسط الربع لثالث	106.6	106.9	100.8	48.2	42.9
أكتوبر	108.4	106.7	85.1	45.0	47.9
نوفمبر	106.9	105.0	75.6	40.5	43.2
ديسمبر	107.7	107.7	59.5	33.6	51.7
متوسط الربع الرابع	107.3	106.5	73.4	39.7	47.6
المتوسط السنوي	109.5	105.9	96.2	49.5	40.7

المصدر: التقارير الشهرية لمنظمة الأقطار العربية المصدرة للنفط (أوابك)، أعداد مختلفة.

أسباب انهيار أسعار النفط 2014:

منذ منتصف سنة 2014 ظل هناك نقاش مستفيض وممتد يدور حول الانهيار الكبير الذي شهدته أسعار النفط وقد توفرت خلال هذه الفترة قاعدة عريضة من وجهات النظر والآراء المتضاربة حول الأسباب الكامنة وراء هذا الانهيار الغير مسبوق في سعر النفط ، ويمكن إيجاز أهم أسباب انهيار أسعار النفط فيما يلي:

الفصل الثاني: الأبعاد الاقتصادية لأثار الأزمات النفطية على الدول العربية المصدرة للنفط

1. انخفاض مستويات النمو الاقتصادي في العالم: يؤدي تراجع النمو الاقتصادي في العالم إلى انخفاض الطلب على النفط نتيجة ضعف النشاط الاقتصادي في الدول المستوردة وعلى رأسها منطقة اليورو والدول الناشئة في آسيا¹، وهي أسواق استهلاكية ضخمة للنفط، حيث استمر تأثير تباطؤ النمو الاقتصادي على معدلات النمو في الطلب العالمي للنفط خلال السنوات الأخيرة، إذ أن انخفاض معدل النمو الاقتصادي من 5.4% خلال سنة 2010 إلى 3.3% خلال سنة 2014، صاحبه انخفاض معدل النمو في الطلب العالمي على النفط من 2.9% سنة 2010 إلى 1.1% سنة 2014، وهذا يرجع بالأساس إلى تباطؤ معدلات النمو في الاقتصاديات الصناعية في أوروبا واليابان وتراجع النمو في الاقتصاديات الناشئة لاسيما الصين، ثاني أكبر مستهلك للنفط في العالم في ظل ما تشهده الأسواق المالية فيها من ارتباك جراء تخفيض عملتها اليوان. وجاءت مرئيات السوق نتيجة لذلك أن هناك تراجع في الطلب على النفط في هذه الدولة المحورية².

الشكل رقم (02-04) العلاقة بين معدل نمو الاقتصاد العالمي والتغير في الطلب العالمي على النفط



المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا التقرير الاقتصادي العربي الموحد، أعداد مختلفة.

2. تركيز الأوبك على الحصص بدل الأسعار: من المفترض أن الأوبك كاتحاد منتجين مهمتها الأساسية هي العمل توازن السوق على النحو الذي يضمن استقرار الأسعار، أو ضمان استمرارها مرتفعة، حتى لا يؤدي تراجع الأسعار إلى التأثير على إيرادات الأعضاء، في ظل هذه الأهداف يفترض تدخل الأوبك من وقت لآخر لضبط العرض في السوق بما يتوافق مع تطورات الطلب، فترفع العرض عندما يزيد الطلب وتخفضه عندما يقل الطلب، وقد ظلت الأوبك تمارس هذا الدور تقريبا لفترة طويلة. غير أوبك انتهجت سياسة جديدة كاتحاد منتجين، تمثلت في الحرص على الدفاع عن الحصص السوقية بدل الأسعار، وذلك في محاولة لإجبار الأطراف المنتجة من خارج الأوبك إلى

¹ أحمد الحساوي، مخاطر تراجع سعر النفط، مجلة المصارف، اتحاد مصارف الكويت، العدد 135، الكويت، فيفري 2015، ص 07.

² هب عطا عبد الوهاب، انخفاض أسعار النفط الأسباب والنتائج، على الموقع التالي: <http://www.newsabah.com/wp/newspaper/60448> وتم الاطلاع عليه في 2016/11/02.

الفصل الثاني: الأبعاد الاقتصادية لأثار الأزمات النفطية على الدول العربية المصدرة للنفط

التعاون مع المنظمة في خفض الجماعي للحصص، بدلا من أن تتحمل الأوبك وحدها مسؤولية توازن الأسعار على حساب حصتها في السوق العالمي للنفط، ولم يقتصر الأمر على ذلك وإنما بدأ بعض أعضاء الأوبك في تقديم خصومات سعرية لمستوردين، مثل قيام السعودية بتخفيض أسعار النفط لبعض زبائنها في آسيا والولايات المتحدة، وقد تبعتها في ذلك كل من إيران العراق والكويت، وقد شبه بعض المراقبين ما يحدث على انه حرب أسعار داخل لأوبك¹؛

3. الإستراتيجية السعودية في التعامل مع الوضع الجديد: عبر العقود القليلة الماضية لعبت السعودية دور ما يعرف "المنتج المرجح" بزيادة الإنتاج لمقابلة الطلب العالمي، للمحافظة على استقرار الأسعار. بيد أن هناك حسب المراقبين ما يشير إلى حصول تغيير هيكلي في الإستراتيجية السعودية هذه، إذ بدلاً من الدفاع عن نطاق سعري بحدود 100 دولار للبرميل تتطلع السعودية إلى المحافظة على حصتها في السوق، حيث صرح وزير النفط السعودي "علي النعيمي" أن بلاده هدفها من تخفيض الأسعار إخراج المنتجين الهامشين الذين أغرقوا الأسواق بالنفط، واستفادوا من ارتفاع الأسعار، معبرا عن ذلك بان الدول المنتجة ذات الكفاءة العالية كالمملكة العربية السعودية ومنتجي أوبك الآخرين هم من يستحق حصة السوق، بعبارة أخرى على الدول التي تملك احتياطات مؤكدة لكن بتكاليف إنتاج مرتفعة (في إشارة منه إلى النفط الصخري الأمريكي) ترك الساحة مفتوحة للمنتجين أكثر جدارة². وأشار إلى أن بلاده سوف تظل تنتج حصتها حتى لو وصل سعر النفط عشرين دولارا كما اعتبر انه من غير العادل مطالبة الأوبك بتقليص إنتاجها إذا لم يقيم المنتجون خارج المنظمة الخطوة نفسها.

4. تزايد إنتاج النفط الصخري: بفضل إنتاج النفط الصخري تحولت الولايات المتحدة تنافس منتجي العالم الكبار مثل السعودية وروسيا من حيث حجم الإنتاج اليومي، نتيجة التطور الكبير في تقنيات استخراج النفط الصخري فضلا عن الأنواع الأخرى من النفط صعب الإنتاج، مثل نفط المياه العميقة، نتيجة لذلك استعادت الولايات المتحدة طاقتها الإنتاجية في الثمانينيات، إلى الحد الذي تفكر فيه أمريكا حاليا بجدية في رفع الحظر على عمليات تصدير النفط الأمريكي، لتبدأ الولايات المتحدة في الاستغناء عن كميات كبيرة من النفط المستورد من الخارج، وهو ما أدى

¹ Stanley Reed, **Oil Prices Continue Decline, Pressured by Saudi Action to Defend Market Share**, The New York Times, 02 OCT, 2014. On the following Web site:
<https://www.nytimes.com/2014/10/03/business/energy-environment/crude-oil-prices-continue-decline-dropping-to-lowest-levels-since-2012.html>

² ممدوح سلامة، أسباب الهبوط الحاد في أسعار النفط الخام - فائض الإنتاج أم السياسة الدولية؟ -، المركز العربي للأبحاث ودراسة السياسات، الطبعة الأولى الدوحة، قطر، 2015، ص22.

الفصل الثاني: الأبعاد الاقتصادية لأثار الأزمات النفطية على الدول العربية المصدرة للنفط

إلى وجود فائض في الطاقة الإنتاجية في الدول المنتجة للنفط¹. وبفضل إنتاج النفط الصخري ارتفع إنتاجها في الربع الأول من عام 2014 إلى نحو 8 مليون برميل يوميا لتمكن بذلك من إحلال النفط المحلي محل جانب كبير من النفط المستورد لتقلص بذلك مساهمة مستوردها من النفط إلى 55% عام 2014 بعد أن كانت 65% عام 2012. وهذا ما يمكن توضيحه في الجدول التالي:

جدول رقم (02-06) إنتاج واستهلاك واستزاد النفط الخام في الو.م.أ خلال (2012-2014)

الوحدة (مليون/برميل)

السنة	الإنتاج	الاستهلاك	الاستيراد	الاستيراد كنسبة (%)
2012	6.48	18.54	12.66	65%
2013	7.44	18.90	11.46	61%
2014	8.50	19.0	10.50	55%

المصدر: ممدوح سلامة، مرجع سبق ذكره، ص 86.

وأعطى الخبر السعدي فهد بن جمعة مثلا على انعكاس هذه التطورات على سوق النفط، وقال إن الولايات المتحدة كانت تستورد من نيجيريا أكثر من 400 ألف برميل نفط يوميا، والآن لا تستورد شيئا وليع نفطها أصبحت نيجيريا تتوجه كغيرها من دول منظمة الأوبك إلى الأسواق الآسيوية، لتتنافس بين بعضها البعض على نفس الأسواق².

5. ارتفاع قيمة الدولار: لقد أثبتت الدراسات أن التغيير في أسعار صرف الدولار تحلف أثرا كبيرا على صناعة النفط العالمية إذ أن ارتفاعه يخفض الطلب على النفط ويزيد من إنتاجه الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض أسعار النفط³. يتوقع بعض الخبراء استمرار أسعار النفط في الهبوط إذا استمر سعر صرف الدولار في الارتفاع مقارنة بباقي العملات، حيث شهد سعر صرف الدولار ارتفاعا شديدا بداية من عام 2014، الأمر الذي دفع بعض الخبراء إلى تفسير انخفاض أسعار النفط بتراجع الطلب عليه بسبب ارتفاع سعر صرف الدولار تزامنا مع قيام بعض دول أوبك بزيادة

¹ حمد الحساوي، مخاطر تراجع سعر النفط، مرجع سابق، ص 09؛

² <http://www.aljazeera.net/knowledgegate/newscoverage/2015/1/17>

³ حسام الدين محمد، المضاربات على أسعار النفط العالمية وانعكاساتها على الدول العربية، مجلة الإصلاح الاقتصادي، مركز المشروعات الدولية الخاصة،

العدد 20، غرفة التجارة الأمريكية بواشنطن، 2008، ص 30.

الفصل الثاني: الأبعاد الاقتصادية لأثار الأزمات النفطية على الدول العربية المصدرة للنفط

إنتاجها لتعويض انخفاض إنتاج بعض أعضائها الآخرين (بسبب الاضطرابات) من غير أن تحسب حساباً لانخفاض الطلب بسبب ارتفاع سعر الدولار مما أدى لحدوث فائض في السوق.

6. **الفائض في الإمدادات:** في أواسط سنة 2014 بدأت زيادة العرض تظهر في الأسواق واخذ العرض العالمي يتزايد على نحو أكبر من الطلب وفي سبتمبر من نفس السنة بدأت الأسعار في الانزلاق، وكانت الأسواق تتوقع أن تخفض الأوبك (وهي تنتج 30% من الإنتاج العالمي) إنتاجها لتعادل العرض العالمي للطلب، ولكنها لم تفعل وامتنعت السعودية (وهي المنتج المرجح في الأسواق) عن التخلي عن حصتها في الأسواق وأبقت الأوبك على سقف إنتاجها عند 30 مليون برميل يوميا، فادى ذلك إلى تهاوي الأسعار، ويبدو أن حالة عدم الاستقرار التي اكتنفت منطقة الشرق الأوسط منذ انفجار ثورات الربيع العربي أبقت الأسعار مرتفعة فترة أطول مما ينبغي بموجب حقائق العرض والطلب على أرض الواقع، فلما استقرت إمدادات النفط نسبيا من المناطق المضطربة سياسيا في الشرق الأوسط، بدت الزيادة في المعروض من النفط في الأسواق مفاجئة مما أدى ذلك إلى هبوط حاد في الأسعار¹، كما أن رفع العقوبات المسلطة على إيران يسمح لها بتصدير النفط للخارج والذي يمكن أن يشكل زيادة العرض حيث يمكن لإيران أن تصدر ما بين 200 إلى 300 ألف برميل يوميا، هذا ما يساهم في وتيرة هبوط الأسعار².

7. **أسباب سياسية:** يمكن حصرها في النقاط التالية:

أ- وهناك من يرى بان دورا أيضا لنظرية المؤامرة، حيث يرى الرئيس فلاديمير بوتين أن التراجع الحادث في سعر النفط مسبباته سياسية بالدرجة الأولى أكثر منها اقتصادية، والذي يعزوه بوتين إلى تعاون أمريكا وحلفائها ضد موسكو لتركيعة روسيا أمام ضغوط الغرب حول مشكلة أوكرانيا التي تنتقل من خلالها 50% إمدادات النفط والغاز الروسية إلى الاتحاد الأوروبي، والتي من مصلحتها القومية وجود حكومة أوكرانية موالية لروسيا، وبهذا أصبحت أوكرانيا بيدقا في مباراة شطرنج كبرى تلعبها الولايات المتحدة والاتحاد الأوروبي لجذب حلف الشمال الأطلسي إلى حدود روسيا وبعد أن أخفقوا في تحقيق هدفهم، اقترح الملياردير الأمريكي جورج سوروس على الإدارة الأمريكية وسيلة لمعاينة روسيا على ضم شبه جزيرة القرم إلى أراضيها، تتلخص بخفض أسعار النفط في الأسواق العالمية

¹خالد بن راشد الخاطر، تحديات انهيار أسعار النفط والتنوع الاقتصادي في دول مجلس التعاون، المركز العربي للأبحاث ودراسة السياسات، أغسطس 2015، ص 06.

² أشرف كمال، الأسباب الحقيقية لتراجع أسعار النفط، على الموقع التالي:

<http://arabic.sputniknews.com/business/20160121/1017160024.html>

الفصل الثاني: الأبعاد الاقتصادية لأثار الأزمات النفطية على الدول العربية المصدرة للنفط

وقال سورس في كلمة ألقاها في برلين أكثر العقوبات صرامة ضد روسيا هي ضخ كميات كبيرة من احتياطي النفط الاستراتيجي للولايات المتحدة في السوق العالمية، ما سيؤدي إلى زيادة العرض في السوق وانخفاض كبير في سعر الذهب الأسود، وبالتالي تقليص عائدات النفط الواردة إلى الميزانية الروسية. وهذا ما أطلق عليه حرب المضخات الناتجة عن تحالف كل من الولايات المتحدة الأمريكية والسعودية من جانب واحد ضد روسيا وإيران من جانب آخر، عند طريق ضخهم حتى الموت أي إفلاسهم من خلالهم خفض سعر النفط إلى مستويات أدنى مما تحتاجه كل من موسكو وطهران لتمويل ميزانيتها¹، وقد أثرت العقوبات مع تراجع أسعار النفط سلبا في الاقتصاد الروسي ودفعته للركود وبدأت العملة الروسية تشهد بالفعل تراجعا في قيمة عملتها حيث خسرت 40% من قيمتها مقابل الدولار مع تزايد الضغوط عليها في سوق الصرف الأجنبي بسبب ضغوط تراجع الإيرادات النفطية².

ب- أما الذين يرون أنّ الانخفاض في الأسعار ناجم عن استخدام النفط كسلاح، إنّ السعودية زادت من إنتاج النفط بشكل كبير ودفعت دول الخليج العربي للالتزام أيضًا بالزيادة، وأنّ المستهدف من هذه العملية هو إيران، حيث يعتبر أصحاب هذه النظرية أنّ هذه الخطوة قائمة على إستراتيجية تهدف إلى الضغط على إيران، سيما وأنّ السعودية وباقي دول المجلس قادرة على تحمّل الخسائر الناجمة عن انخفاض الأسعار، نتيجة تراكماتها للفوائض خلال السنوات الماضية، بينما لن تستطيع طهران الصمود لوقت طويل خاصة أنّها تحتاج إلى أن تكون الأسعار فوق 130 دولارًا لتحقيق موازنتها، وأن عدم قدرتها على تحقيق ذلك سيدفعها للبحث عن موارد أخرى كقطع الدعم أو رفع الضرائب وهي خطوة غير شعبية، قد تؤدي إلى ردات فعل سلبية في الداخل الإيراني³.

¹ Thomas L.Fridman, A Pump War?, The New York Times, 14 OCT, 2014, https://www.nytimes.com/2014/10/15/opinion/thomas-friedman-a-pump-war.html?_r=0

² إبراهيم محمد السقا، لماذا تراجع أسعار النفط، مجلة الاقتصادية الإلكترونية، متاح على الرابط: http://www.aleqt.com/2014/12/12/article_914128.html

³ علي باكير، انخفاض أسعار النفط من يستهدف من؟ مقال في نون بوست، على الموقع التالي: <http://www.noonpost.net/content/4681>

الفصل الثاني: الأبعاد الاقتصادية لأثر الأزمات النفطية على الدول العربية المصدرة للنفط

المبحث الثاني: الأبعاد الاقتصادية لأثر الأزمات النفطية على الموازنة العامة للدول العربية المصدرة للنفط

تباين انعكاسات الأزمات النفطية على البلدان العربية المصدرة للنفط غير أن أثارها الناتجة عن الانخفاض في أسعار النفط تؤدي إلى تراجع حجم صادراتها النفطية بشكل عام ومن ثم انخفاض إيرادات المالية العامة لهذه الدول مع احتمال انتقال هذه التداعيات إلى حجم الإنفاق الحكومي الذي تزايد بفعل الضغوطات الاجتماعية والأهداف الموضوعية لتطوير البنية التحتية في البرامج التنموية.

المطلب الأول: انعكاسات الأزمات النفطية على الإيرادات العامة للدول العربية المصدرة للنفط

تعتمد الدولة من أجل تنفيذ برامجها التنموية على مصادر متنوعة لضمان الإيرادات اللازمة لتغطية نفقاتها، وتمثل هذه الإيرادات في إيرادات الجباية العادية وإيرادات الجباية النفطية وعلى اعتبار أن الجباية النفطية تمتاز بعدم الاستقرار والتذبذب في حصيلتها نتيجة لارتباطها بشكل أساسي على الفروض الخاصة بأسعار النفط الذي تتصف بعدم الاستقرار وعدم وضوح الرؤيا المستقبلية في أسوقها الأمر الذي حتماً يؤثر بشكل كبير على الإيرادات العامة لميزانية الدولة، ومما لاشك فيه أن الإيرادات النفطية تشكل وزن كبير في هيكل الإيرادات العامة للدول المصدرة للنفط، فإن أي تغيير في حجم هذه الإيرادات سوف ينعكس مباشرة على استقرار موازنتها العامة.

أولاً- أهمية الإيرادات النفطية في هيكل الإيرادات العامة للدول العربية المصدرة للنفط:

إن المحدد الأساسي لحجم الإيرادات العامة في الدول العربية المصدرة للنفط هو مستوى حجم إيرادات النفطية التي ترتبط بدورها بمستويات أسعار النفط في الأسواق الدولية مما يعني أن الموازنة العامة في هذه الدول تتأثر بشكل مباشر بالتغيرات التي تسجلها أسعار النفط، وبهذا فإن سلوك الموازنة العامة يتطور تبعاً لسلوك تطورات العائدات النفطية.

جدول رقم (02-07) تطور حصة الإيرادات النفطية وغير نفطية ضمن هيكل الإيرادات العامة للدول العربية

النفطية الوحدة: (%)

السنة	2000	2002	2004	2006	2008
الإيرادات النفطية	61.1	56.7	65.5	73.4	76.1
الإيرادات غير نفطية	38.9	43.3	34.5	26.6	23.9
السنة	2010	2012	2014	2015	2016

الفصل الثاني: الأبعاد الاقتصادية لأثار الأزمات النفطية على الدول العربية المصدرة للنفط

45.5	51.6	69	75.7	69	الإيرادات النفطية
54.5	48.4	31	24.3	31	الإيرادات غير نفطية

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، أعداد مختلفة.

عند تحليل هيكل الإيرادات العامة للدول العربية المصدرة للنفط يتضح ثقل وزن الإيرادات النفطية ضمن إجمالي هذه الإيرادات واستحواذها على الحصة الأكبر مقارنة بالإيرادات الأخرى، فمن خلال الجدول رقم (2-7) يتبين أن متوسط مساهمة الإيرادات النفطية لمجمل البلدان العربية المصدرة للنفط بلغ 56.7% سنة 2002، ليرتفع إلى 65.5% سنة 2004 وقد ساعدت الارتفاعات المتلاحقة في أسعار النفط على زيادة قيمة الإيرادات النفطية ومن ثم ارتفاع نسبة مشاركتها في إجمالي الإيرادات العامة حتى وصلت إلى 76.1% سنة 2008، وقد تقلصت حصتها نتيجة تبعات تداعيات الأزمة المالية سنة 2010 إلى 69% إلا أنه بعد استرجاع أسعار النفط مسارها المرتفع ارتفعت نسبتها هي الأخرى إلى 75.5% سنة 2012 وحفاظا على عاداتها المتلازمة لأسعار النفط تراجع نسبتها إلى 51.6% سنة 2015 تماشيا مع حركة الأسعار المنخفضة خلال نفس الفترة.

جدول رقم (02-08) تطور حصة الإيرادات النفطية ضمن هيكل الإيرادات العامة للدول العربية النفطية الوحدة: (%)

السنوات	2000	2005	2008	2009	2011
الإمارات	82.7	93.2	80.9	58.3	73.0
الجزائر	74.3	76.3	78.8	65.6	68.7
السعودية	93.0	91.1	89.3	85.2	92.6
العراق	-	99.5	99.1	93.69	98.5
عمان	86.5	98.2	78.6	77.4	84.4
قطر	80.2	81.8	57.4	49.0	66.8
الكويت	88.4	91.9	93.1	93.9	92.8
ليبيا	88.0	95.7	88.6	84.6	94.2
السنوات	2012	2013	2014	2015	2016
الإمارات	70.9	68.3	66.8	42.6	44.4

الفصل الثاني: الأبعاد الاقتصادية لأثار الأزمات النفطية على الدول العربية المصدرة للنفط

35.5	53.8	57.9	61.9	66.0	الجزائر
62.3	72.6	87.8	89.8	91.8	السعودية
68.7	97.5	97.4	97.5	97.9	العراق
67.4	73.7	85.6	85.7	84.7	عمان
28.6	50.0	49.9	57.0	59.0	قطر
88.6	90.2	91.3	93.6	94.5	الكويت
77.5	62.9	92.7	94.5	95.6	ليبيا

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا نفس مصدر الجدول رقم (2-7).

إن السمة التي يمكن استخلاصها من خلال تحليل تطورات حصة الإيرادات النفطية في الدول العربية المصدرة للنفط بشكل عام هي ارتباطها الوثيق بمستويات أسعار النفط المسجلة في أسواق الطاقة الدولية، حيث أدت الطفرة السعرية المسجلة في أسعار النفط بداية العقد الأول من القرن الحالي إلى تسارع نمو معدلات الإيرادات النفطية ومن ثم ارتفاع مساهمتها في إجمالي الإيرادات العامة، إلا أن تداعيات الأزمة العالمية أسفرت على تراجع حصة الإيرادات النفطية لإجمالي الدول العربية، فانخفضت من 80.9% و 78.8% في عام 2008 إلى 58.3% و 65.6% في عام 2009 في الإمارات والجزائر على التوالي، وبعد تعافي الاقتصاد العالمي وانتعاش الطلب على النفط استرجعت الأسعار لمساراتها المرتفعة بداية العقد الحالي التي أضفت بدورها إلى ارتفاع حصة الإيرادات النفطية إلى أن وصلت إلى 94.5% و 91.8% في الكويت والسعودية على التوالي سنة 2012، وما لبثت إلى أن تراجعت نسبتها إلى مستويات متدنية نتيجة الانهيارات المسجلة في أسعار النفط منذ بداية منتصف 2014 التي ظهرت أعراضها في سنة 2015، حيث سجلت أعلى حصة للإيرادات النفطية في العراق والكويت بنسبة 97.5% و 90.2% على التوالي، تلتها كل من عمان والسعودية بنسبة 73.7% و 72.6% على التوالي بينما سجلت أدنى حصة لها في الإمارات واليمن بنسبة 42.6% و 22% على التوالي.

ثانيا- انعكاسات تطورات أسعار النفط على الإيرادات العامة للدول العربية المصدرة للنفط (1990-1999):

تلعب العائدات النفطية دورا رئيسيا في تمويل عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية في الدول العربية المنتجة للنفط وعلى الرغم من أن العائدات النفطية كانت في بداية السبعينات منخفضة نتيجة لانخفاض أسعار النفط، إلا أنه كان لها أثر

الفصل الثاني: الأبعاد الاقتصادية لأثار الأزمات النفطية على الدول العربية المصدرة للنفط

لموس في اقتصاديات هذه الدول حيث مكنتها من التوسع في تمويل برامج التنمية المختلفة بعد التصحيح السعري سنتي 1973 و1979، وقد عرفت الإيرادات العامة للدول العربية المصدرة للنفط خلال عقد التسعينات تذبذبا كبيرا والذي ارتبط بتذبذبات في العائدات النفطية بناء على التقلبات في أسعار النفط خلال نفس الفترة، هذا ما يبرز الارتباط القوي بين حجم الإيرادات العامة لمجوع هذه الدول واتجاهات أسعار النفط في الأسواق العالمية.

جدول رقم (02-09) تطورات الإيرادات العامة للدول العربية المصدرة للنفط تبعا لتطورات أسعار النفط خلال (1990-1999)

السنوات	الإيرادات العامة (مليون دولار)	الإيرادات نفطية (مليون دولار)	أسعار النفط (دولار للبرميل)	معدل نمو الإيرادات العامة (%)	معدل نمو الإيرادات نفطية (%)	معدل نمو أسعار النفط (%)
1990	106474	88777	22.3	-	-	-
1991	94010	85361	18.6	11.70	-3.84	-16.59
1992	92621	92557	18.4	-1.47	8.43	-1.07
1993	84614	84038	16.3	-8.64	-9.20	-11.41
1994	83826	81900	15.5	0.93	-2.54	-4.90
1995	94814	91552	16.9	13.10	11.78	9.03
1996	110211	107662	20.3	16.24	17.59	20.1
1997	122839	105507	18.7	11.45	-2.00	-7.88
1998	94565	69710	12.3	-23.01	-33.92	-34.22
1999	95644	70010	17.5	1.14	0.43	42.27

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، أعداد مختلفة.

من الجدول أعلاه يتبين أن هناك تقلب واضح في حجم الإيرادات العامة لإجمالي الدول العربية المصدرة للنفط خلال الفترة (1990-1999)، فخلال الفترة (1990-1994) أخذت أسعار النفط في الانخفاض، حيث انخفضت من 22.3 دولار للبرميل سنة 1990 إلى 15.5 دولار للبرميل سنة 1994 أي تراجعت بنسبة 43.8%، وترتب على

الفصل الثاني: الأبعاد الاقتصادية لأثار الأزمات النفطية على الدول العربية المصدرة للنفط

ذلك انخفاض في حجم الإيرادات النفطية من 88777 مليون دولار سنة 1990 إلى 81900 سنة 1994 التي أضفت بدورها إلى تراجع الإيرادات العامة لإجمالي هذه الدول من 106474 مليون دولار سنة 1990 إلى 83826 مليون دولار سنة 1994 بنسبة انخفاض بلغت 27%، كأدنى قيمة لها خلال عقد التسعينات.

وابتداء من سنة 1995 عرفت أسعار النفط انتعاشا في مستوياتها وصلت إلى 16.9 دولار للبرميل خلال نفس السنة لتواصل مسارها المرتفع حتى وصلت إلى 20.3 و 18.7 سنة 1996 و 1997 على التوالي، مما أدى إلى ارتفاع حجم الإيرادات النفطية ومن ثم ارتفاع حجم الإيرادات العامة من 94814 مليون دولار سنة 1995 إلى 122839 مليون دولار سنة 1997 كأعلى قيمة لها منذ عام 1990.

وفي سنة 1998 ألفت الأزمة المالية الآسيوية بضلالها على السوق النفطية التي عرفت تقلبات حادة في مستويات أسعارها وأخذت في الانخفاض لتصل إلى أدنى مستوى لها، حيث تراجعت من 18.7 دولار للبرميل سنة 1997 إلى 12.3 دولار للبرميل سنة 1998، مما أدى إلى تراجع كبير في قيمة الإيرادات النفطية وصل إلى 35797 مليون دولار أي انخفاض بنسبة 34%، ونتيجة لهذه التطورات انخفضت الإيرادات العامة للدول العربية المصدرة للنفط لتصل إلى 94565 مليون دولار أي تراجعت بنسبة 23% مقارنة بعام 1997، كما انخفضت نسبة مساهمة الإيرادات النفطية في إجمالي الإيرادات العامة لتصل إلى 73.7% مقارنة بـ 85.8% في عام 1997.

ثالثا- انعكاسات تطورات أسعار النفط على الإيرادات العامة للدول العربية المصدرة للنفط (2000-2008):

شهدت بداية الألفية الثالثة ارتفاعا متواصل في مستويات أسعار النفط في أسواق الطاقة الدولية، فانتقلت من 27.6 دولار للبرميل سنة 2000 إلى 94.4 دولار للبرميل سنة 2008 بمعدل سنوي بلغ 17.95% نتيجة جملة من التطورات الاقتصادية العالمية، وعلى ضوء ذلك ارتفعت قيمة الإيرادات النفطية للدول العربية المصدرة للنفط بشكل متواصل خلال نفس الفترة من 97123 مليون دولار سنة 2000 لتصل إلى 653623 مليون دولار سنة 2008 وكمحصلة لهذه التطورات تزايد حجم إيراداتها العامة لإجمالي هذه الدول من 151656 مليون دولار سنة 2000 إلى 719562 مليون دولار سنة 2008.

الفصل الثاني: الأبعاد الاقتصادية لأثار الأزمات النفطية على الدول العربية المصدرة للنفط

جدول رقم (10-02) تطورات الإيرادات العامة للدول العربية المصدرة للنفط تبعا لتطورات أسعار النفط خلال (2008-2000)

السنوات	الإيرادات العامة (مليون دولار)	الإيرادات نفطية (مليون دولار)	أسعار النفط (دولار للبرميل)	معدل نمو الإيرادات العامة (%)	معدل نمو الإيرادات نفطية (%)	معدل نمو أسعار النفط (%)
2000	149844	97123	27.6	56.66	38.72	57.71
2001	141048	86257	23.1	-5.87	-11.18	-16.3
2002	132562	77295	24.3	-6.01	-10.38	5.9
2003	174889	108801	28.2	31.93	40.76	16.4
2004	250064	168965	36.0	42.98	55.29	27.66
2005	347103	256974	50.6	38.80	52.08	40.55
2006	434364	333884	61.0	25.14	29.93	20.55
2007	472498	350134	69.1	8.77	4.86	13.27
2008	718062	640193	94.4	51.97	51.46	36.61

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، أعداد مختلفة.

في ضوء التطورات التي شهدتها أسعار النفط خلال الفترة 2008-2000 شهدت الإيرادات النفطية للأقطار العربية المصدرة للنفط نمو متصاعدا من 97123 مليون دولار خلال عام 2000 إلى 256974 مليون دولار في عام 2005 عندما ارتفع المعدل السنوي لأسعار النفط من 27.6 دولار للبرميل إلى 50.6 دولار للبرميل عام 2005، ثم قفزت الإيرادات النفطية لإجمالي الدول العربية المصدرة للنفط إلى 640193 مليون دولار في عام 2008، عند ارتفاع المعدل السنوي في أسعار النفط إلى 94.4 دولار للبرميل خلال نفس السنة، وهذا ما يثبت أن التغير في حجم الإيرادات النفطية يتناسب طرديا مع التغير في أسعار النفط، حيث تزايدت الإيرادات النفطية بوتيرة أعلى خلال 2003-2005 عندما كانت الأسعار تتصاعد بوتيرة عالية، ثم انخفضت وتيرة الزيادة في حجم هذه الإيرادات عند انخفاض وتيرة الزيادة في الأسعار خلال 2005-2007.

الفصل الثاني: الأبعاد الاقتصادية لأثار الأزمات النفطية على الدول العربية المصدرة للنفط

وقد جنت الإيرادات العامة للدول العربية المصدرة للنفط خلال طول تلك الفترة ثمار الوتيرة المتزايدة في حجم الإيرادات النفطية الناتجة بدورها عن الارتفاع في مستويات أسعار النفط، لترتفع هي الأخرى بشكل متواصل فانقلبت من 149844 مليون دولار في عام 2000 إلى 347103 في عام 2005، لتسجل أعلى قيمة لها في عام 2008 والمقدرة بـ 718062 مليون دولار وذلك تزامن مع الأرقام القياسية الغير مسبوقه التي سجلتها أسعار النفط خلال تلك السنة حيث تحطت حاجز 140 دولار للبرميل خلال الربع الثاني من عام 2008.

رابعا- انعكاسات تطورات أسعار النفط على الإيرادات العامة للدول العربية المصدرة للنفط (2009-2016):

تشهد سوق النفط العالمية تطورات هيكلية هامة من عدة جوانب يأتي في مقدمتها تباطؤ نمو الطلب العالمي على النفط مقابل وفرة الإمدادات النفطية بخاصة النفط الصخري من أمريكا الشمالية، والتي انعكست سلبا على أسعار النفط في الأسواق الرئيسية الدولية، الأمر الذي ينطوي على آثار سلبية على اقتصاديات الدول العربية المصدرة للنفط التي تسعى إلى تحقيق أسعار مقبولة من أجل توازن ميزانيتها.

جدول رقم (02-11) تطورات الإيرادات العامة للدول العربية المصدرة للنفط تبعا لتطورات أسعار النفط خلال (2009-2016)

السنوات	الإيرادات العامة (مليون دولار)	الإيرادات نفطية (مليون دولار)	أسعار النفط (دولار للبرميل)	معدل نمو الإيرادات العامة (%)	معدل نمو الإيرادات نفطية (%)	معدل نمو أسعار النفط (%)
2009	462408	361967	61.0	-64.4	-43.46	-35.38
2010	565843	467728	77.4	22.37	29.22	26.88
2011	749232	642704	107.5	32.42	37.41	65.77
2012	910571	775396	109.5	21.52	20.64	1.86
2013	878552	725708	105.9	-3.51	-6.41	-3.28
2014	798955	634077	96.2	-9.06	-12.62	-9.16
2015	504069	331811	49.5	-36.91	-47.67	-48.55
2016	447027	251506	40.7	-11.31	-24.20	-17.77

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، أعداد مختلفة.

الفصل الثاني: الأبعاد الاقتصادية لأثار الأزمات النفطية على الدول العربية المصدرة للنفط

شهد الاقتصاد العالمي وأسواق الطاقة عموماً والنفط والغاز على وجه الخصوص العديد من الهزات الناجمة عن الأزمة المالية العالمية التي اندلعت في خريف عام 2008 وقد اشتد وقعها في النصف الأول من عام 2009 أين تراجع المتوسط السنوي لأسعار النفط من 94.4 إلى 61 دولار للبرميل مما أدى إلى تراجع الإيرادات النفطية لإجمالي الدول العربية المصدرة للنفط بنسبة 43.46% مقارنة بالسنة السابقة منتقل من 640193 مليون دولار عام 2008 إلى 361967 مليون دولار في عام 2009، غير أنه بعد تعافي الاقتصاد العالمي من إرهابات الأزمة العالمية وتحسن مؤشراتته بالإضافة إلى السياسات التي انتهجتها دول أوبك لإعادة التوازن إلى أسواق النفط عن طريق إدارة الإنتاج، عادة أسعار النفط للارتفاع من جديد ليصل سعر سلة خامات أوبك إلى 77.4 دولار للبرميل في عام 2010، مما دفع بالإيرادات النفطية للارتفاع إلا أن وصلت إلى 467728 مليون دولار لتنتقل بذلك الإيرادات العامة لإجمالي هذه الدول إلى 565843 مليون دولار خلال نفس السنة.

نتيجة لجملة من العوامل من أهمها التطورات الجيوسياسية في المنطقة العربية وأزمة الديون السيادية في الدول المتقدمة وبخاصة منطقة اليورو إضافة إلى التقلبات في أسعار صرف الدولار مقابل العملات الرئيسية ارتفعت أسعار النفط بشكل ملحوظ لتصل إلى مستويات غير مسبقة بداية من عام 2011 أين بلغت 107.5 دولار للبرميل واستمراراً لمسارها المرتفعة سجلت 109.5 و 105.9 دولار للبرميل خلال عامي 2012 و 2013 على التوالي، هذا ما أدى إلى ارتفاع الإيرادات النفطية للدول العربية المصدرة للنفط من 642704 مليون دولار عام 2011 إلى 775396 مليون دولار في عام 2012 أي بنسبة 20.65% مما أدى إلى ارتفاع الإيرادات العامة لهذه الدول من 749232 مليون دولار في عام 2011 إلى 910571 مليون دولار خلال عام 2013 أي بنسبة 21.53%.

مع بداية النصف الثاني من عام 2014 انخفضت أسعار النفط في الأسواق العالمية لتصل في نهاية العام إلى أقل مستوياتها منذ عام 2010 أين سجلت متوسط سنوي بلغ 96.2 دولار للبرميل، ويعزى هذا التراجع إلى مجموعة من العوامل المتشابكة التي وسبق الإشارة إليها معظمها له علاقة بأساسيات السوق، وكمحصلة لهذه التطورات تراجعت الإيرادات النفطية لإجمالي الدول العربية المصدرة للنفط من 725708 مليون دولار في عام 2013 إلى 634077 مليون دولار في عام 2014 بنسبة انخفاض وصلت إلى 12.62% الأمر الذي ترتب عنه تراجع في الإيرادات العامة في هذه الدول كمجموعة بنسبة 9.06% لتصل إلى حوالي 798955 مليون دولار في عام 2014 مقارنة بحوالي 878552 مليون دولار في عام 2013.

الفصل الثاني: الأبعاد الاقتصادية لأثار الأزمات النفطية على الدول العربية المصدرة للنفط

تأثرت أوضاع المالية العامة في الدول العربية المصدرة للنفط خلال عام 2015 بتراجع أسعار النفط العالمية والتي فقدت نصف قيمتها تقريبا لتصل إلى 49.5 دولار مقارنة بحوالي 96.2 دولار في العام السابق، وقد ترتب عن هذا الانخفاض تراجعاً في الإيرادات النفطية لهذه الأقطار مجتمعة إلى أن وصلت إلى 331811 مليون دولار بنسبة انخفاض بلغت 47.67% مقارنة بعام 2014، وعلى ضوء ذلك تراجعت الإيرادات العامة للدول العربية المصدرة للنفط إلى 504069 مليون دولار خلال 2015 و إلى 447027 مليون دولار في عام 2016 وهو أدنى مستوى لها منذ عام 2005. مما أدى إلى خلق ضغوطات على الموازنات العامة لهذه الدول، الذي ألزم عليها تبني بعض السياسات الرامية لتنويع مصادر إيراداتها بعيداً عن النفط من خلال زيادة حصيلة الإيرادات الضريبية بهدف رفع مرونة الموازنة العامة وتعزيز قدرتها في التصدي للصدمات المترتبة عن انخفاض أسعار النفط.

المطلب الثاني: انعكاسات الأزمات النفطية على النفقات العامة للدول العربية المصدرة للنفط

يعتبر الإنفاق العام المحرك الأساسي والفعال لكافة الأنشطة الاقتصادية في الدول العربية النفطية التي تعتمد حكوماتها في تمويله بنسبة كبيرة على الإيرادات النفطية، هذا ما يجعل نمو النفقات العامة مرتبط بشكل أساسي بنمو الإيرادات النفطية التي تمثل أهم مصدر للإيرادات العامة لهذه الدول، وبذلك فإن نمو الإيرادات العامة ومن ثمة النفقات العامة لا يرتبط بكفاءة السياسة المالية وإدارتها بل هو مرتبط بشكل أساسي على الفروض الخاصة بأسعار النفط، وقد عززت نسبة الضرائب المنخفضة على القطاع الغير النفطي الارتباط الوثيق بين إيرادات النفط وحجم الإنفاق العام لإجمالي الدول العربية المصدرة للنفط.

أولاً- انعكاسات تطورات أسعار النفط على النفقات العامة للدول العربية المصدرة للنفط (1990-1999):

أقرت الدول العربية المصدرة للنفط خلال عقد السبعينات والنصف الأول من الثمانينات برامج إنفاق طموحة عن البنية الأساسية وتحسين الخدمة العامة، غير أنه وبعد حدوث الأزمة العكسية سنة 1986 واستمرار انخفاض أسعار النفط أغلب سنوات التسعينيات شهدت هذه الدول مشكلات متزايدة تمثلت في التزام حكوماتها بأنواع معينة من الإنفاق لم تستطع التخلي عنه مما اضطرها للسحب من احتياطياتها الخارجية والاقتراض أحياناً.

الفصل الثاني: الأبعاد الاقتصادية لأثار الأزمات النفطية على الدول العربية المصدرة للنفط

جدول رقم (02-12) تطورات النفقات العامة للدول العربية المصدرة للنفط تبعا لتطورات أسعار النفط خلال (1999-1990)

السنوات	النفقات العامة (مليون دولار)	أسعار النفط (دولار للبرميل)	معدل نمو النفقات العامة %	معدل نمو أسعار النفط %
1990	114355	22.3	-	-
1991	147346	18.6	28.85	-16.59
1992	125453	18.4	-14.85	-1.07
1993	114432	16.3	-8.7	-11.41
1994	106797	15.5	-6.67	-4.90
1995	110605	16.9	3.56	9.03
1996	119282	20.3	7.84	20.1
1997	127934	18.7	7.25	-7.88
1998	120217	12.3	-6.03	-34.22
1999	118961	17.5	-1.04	42.27

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، أعداد مختلفة.

جاءت فترة تسعينيات القرن الماضي حبلى بأحداث جسام تركت ضللا قائمة على الدول العربية المصدرة للنفط نتيجة لتدهور أسعار النفط وتقلبها الشديد الذي أدى إلى تقلب العائدات النفطية التي تعد المصدر الرئيسي لتمويل نفقاتها فبعد ارتفاع حجم النفقات العامة عام 1991 بنسبة 28.85% مقارنة بعام 1990 بالرغم من تراجع أسعار النفط بنسبة 16.6% خلال نفس السنة، ومرد هذا الارتفاع في حجم الإنفاق العام هو التخصيص الكبير للميزانيات الداعمة للعجلة الحربية لدول الخليج العربي المعنية بالمواجهة في حرب الخليج الثانية، فارتفعت النفقات العامة في كل من السعودية، الكويت والإمارات بمعدلات نمو قدرها 33%، 111%، 23.1% على الترتيب، وبعد انتهاء الحرب أخذ المسار الإنفاقي للدول العربية المصدرة للنفط منحى تنازليا إلى أن بلغ أدنى مستوى له في عام 1994 حيث بلغ 106797 مليون دولار نتيجة للانخفاض المسجل في أسعار النفط خلال تلك السنة، وشهدت الفترة 1995-1997 ارتفاع في

الفصل الثاني: الأبعاد الاقتصادية لأثار الأزمات النفطية على الدول العربية المصدرة للنفط

العائدات النفطية نتيجة تحسن مستويات أسعار النفط خلال نفس الفترة التي أضفت إلى ارتفاع حجم النفقات العامة بنسبة 12.79% خلال عام 1997 مقارنة بعام 1994.

تحت وطأة الأزمة النفطية المسجلة في عام 1998 التي أثرت على اقتصاديات الدول العربية المصدرة للنفط بشكل عام كان لزاما على حكوماتها أن تشرع في عمليات للتكيف مع معطيات الأزمة بغية التغلب على المشاكل الاقتصادية الناتجة عن تراجع العائدات النفطية، ومن بين هذه العمليات التي انتهجتها هذه الدول تعديل توجهات المسار الإنفاقي ليتلاءم مع ندرة ونقص الموارد اللازمة لتغطيته وذلك من خلال ترشيد الإنفاق العام لإجمالي هذه الدول، ونتيجة لذلك انخفض حجم الإنفاق العام من 127934 مليون دولار في عام 1997 إلى 120217 مليون دولار في عام 1998 أي بنسبة انخفاض بلغت 6.32%.

ثانيا- انعكاسات تطورات أسعار النفط على النفقات العامة للدول العربية المصدرة للنفط (2000-2008):

على ضوء الطفرة الغير مسبوقه التي شهدتها أسعار النفط في أسواق الطاقة الدولية بداية من العقد الأول من القرن الحالي ارتفعت قيمة العائدات النفطية للدول العربية المصدرة للنفط التي تعتمد عليها حكومات هذه الدول بشكل كلي في تغطية حجم نفقاتها العامة نظرا لعدم وجود قاعدة اقتصادية عريضة منتجة ومدرة للدخل، وقد مكن تزايد هذه الإيرادات الدول العربية المصدرة للنفط من التوسع في حجم الإنفاق العام وذلك من خلال تبني طيف واسع من السياسات الرامية لتحسين أدائها الاقتصادي وتحسين البنية التحتية والتخلص من مديونيتها، وواصل الإنفاق العام مساره المتصاعد بالرغم من انحدار قيمة التدفقات المالية نحو هذه الدول نتيجة تداعيات الأزمة المالية التي ألقى بضلالها على الاقتصاد العالمي عامة وعلى أسعار النفط خاصة.

جدول رقم (02-13) تطورات النفقات العامة للدول العربية المصدرة للنفط تبعا لتطورات أسعار النفط خلال

(2008-2000)

السنوات	النفقات العامة (مليون دولار)	أسعار النفط (دولار للبرميل)	معدل نمو النفقات العامة %	معدل نمو أسعار النفط %
2000	134670	27.6	13.20	57.71
2001	144011	23.1	6.93	-16.3

الفصل الثاني: الأبعاد الاقتصادية لأثار الأزمات النفطية على الدول العربية المصدرة للنفط

5.9	-1.34	24.3	142080	2002
16.4	9.57	28.2	155686	2003
27.66	28.53	36.0	200117	2004
40.55	15.38	50.6	230902	2005
20.55	17.05	61.0	270279	2006
13.27	26.62	69.1	342251	2007
36.61	28.30	94.4	439119	2008

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، أعداد مختلفة.

تشير البيانات الواردة في الجدول أعلاه إلى أن حجم النفقات العامة في الدول العربية المصدرة للنفط عرفت تطورات كبيرة خلال هذه الفترة، حيث انتقلت من مستوى 134670 مليون دولار في عام 2000 إلى مستوى 439119 مليون دولار في عام 2008 بمتوسط معدل نمو سنوي قدره 16.3% تماشيا مع ارتفاع العائدات النفطية التي انتقلت بدورها من مستوى 97123 مليون دولار في عام 2000 إلى مستوى 640193 مليون دولار في عام 2008 بمتوسط سنوي قدره 30.40% وذلك في أعقاب ارتفاع أسعار النفط من 27.6 في عام 2000 إلى 94.4 دولار للبرميل عام 2008 بمعدل سنوي قدره 22.48%. ويعزى الارتفاع الملموس في حجم الإنفاق العام نتيجة قيام حكومات هذه الدول بتنفيذ العديد من المشاريع الهادفة لتحسين البنية التحتية وتحسين جودة الخدمات وخلق فرص العمل وتحسين مؤشرات التنمية الاقتصادية بشكل عام.

وعند تحليل مكونات الجدول أعلاه يتضح التناسب الطردي ما بين معدلات نمو النفقات العامة ومعدلات نمو أسعار النفط، حيث أدت ارتفاع معدلات نمو أسعار النفط المقدر بـ 27.66% في سنة 2004 إلى نمو النفقات العامة بنسبة 28.53% خلال نفس السنة، وأسفرت كذلك ارتفاعات معدلات نمو أسعار النفط خلال عام 2008 المقدر بـ 36.61% بدورها عن نمو حجم النفقات العامة في إجمالي الدول العربية المصدرة للنفط بنسبة 28.30% خلال نفس السنة، وهذا ما يثبت أن أداء أسعار النفط في الأسواق العالمية هو المحدد الأساسي لنمو معدلات النفقات العامة في الدول العربية المصدرة للنفط.

الفصل الثاني: الأبعاد الاقتصادية لأثار الأزمات النفطية على الدول العربية المصدرة للنفط

ثالثاً- انعكاسات تطورات أسعار النفط على النفقات العامة للدول العربية المصدرة للنفط (2009-2016):

يعتبر الإنفاق العام أحد العوامل المؤثرة في الأداء الاقتصادي للدول العربية المصدرة للنفط بشكل عام حيث يشكل أداة رئيسية لحكوماتها في تحقيق الأهداف الاقتصادية والاجتماعية شريطة كفاءة تخصيصه ليرك أثراً إيجابياً نحو توفير الموارد اللازمة للنمو الاقتصادي، وقد استطاعت هذه الدول المحافظة على مستويات مرتفعة في الإنفاق العام منذ بداية هذه الفترة وساعدها في ذلك المستويات المرتفعة في الإيرادات النفطية إلا أن تراجع قيمة هذه الأخيرة بسبب تراجع أسعار النفط العالمية بداية من منتصف 2014 اتجه عدد من الدول العربية المصدرة للنفط لتخفيض الإنفاق العام بشقيه، بينما واصل العدد الآخر من هذه الدول تبني سياسات مالية توسعية وساعدها في ذلك فوائض الموازنة العامة المحققة في السنوات السابقة.

جدول رقم (02-14) تطورات النفقات العامة للدول العربية المصدرة للنفط تبعا لتطورات أسعار النفط خلال (2009-2016)

السنوات	النفقات العامة (مليون دولار)	أسعار النفط (دولار للبرميل)	معدل نمو النفقات العامة %	معدل نمو أسعار النفط %
2009	487099	61.0	10.92	-35.38
2010	529502	77.4	8.70	26.88
2011	619799	107.5	17.05	65.77
2012	715613	109.5	15.45	1.86
2013	741670	105.9	3.36	-3.28
2014	706807	96.2	-4.70	-9.16
2015	696778	49.5	-1.42	-48.55
2016	630082	40.7	-9.57	-17.77

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، أعداد مختلفة.

تشير بيانات الجدول أعلاه إلى أن النفقات العامة لإجمالي الدول العربية المصدرة للنفط عرفت تطورات ملحوظة في قيمتها خلال هذه الفترة، حيث أنه بعد تعافي الاقتصاد العالمي من تبعات الأزمة المالية العالمية وارتفاع أسعار النفط أدى إلى

الفصل الثاني: الأبعاد الاقتصادية لأثار الأزمات النفطية على الدول العربية المصدرة للنفط

تحسن قيمة الإيرادات النفطية مما قاد هذه الدول إلى إتباع سياسة مالية توسعية هادفة إلى تعزيز وتيرة النشاط الاقتصادي، التي ارتفع على إثرها حجم الإنفاق العام من 487099 مليون دولار في عام 2009 إلى 529502 مليون دولار في عام 2010 واستمر تزايد الإنفاق العام خلال عام 2011 و2012 أين وصل إلى 619799 و 715613 مليون دولار على التوالي نظرا للسياسات التي اتخذتها حكومات هذه الدول في إطار الجهود المتخذة لتنفيذ الخطط التنموية الرامية لتعزيز النمو الاقتصادي تماشيا مع تصاعد أسعار النفط التي كان لها دورا هاما في توفير حيز مالي مناسب للتوسع في الإنفاق العام في معظم الدول العربية المصدرة للنفط.

بعد وتيرة نمو متزايدة دامت خمسة سنوات في حجم النفقات العامة للدول العربية النفطية انخفضت قيمة هذه الأخيرة خلال عام 2014 على ضوء تراجع الإيرادات المالية بسبب انخفاض أسعار النفط العالمية التي أضفت إلى انخفاض الإنفاق العام من 741670 مليون دولار في عام 2013 إلى 706807 مليون دولار في عام 2014 ومن ثما إلى 696778 مليون دولار في عام 2015 بنسب تراجع بلغت 1.42% و 9.57% على التوالي. لتعتمد بعض الدول على إثر ذلك سياسة مالية انكماشية وتقليل إنفاقها العام لمواءمة أوضاعها المالية مع الحقائق الجديدة في أسواق النفط العالمية لضمان حفاظها على استقرار الأوضاع المالية العامة، على عكس بضع الدول الأخرى التي حافظت على مستويات مرتفعة من الإنفاق العام على غرار السعودية والجزائر رغم تراجع أسعار النفط وتداعياتها على الإيرادات العامة، وقد ساعدها في ذلك الفوائض والأرصدة المحققة في السنوات السابقة.

المطلب الثالث: انعكاسات الأزمات النفطية على رصيد الموازنة العامة للدول العربية المصدرة للنفط

تسببت الأزمات النفطية المتلاحقة في عدم استقرار الإيرادات النفطية التي تتحدد أساسا بمستوى مداخيل الصادرات النفطية التي ترتبط بدورها بمستويات الأسعار في الأسواق الدولية مما أدى إلى عدم وضوح الرؤيا في حجم الإيرادات العامة في الدول العربية المصدرة للنفط، في ذات الوقت الذي كانت فيه النفقات العامة ترتفع من سنة لأخرى مع عدم قدرة حكومات هذه الدول في تعديلها بالشكل المماثل لتتلاءم مع حجم الإيرادات العامة، مما أحدث تذبذبا في أرصدة الموازنة العامة لهذه الدول خلال هذه الأزمات.

الفصل الثاني: الأبعاد الاقتصادية لأثار الأزمات النفطية على الدول العربية المصدرة للنفط

أولاً- تطورات أسعار النفط وظاهرة العجز الموازي للدول العربية المصدرة للنفط:

اتبعت الموازنة العامة للدول العربية المصدرة للنفط نفس مسار الإيرادات العامة التي عرفت تذبذب كبير في حجمها نتيجة لعدم استقرار الإيرادات النفطية الناتجة بدورها عن التقلبات في أسعار النفط خلال تسعينيات القرن الماضي، فضلاً عن ضعف قدرة سلطاتها المالية في السيطرة على حجم الإنفاق العام، ليقود ذلك حكومات هذه الدول إلى إقرار عجز في ميزانياتها خلال هذه الفترة.

جدول رقم (02-15) تطورات رصيد الموازنة العامة للدول العربية المصدرة للنفط تبعا لتطورات أسعار النفط

خلال (1990-1999)

السنوات	الإيرادات العامة (مليون دولار)	النفقات العامة (مليون دولار)	رصيد الموازنة العامة (مليون دولار)	رصيد الموازنة العامة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي %
1990	106474	114355	-7878	-2.04
1991	94010	147346	-53330	-9.38
1992	92621	125453	-32806	-1.77
1993	84614	114432	-29778	-6.15
1994	83826	106797	-23371	-3.53
1995	94814	110605	-15791	0.30
1996	110211	119282	-9071	0.26
1997	122839	127934	-5095	-1.15
1998	94565	120217	-25959	-1.98
1999	95644	118961	-23317	2.07

المصدر: من إعداد الطالب اعتماداً على: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، أعداد مختلفة.

من خلال البيانات الواردة في الجدول أعلاه يتضح أن عجز الموازنة العامة للدول العربية النفطية أصبح ظاهرة دورية مستمرة طول هذه الفترة وذلك بسبب الاضطرابات التي عرفتتها السوق النفطية التي أدت إلى انخفاض أسعار النفط الأمر الذي ترتب عنه انكماش وتراجع في حجم الإيرادات النفطية، في الوقت ذاته الذي لم يجري فيه تخفيض مماثل في حجم

الفصل الثاني: الأبعاد الاقتصادية لأثار الأزمات النفطية على الدول العربية المصدرة للنفط

الإنتفاق العام ليتلاءم مع حجم الإيرادات، ليقود ذلك إلى تسجيل عجز في الموازنة العامة بقيمة 7878 مليون دولار في عام 1990 ليرتفع إلى 53330 مليون دولار في عام 1991 وهي أعلى قيمة له خلال الفترة 1990-1999 وسبب ذلك يعود إلى أثار حرب الخليج الثانية التي تحملت الكويت العبء الأكبر منها بعجز وصل إلى 25384 مليون دولار بسبب ارتفاع نفقاتها العسكرية من جهة وتراجع عائداتها النفطية بسبب توقف الصادرات النفطية بالكامل من جهة ثانية ولم تسلم دول مجلس التعاون الخليجي من تبعات الحالة الأمنية المضطربة في المنطقة¹. فسجلت هي الأخرى عجوزات على مستوى موازنتها العامة، إذ سجلت السعودية عجز بقيمة 21656 مليون دولار في عام 1991 بالمقارنة مع 6506 مليون دولار فقط في عام 1990، شأنها في ذلك شأن الإمارات التي ارتفع عجز موازنتها العامة من 2153 إلى 3166 مليون دولار خلال ذات الفترة، ليتقلص العجز خلال عامي 1992 و1993 نتيجة التخلص من النفقات العامة العسكرية التي كانت تثقل كاهل الدول الخليجية بالإضافة إلى عودة إنتاج النفط إلى مستواه المعهود².

وبينما عانت بعض الدول العربية النفطية من عجز موازنتي خلال هذه الفترة حققت دول عربية نفطية أخرى فائض في ميزانياتها كالجائر التي حققت فائض قدره 2255 و773 مليون دولار في عام 1990 و1991 على التوالي وفائض قدره 114 و1368 مليون دولار في عام 1996 و1997 على الترتيب، وليبيا التي حققت فائض خلال عامي 1996 و1997 بمقدار 89 و93 مليون دولار على التوالي، إضافة إلى عمان وقطر التي سجلتا فائض قدره 170 و396 مليون دولار في عام 1990.

وبشكل عام فقد ظل رصيد الموازنة العامة للدول العربية النفطية مرهون بتطورات أسعار النفط في الأسواق الدولية ففي السنوات التي عرفت خلالها أسعار النفط نوع من التحسن مثل عامي 1996 و1997 تراجع العجز بشكل ملحوظ ليسجل ما قيمته 9071 و5095 مليون دولار على التوالي، ليرتفع إلى 25959 مليون دولار في عام 1998 جراء الأزمة النفطية التي سجلت خلالها أسعار النفط أدنى مستوى لها على الإطلاق خلال هذه الفترة.

¹ محمد عبد العزيز التويجري، عدنان جعفر آل حسن، العوامل المؤثرة على عجز الموازنة في المملكة العربية السعودية، مجلة دراسات الخليج والجزيرة العربية، العدد 96، جامعة الكويت، 2000، ص 85.

² بلقلة براهيم، سياسات الحد من الآثار الاقتصادية غير المرغوبة لتقلبات أسعار النفط على الموازنة العامة في الدول العربية المصدرة للنفط مع الإشارة إلى حالة الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2014/2015، ص 107.

الفصل الثاني: الأبعاد الاقتصادية لأثار الأزمات النفطية على الدول العربية المصدرة للنفط

ثانياً- تطورات أسعار النفط وفائض الموازنة العامة للدول العربية المصدرة للنفط

تلعب الإيرادات النفطية دوراً مهماً في تعزيز الوضع المالي للدول العربية المصدرة للنفط عن طريق تمويل الموازنة العامة لهذه الدول، ولعل ما يؤكد هذا الدور هو استحوادها على الجزء الأكبر داخل بنود الإيرادات العامة، مما يفسر الأهمية النسبية للإيرادات النفطية في تحديد معالم وضع الموازنة العامة للدول العربية النفطية.

جدول رقم (02-16) تطورات رصيد الموازنة العامة للدول العربية المصدرة للنفط تبعاً لتطورات أسعار النفط خلال (2000-2009)

السنوات	الإيرادات العامة (مليون دولار)	النفقات العامة (مليون دولار)	رصيد الموازنة العامة (مليون دولار)	رصيد الموازنة العامة كنسبة من ناتج محلي
2000	149844	134670	15174	3.42
2001	141048	144011	-2963	-0.69
2002	132562	142080	-9518	-2.18
2003	174889	155686	19203	3.84
2004	250064	200117	49946	8.11
2005	347103	230902	116201	14.64
2006	434364	270279	164085	16.33
2007	472498	342251	130247	11.26
2008	718062	439119	278943	18.31
2009	462408	487099	-24691	-2.00

المصدر: من إعداد الطالب اعتماداً على: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، أعداد مختلفة.

نتيجة لتراجع الإيرادات النفطية بسبب انخفاض أسعار النفط خلال عامي 2001 و2002 سجل رصيد الموازنة العامة للدول العربية المصدرة للنفط عجزاً وصل إلى 2963 و9518 مليون دولار على الترتيب، غير أنه مسايرة للمنحى الذي اتخذته الإيرادات النفطية المدفوعة بحركة أسعار النفط المرتفعة في السوق العالمية بداية من عام 2003 سجل رصيد الموازنة العامة لهذه المجموعة من الدول فائض قيمته 19203 مليون دولار، لينتقل إلى 164085 مليون دولار في عام 2006 وعلى الرغم من تواصل ارتفاع مستويات أسعار النفط فقد حقق رصيد الموازنة العامة في عام 2007 نسبة انخفاض بلغت

الفصل الثاني: الأبعاد الاقتصادية لأثار الأزمات النفطية على الدول العربية المصدرة للنفط

20.62% بالمقارنة مع عام 2006 وسبب ذلك نمو النفقات العامة بمعدل أعلى من معدل نمو الإيرادات العامة، وذلك بفعل التوسع الذي أقرته حكومات هذه الدول في حجم إنفاقها العام.

شهدت النفقات العامة للدول العربية النفطية نمو قدره 28% في عام 2008، بينما سجلت الإيرادات العامة لهذه المجموعة من الدول معدل نمو وصل إلى 52% ومرد ذلك الارتفاع الكبير الذي حققته الإيرادات النفطية خاصة بعدما تجاوزت أسعار النفط حاجز 120 دولار للبرميل خلال الربع الثاني من 2008، ليقود ذلك إلى تحقيق فائض في رصيد الموازنة العامة قيمته 278943 مليون دولار بنسبة ارتفاع تخطت الضعف بالمقارنة مع السنة الماضية.

بعد أن ألقت الأزمة المالية بثقلها على معظم مفاصل الاقتصاد العالمي عامة والسوق النفطية خاصة التي هوت بأسعارها من مستوى الذروة الذي بلغته 131 دولار للبرميل في جويلية 2008 إلى مستوى منخفض نزل إلى مادون 40 دولار للبرميل في ديسمبر لنفس السنة، لينعكس هذا الانخفاض الحاد في أسعار النفط في هبوط حاد في حجم الإيرادات النفطية الواردة للدول العربية المصدرة للنفط بنسبة تجاوزت 40% لتراجع على أثر ذلك قيمة الإيرادات العامة بنسبة بلغت 35% مقارنة مع نمو النفقات العامة بقيمة 10.92%، وكمحصلة لهذه التطورات تحول الفائض في رصيد الموازنة العامة للدول العربية النفطية إلى عجز قدره 24691 مليون دولار في عام 2009، منتقل من فائض نسبته 18.3% من الناتج المحلي الإجمالي إلى عجز نسبته 2% من الناتج المحلي الإجمالي لهذه الدول.

ثالثاً- انعكاسات الأزمة النفطية الأخيرة على رصيد الموازنة العامة للدول العربية المصدرة للنفط:

كشفت الأزمة النفطية الأخيرة على دروس كثيرة في مقدمتها أن الاعتماد على العائدات النفطية كمصدر وحيد لتغطية النفقات العامة وتأثيره على مختلف الأنشطة الاقتصادية هو مسار خاطئ ويجب تصحيح هذا المسار وإعادة هيكلة البنية المالية اتجاه التنويع الاقتصادي على حساب الانكشاف على مورد أحادي يتسم بالتقلب الحاد والنضوب المستقبلي.

جدول رقم (02-17) تطورات رصيد الموازنة العامة للدول العربية المصدرة للنفط تبعا لتطورات أسعار النفط خلال (2010-2016)

السنوات	الإيرادات العامة (مليون دولار)	النفقات العامة (مليون دولار)	رصيد الموازنة العامة (مليون دولار)	رصيد الموازنة العامة كنسبة من ناتج محلي
2010	565843	529502	36341	2.49
2011	749232	619799	129433	7.19
2012	910571	715613	194958	9.63

الفصل الثاني: الأبعاد الاقتصادية لأثار الأزمات النفطية على الدول العربية المصدرة للنفط

6.66	136882	741670	878552	2013
4.54	92148	706807	798955	2014
-11.21	-192709	696778	504069	2015
-10.93	-183055	630082	447027	2016

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، أعداد مختلفة.

على ضوء الطفرة غير مسبوقه التي شهدتها السوق النفطية خلال العقد الحالي التي أخذت فيها أسعار النفط منحى تصاعديا بداية من عام 2010 بعد تعافي الاقتصاد العالمي من الركود الاقتصادي الذي سببته الأزمة المالية، الأمر الذي ترتب عنه زيادة في الإيرادات النفطية التي تم توريدها إلى ميزانيات الدول العربية المصدرة للنفط، ليقود ذلك إلى تحقيق فائض في رصيد الموازنة العامة لهذه المجموعة من الدول من 36341 مليون دولار في عام 2010 إلى 129433 مليون دولار في عام 2011 وإلى أعلى مستوى له خلال هذه الفترة وهو 194958 مليون دولار في عام 2012، ليتراجع فائض رصيد الموازنة في عام 2013 لمستوى 136882 مليون دولار محققا نسبة انخفاض قدرها 29.8% وسبب ذلك نمو النفقات العامة بمعدل أعلى من الإيرادات العامة التي تراجعت بفعل الانخفاض الطفيف المسجل على مستوى أسعار النفط.

بعد خمسة سنوات من النمو المطرد في رصيد الموازنة العامة للدول العربية المصدرة للنفط تحول هذا الأخير من فائض قدره 92148 مليون دولار في عام 2014 إلى عجز بلغ 192709 مليون دولار في عام 2015، وجاء هذا العجز نتيجة للتراجع الطفيف الذي سجلته النفقات العامة بنسبة 1.41% بالمقارنة مع التراجع الكبير الذي شهدته الإيرادات العامة بنسبة 36.91% بسبب الأزمة النفطية التي تراجعت فيها أسعار النفط بشكل كبير مما أدى إلى انخفاض في الإيرادات النفطية بنسبة 47%، لينتقل رصيد الموازنة العامة لهذه الدول بذلك من فائض نسبته 4.54% من الناتج المحلي الإجمالي إلى عجز نسبته 11.21% من الناتج المحلي الإجمالي.

قامت حكومات الدول العربية النفطية بتصحيح تدريجي في حجم نفقاتها العامة خلال عام 2016 ليتلاءم مع حجم الإيرادات العامة أو بالأحرى مع بيئة أسعار النفط المنخفضة، إلا أن ذلك لم يمنع من تسجيل عجز موازني للعام الثاني على التوالي قدره 183055 مليون دولار خلال ذات السنة، ليحقق ما نسبته 10.93% من الناتج المحلي الإجمالي.

الفصل الثاني: الأبعاد الاقتصادية لأثر الأزمات النفطية على الدول العربية المصدرة للنفط

المبحث الثالث: الأبعاد الاقتصادية لأثر الأزمات النفطية على الأوضاع الخارجية للدول العربية المصدرة للنفط

لقد شهد الاقتصاد العالمي خلال العقد الأول من القرن الحالي أجواء طفرة نفطية جديدة تجسدت في الارتفاعات الكبيرة والمتوالية في أسعار النفط بصورة تجاوزت طموحات أكثر المتفائلين في الدول المصدرة للنفط، وهو الأمر الذي أفضى إلى تضاعف حجم الإيرادات النفطية التي تعد المحرك الرئيسي للتنمية الاقتصادية والاجتماعية في الدول العربية المنتجة للنفط والداعم الرئيسي لاحتياطاتها الرسمية من العملة الصعبة.

المطلب الأول: انعكاسات الأزمات النفطية على الناتج المحلي الإجمالي للدول العربية المصدرة للنفط

ترتبط التنمية الاقتصادية في الدول العربية النفطية بشكل عام بقطاع النفط الذي لعب دوراً أساسياً في تطوير اقتصادياتها نظراً لتوفيره عوائد مالية معتبرة يتم إنفاقها في شتى المجالات الاقتصادية والاجتماعية، وتشكل العائدات النفطية الجزء الرئيسي من الناتج المحلي الإجمالي لهذه الدول وبالتالي فإن تغير في معدلات نمو هذه العائدات سيترك أثراً مباشراً على حجم الناتج المحلي الإجمالي ومعدلات نموه.

أولاً- انعكاسات أسعار النفط على الناتج المحلي الإجمالي للدول العربية المصدرة للنفط (1990-1999):

تلعب العائدات النفطية دوراً رئيسياً في تمويل عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية في الدول العربية المصدرة للنفط، وعلى الرغم من أن العائدات النفطية كانت خلال هذه الفترة منخفضة نتيجة لانخفاض أسعار النفط، إلا أنه كان لها اثر ملموس في اقتصادات هذه الدول حيث مكنتها من التوسع في تمويل برامج التنمية المختلفة.

جدول رقم (2-18) تطورات الناتج المحلي الإجمالي للدول العربية المصدرة للنفط تبعا لتطورات أسعار النفط

خلال (1990-1999)

السنوات	الناتج المحلي الإجمالي (مليون دولار)	العائدات النفطية (مليون دولار)	نسبة العائدات إلى الناتج المحلي %	معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي %	معدل نمو العائدات النفطية %	أسعار النفط (دولار للبرميل)
1990	284642	97321	32.64	-	-	22.3
1991	277249	85662	29.51	-2.60	-11.97	18.6
1992	297269	92614	29.86	7.22	8.11	18.4

الفصل الثاني: الأبعاد الاقتصادية لأثار الأزمات النفطية على الدول العربية المصدرة للنفط

16.3	-10.00	-6.49	28.62	83346	277972	1993
15.5	-0.3	-2.31	29.55	83096	271537	1994
16.9	13.36	24.90	26.90	94202	339173	1995
20.3	16.06	9.93	28.42	109334	372871	1996
18.7	0.65	7.09	26.67	110041	399318	1997
12.3	-30.40	-11.37	21.64	76581	353893	1998
17.5	42.12	7.80	28.52	108841	381512	1999

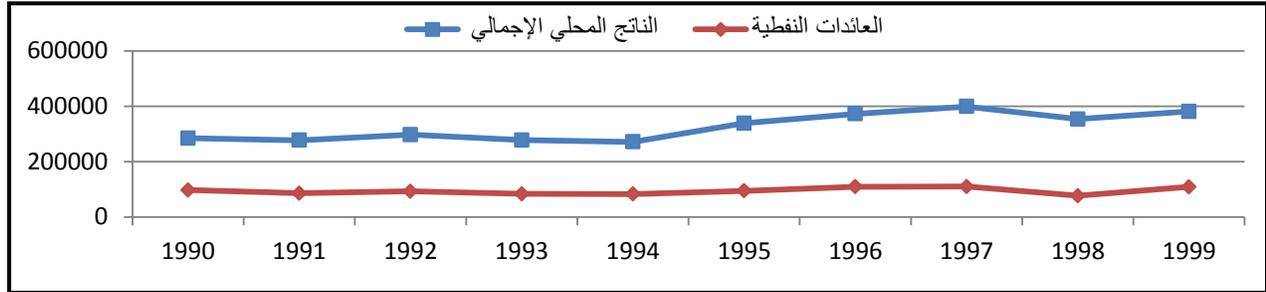
المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، أعداد مختلفة.

بعد ارتفاع أسعار النفط في عام 1990 نتيجة توتر العلاقات بين العراق والكويت وتراجع حجم الإمدادات في السوق النفطية عادت الأسعار للانخفاض مرة أخرى ابتداء من عام 1991 لتصل 5.5 دولار للبرميل في عام 1994 بنسبة تراجع بلغت 30.5% دفعة واحدة بالمقارنة مع عام 1990 مما أدى إلى تراجع عوائد الصادرات النفطية للدول العربية النفطية بقيمة فاقت 14 مليون دولار خلال ذات الفترة، ليقود ذلك إلى انخفاض في حجم الناتج المحلي الإجمالي لهذه الدول ليصل إلى 271537 مليون دولار وهو أدنى مستوى له خلال هذه الفترة.

عرف الناتج المحلي الإجمالي للدول العربية المصدرة للنفط تقلبات خلال هذه الفترة تتناسب مع تغيرات أسعار النفط التي مارست بدورها تأثير مباشر على العائدات النفطية التي تشكل الجزء الرئيسي من الناتج المحلي الإجمالي، فعند انخفاض العائدات النفطية للأقطار العربية المصدرة للنفط من 110041 مليون دولار في عام 1997 إلى 76581 مليون دولار في عام 1998 نتيجة الأزمة النفطية المسجلة خلال تلك السنة بنسبة انخفاض تقدر بـ 30.40%، صاحب ذلك انخفاض مماثل في الناتج المحلي الإجمالي لهذه الدول من 399318 مليون دولار في عام 1997 إلى 353893 مليون دولار في عام 1998 بنسبة انخفاض تقدر بـ 11.37%، هذا ما يدل على وجود علاقة طردية بين العائدات النفطية و الناتج المحلي الإجمالي للدول العربية المصدرة للنفط، التي يمكن توضيحها في الشكل الموالي.

الفصل الثاني: الأبعاد الاقتصادية لأثار الأزمات النفطية على الدول العربية المصدرة للنفط

الشكل رقم (02-05) تطور العائدات النفطية والنتاج المحلي الإجمالي للدول العربية المصدرة للنفط خلال (1999-1990)



المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على معطيات الجدول رقم (02-15).

ثانيا- انعكاسات أسعار النفط على الناتج المحلي الإجمالي للدول العربية المصدرة للنفط (2000-2008):

تلعب أسعار النفط بالنسبة للدول العربية المصدرة للنفط دورا أساسيا في تحقيق الاستقرار والتوازن في مختلف توازنها نظرا لما توفره من عائدات مالية تساهم في رسم مختلف سياساتها التنموية وبرجة إنفاقها العام بما يحقق معدلات نمو مرتفعة في حجم الناتج المحلي الإجمالي.

جدول رقم (2-19) تطورات الناتج المحلي الإجمالي للدول العربية المصدرة للنفط تبعا لتطورات أسعار النفط خلال (2000-2008)

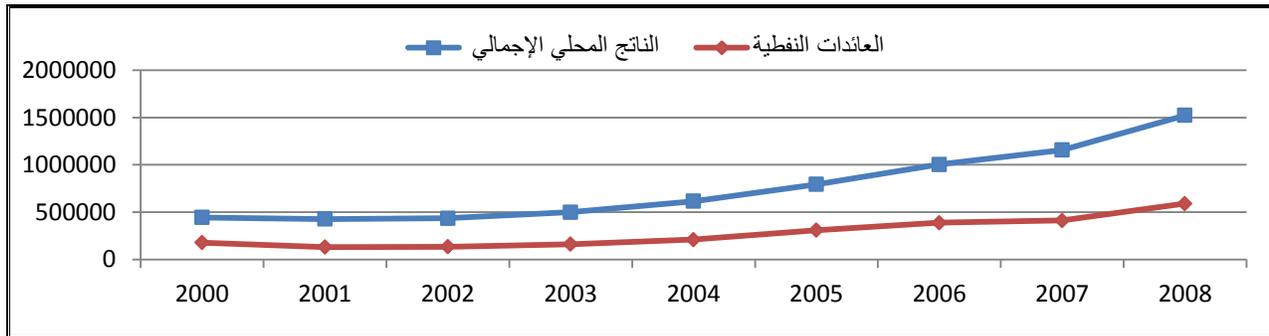
السنوات	الناتج المحلي الإجمالي (مليون دولار)	العائدات النفطية (مليون دولار)	نسبة العائدات إلى الناتج المحلي %	معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي %	معدل نمو العائدات النفطية %	أسعار النفط (دولار للبرميل)
2000	443681	178076	40.13	16.29	63.61	27.6
2001	426188	131133	30.77	-3.94	-26.36	23.1
2002	435843	133319	30.58	2.26	1.67	24.3
2003	498986	161195	32.30	14.48	20.91	28.2
2004	615627	210036	34.11	23.37	30.30	36.0
2005	793672	308354	41.68	28.92	46.81	50.6
2006	1004351	388094	38.64	26.54	25.86	61.0
2007	1156763	412416	35.65	15.17	6.26	69.1
2008	1523554	589891	38.72	31.71	43.03	94.4

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، أعداد مختلفة.

الفصل الثاني: الأبعاد الاقتصادية لأثار الأزمات النفطية على الدول العربية المصدرة للنفط

الملاحظ من البيانات الواردة في الجدول أعلاه هو أن حجم الناتج المحلي الإجمالي للأقطار العربية المصدرة للنفط عرف تطورات كبيرة خلال هذه الفترة تتماشى مع تطورات العائدات النفطية، فعند انخفاض العائدات النفطية من 178076 مليون دولار عام 2000 إلى 131133 مليون دولار عام 2001 صاحب ذلك انخفاض مماثل في الناتج المحلي لهذه الدول من 443681 مليون دولار إلى 426188 مليون دولار خلال ذات الفترة، ثم أخذت معدلا نمو الناتج المحلي في التزايد خلال الفترة 2003-2008 في ضوء ارتفاع أسعار النفط وبالتالي عائداته، إذ ارتفع الناتج المحلي الإجمالي للدول العربية المصدرة للنفط بنسبة 305.3% منتقل من 498986 مليون دولار عام 2003 ليصل في عام 2008 إلى 1523554 مليون دولار نتيجة لارتفاع العائدات النفطية بنسبة 365% التي انتقلت بدورها من 161195 مليون دولار إلى 589891 مليون دولار خلال ذات الفترة، هذا ما أثر على مختلف النشاطات الاقتصادية في الدول العربية المصدرة للنفط، وقد أدى انخفاض أسعار النفط نتيجة الأزمة المالية إلى تراجع العائدات النفطية للأقطار العربية بنسبة 41% في عام 2009 مقارنة بعام 2008 لتصل إلى 345931 مليون دولار، لينخفض على أثر ذلك معدل نمو الناتج المحلي لهذه الدول بنسبة 19.37% ليصل إلى 1228419 مليون دولار مقارنة بعام 2008، والشكل الموالي يوضح العلاقة ما بين العائدات النفطية والناتج المحلي الإجمالي للدول العربية المصدرة للنفط خلال هذه الفترة.

الشكل رقم (02-06) تطور العائدات النفطية والناتج المحلي الإجمالي للدول العربية المصدرة للنفط خلال (2008-2000)



المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على معطيات الجدول رقم (02-16)

ثالثا- انعكاسات أسعار النفط على الناتج المحلي الإجمالي للدول العربية المصدرة للنفط (2009-2016):

مما يشير إلى الدور الكبير والمهم الذي يقوم به النفط في تحديد حجم ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي للدول العربية المصدرة للنفط هو مساهمة عائداته المالية بأكبر نسبة من الناتج المحلي الإجمالي لهذه الدول مما يعكس دورها وأهميتها في الاقتصادات العربية النفطية.

الفصل الثاني: الأبعاد الاقتصادية لأثار الأزمات النفطية على الدول العربية المصدرة للنفط

جدول رقم (2-20) تطورات الناتج المحلي الإجمالي للدول العربية المصدرة للنفط تبعا لتطورات أسعار النفط خلال (2009-2016)

السنوات	الناتج المحلي الإجمالي (مليون دولار)	العائدات النفطية (مليون دولار)	نسبة العائدات إلى الناتج المحلي %	معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي %	معدل نمو العائدات النفطية %	أسعار النفط (دولار للبرميل)
2009	1228419	345931	28.16	-19.37	-41.35	61.0
2010	1459056	450334	31.86	18.77	30.18	77.4
2011	1800197	626617	34.80	23.34	39.14	107.5
2012	2023155	732611	36.21	12.38	16.91	109.5
2013	2054534	694150	33.78	1.55	-5.25	105.9
2014	2029533	599161	29.52	-1.21	-13.68	96.2
2015	1718254	331996	19.32	-15.33	-44.59	49.5
2016	1673445	302067	18.05	-2.61	-9.01	40.7

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، أعداد مختلفة.

من خلال بيانات الجدول أعلاه يتضح أن هناك تقلب واضح في العائدات النفطية بناء على تقلبات في أسعار النفط خلال هذه الفترة، فبعد أن استرد الاقتصاد العالمي عافيته من تداعيات الأزمة العالمية أخذت أسعار النفط منحى الارتفاع مرة أخرى لترتفع من 61 دولار للبرميل عام 2009 إلا مستوى تجاوز حاجز 100 دولار للبرميل خلال الأعوام 2011 و2012 و2013 لتصل إلى 109.5 في عام 2013، لترتفع على أثر ذلك العائدات النفطية للأقطار العربية المصدرة للنفط لتبلغ 626617 و732611 و694150 مليون دولار تباعا، وقد كان لذلك الأثر الإيجابي على الناتج المحلي الإجمالي لهذه الدول الذي تجاوز حاجز 2.0 تريليون دولار ليصل إلى 2054534 مليون دولار عام 2013.

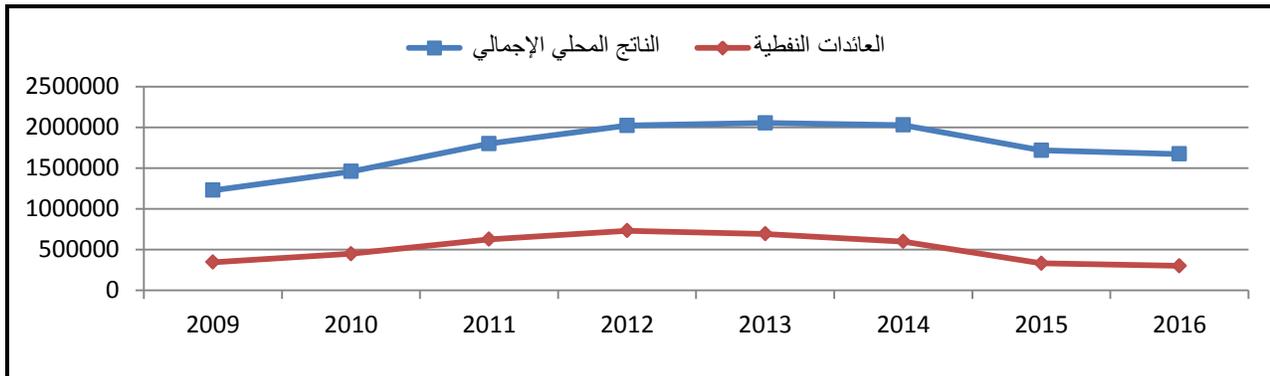
وفي عام 2014 انخفضت أسعار النفط لتصل إلى 96.2 دولار للبرميل منخفضة بنسبة 9% بالمقارنة بعام 2013 خاصة بعد نجاح استغلال مصادر النفط والغاز غير التقليدية في الولايات المتحدة الأمريكية وما أدت إليه من زيادة كبيرة في إجمالي إنتاجها النفطي وتحقيق زيادة صافية في الإمدادات النفطية لمجموعة دول خارج أوبك تقترب من مليوني

الفصل الثاني: الأبعاد الاقتصادية لأثار الأزمات النفطية على الدول العربية المصدرة للنفط

برميل/يوم خلال نفس السنة¹، لتراجع بذلك العائدات النفطية للدول العربية المصدرة للنفط بنسبة 11% لتصل إلى 599161 مليون دولار ليصاحب ذلك انخفاض في الناتج المحلي الإجمالي لهذه الدول ليصل إلى 2029533 مليون دولار في عام 2014.

وخلال عام 2015 انخفضت أسعار النفط العالمية بشكل كبير لتصل إلى 49.5 دولار للبرميل لتواصل تسجيل مستوياتها المتدنية في الأسواق العالمية حتى بلغت 40.7 دولار للبرميل في عام 2016 مشكلا بذلك انخفاض محدود 57.7% مقارنة بعام 2014 لتتخفص على اثر ذلك العائدات النفطية لتصل إلى 331996 و302067 مليون دولار خلال عام 2015 و2016 على التوالي، وصاحب ذلك انخفاض في الناتج المحلي للدول العربية النفطية ليصل إلى 1673445 مليون دولار في عام 2016، ويبين الشكل التالي ارتباط معدلات نمو كل من العائدات النفطية والناتج المحلي خلال هذه الفترة.

الشكل رقم (02-07) تطور العائدات النفطية والناتج المحلي الإجمالي للدول العربية المصدرة للنفط خلال (2015-2009)



المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على معطيات الجدول رقم (02-17)

¹ عبد الفتاح الدندي، دور النفط والغاز في تعزيز التنمية في الدول العربية، مجلة النفط والتعاون العربي، المجلد 43، العدد 160، 2017، ص 203.

الفصل الثاني: الأبعاد الاقتصادية لأثار الأزمات النفطية على الدول العربية المصدرة للنفط

المطلب الثاني: انعكاسات الأزمات النفطية على الميزان التجاري للدول العربية المصدرة للنفط

يعتبر التغير في رصيد الميزان التجاري محصلة للتغيرات الحاصلة في كل من الصادرات والواردات وفي ظل هيمنة النفط على هيكل صادرات الدول العربية المصدرة للنفط، فإن نتيجة رصيد الميزان التجاري ما هي إلا انعكاس لتقلبات أسعار النفط التي تمارس أثرا مباشرا على عائدات صادرات المحروقات التي تمثل حجر الزاوية لبنية اقتصاديات تلك الدول.

أولا- انعكاسات أسعار النفط على الميزان التجاري للدول العربية المصدرة للنفط (1990-1999):

عرف الميزان التجاري لحكومات الدول العربية النفطية خلال عقد التسعينات تذبذب كبير والذي ارتبط بالتذبذب في الصادرات النفطية الناتجة بدورها عن تذبذب أسعار النفط بين الانخفاض والارتفاع، وهو الأمر الذي يعكس الارتباط القوي بين الميزان التجاري لهذه المجموعة من الدول وبين صادراتها النفطية.

جدول رقم (02-21) تطورات الميزان التجاري للدول العربية المصدرة للنفط تبعا لتطورات أسعار النفط للفترة (1990-1999)

السنوات	الميزان التجاري (مليون دولار)	الصادرات النفطية (مليون دولار)	أسعار النفط (دولار للبرميل)	معدل نمو الميزان التجاري %	معدل نمو الصادرات النفطية %	معدل نمو أسعار النفط %
1990	54275	97321	22.3	-	-	-
1991	41481	85662	18.6	-25.69	-23.57	-16.59
1992	37832	92614	18.4	-10.05	-7.96	-1.07
1993	33041	83346	16.3	-12.66	-10.00	-11.41
1994	36156	83096	15.5	9.42	-0.3	-4.90
1995	39036	94202	16.9	7.96	13.36	9.03
1996	59968	109334	20.3	53.62	16.06	20.1
1997	59332	110041	18.7	-1.06	0.65	-7.88
1998	18576	76581	12.3	-68.69	-30.40	-34.22
1999	52682	108841	17.5	283.6	42.12	42.27

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، أعداد مختلفة.

الفصل الثاني: الأبعاد الاقتصادية لأثار الأزمات النفطية على الدول العربية المصدرة للنفط

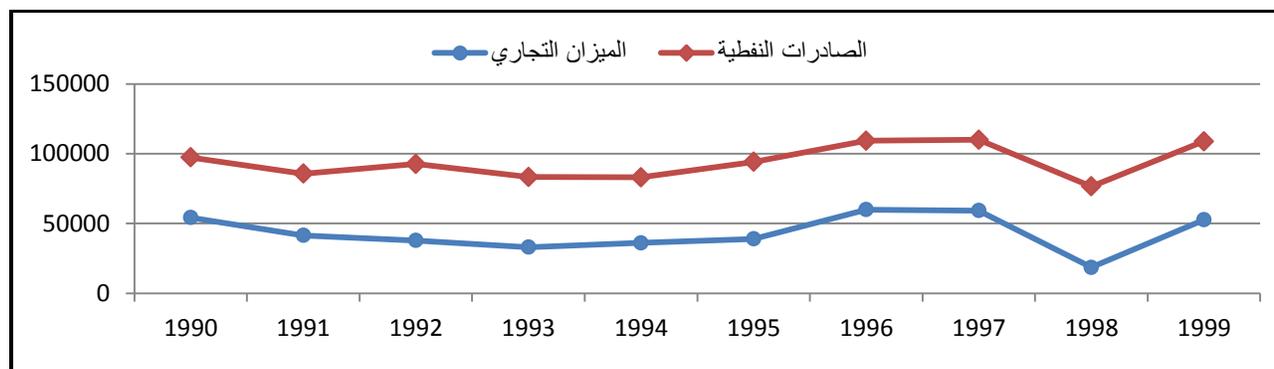
نظرا لاستحواذ الصادرات النفطية على الجزء الأكبر في هيكل الصادرات للدول العربية المصدرة للنفط واحتلالها موقع بارز في موازينها التجارية، فإن أي تغير يطرأ على قيمتها سوف يترك أثرا مباشرا على وضعية الميزان التجاري، فالملاحظ من بيانات الجدول أعلاه هو أن الميزان التجاري لهذه الدول سجل فائض طول هذه الفترة، ولكن هذا الفائض عرف تذبذبا بين الارتفاع والنزول تبعا لتغير مستويات الصادرات النفطية، وتماشيا مع حركة أسعار النفط المنخفضة خلال الفترة (1990-1994) سجلت الصادرات النفطية بدورها مستويات منخفضة إلى أن وصلت إلى 83346 مليون دولار مما أدى إلى تراجع الميزان التجاري لهذه المجموعة من الدول أين وصل إلى 36156 مليون دولار في عام 1994، بنسبة انخفاض وصلت إلى 33.38% بالمقارنة بعام 1990.

واتخذ الميزان التجاري في الاقتصادات العربية النفطية ذات المنحى الذي اتخذته العائدات النفطية خلال الفترة (1995-1997) حيث عمل التحسن الملموس في أسعار النفط بدءا من عام 1995 إلى تحقيق فائض في الميزان التجاري وصل إلى 39036 مليون دولار ثم ارتفع إلى 59968 مليون دولار في عام 1996 ليحقق أعلى مستوى له خلال هذه الفترة.

ولقد كان للأزمة النفطية التي شهدتها السوق النفطية عام 1998 نتيجة تداعيات أزمة جنوب شرق آسيا التي سجلت فيها أسعار النفط أدنى مستوى لها خلال هذه الفترة انعكاسا ملحوظ على قيمة الصادرات النفطية للدول العربية المصدرة للنفط، فعندما وصلت أسعار النفط في عام 1998 إلى 12 دولار للبرميل مسجلتنا نسبة انخفاض قدرها 34.22% دفعة واحد مقارنة بمستوياتها لعام 1997 صاحب ذلك تراجع كبير في قيمة الصادرات النفطية إذ انخفضت من 110041 مليون دولار في عام 1997 إلى 76851 مليون دولار في عام 1998 بنسبة انخفاض قدرها 30% وكمحصلة لهذه التطورات حقق الميزان التجاري لهذه الدول أدنى مستوى له خلال هذه الفترة وهو 18576 مليون دولار، بنسبة انخفاض قاربت 70%، ويمكن توضيح ارتباط معدلات نمو كل من العائدات النفطية والميزان التجاري للدول العربية المصدرة للنفط خلال هذه الفترة في الشكل التالي:

الفصل الثاني: الأبعاد الاقتصادية لأثار الأزمات النفطية على الدول العربية المصدرة للنفط

الشكل رقم (02-08) تطورات الميزان التجاري والصادرات النفطية للدول العربية النفطية (1990-1999)



المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على معطيات الجدول رقم (02-18)

ثانيا- تطورات الميزان التجاري تبعا لتطورات أسعار النفط خلال (2000-2008):

لعب النفط دورا أساسيا في التجارة الخارجية للدول العربية المصدرة للنفط وفي موازينها التجارية حيث زاد معدل نمو صادرات الدول العربية النفطية بشكل كبير نتيجة لارتفاع أسعار النفط لاسيما بعد ثورة أسعار النفط في عام 2004 وقد أدى ذلك إلى تحسين موازين الدول النفطية وزاد من إيرادات حكوماتها التي سخرت بدورها هذه الإيرادات للتأثير على النشاطات الاقتصادية المختلفة.

جدول رقم (02-22) تطورات الميزان التجاري للدول العربية المصدرة للنفط تبعا لتطورات أسعار النفط للفترة

(2000-2008)

السنوات	الميزان التجاري (مليون دولار)	الصادرات النفطية (مليون دولار)	أسعار النفط (دولار للبرميل)	معدل نمو الميزان التجاري %	معدل نمو صادرات نفطية %	معدل نمو أسعار النفط %
2000	126069	178076	27.6	239.6	63.61	57.71
2001	94872	131133	23.1	-24.75	-26.36	-16.3
2002	90089	133319	24.3	-5.04	1.67	5.9
2003	124852	161195	28.2	37.58	20.91	16.4
2004	170201	210036	36.0	36.32	30.30	27.66
2005	274256	308354	50.6	61.13	46.81	40.55
2006	351906	388094	61.0	28.31	25.86	20.55

الفصل الثاني: الأبعاد الاقتصادية لأزمات النفطية على الدول العربية المصدرة للنفط

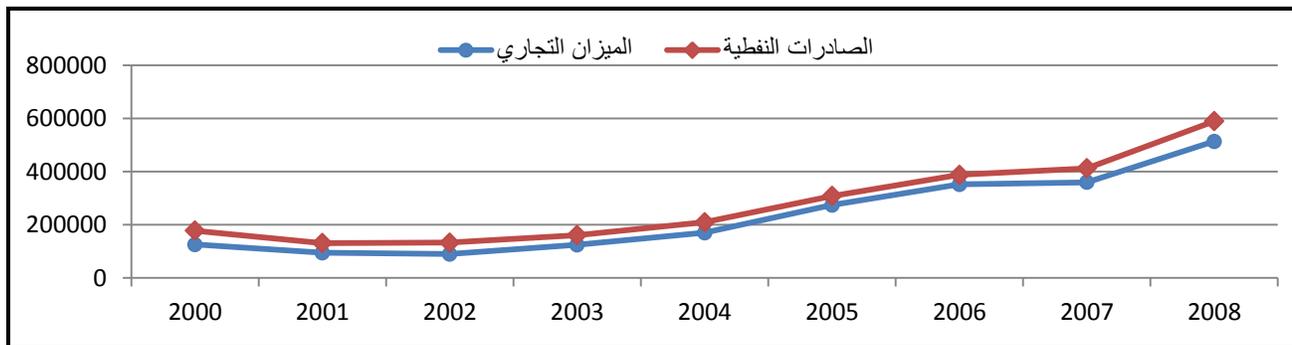
13.27	6.26	2.27	69.1	412416	359922	2007
36.61	43.03	42.80	94.4	589891	513972	2008

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، أعداد مختلفة.

من خلال بيانات الجدول أعلاه يتبين أن تغيرات رصيد الميزان التجاري لاقتصادات الدول العربية المصدرة للنفط يتماشى مع تطورات الصادرات النفطية نظرا لاستحواذها على النسبة الأكبر في هيكل الصادرات الكلية، فقد أخذ الميزان التجاري لهذه الدول منحى تصاعديا بداية من عام 2003 وارتبط ذلك مع ارتفاع أسعار النفط في الأسواق العالمية التي مارست بدورها أثرا إيجابيا على الصادرات النفطية لتتفوق بنسبة 20.91% مقارنة بعام 2002 لتصل إلى 161195 مليون دولار في عام 2003 ليقود ذلك إلى تحقيق فائض في الميزان التجاري وصل إلى 124852 مليون دولار خلال ذات السنة، ومع استمرار ارتفاع أسعار النفط واصل الميزان التجاري ارتفاعه ليصل إلى أعلى مستوى له في عام 2008 بقيمة 513972 مليون دولار.

ويتضح التناسب الطردي ما بين معدلات كل من الصادرات النفطية ورصيد الميزان التجاري للدول العربية المصدرة للنفط بحيث أدت ارتفاع معدلات نمو الصادرات النفطية المقدر بأكثر من 30% في سنة 2004 إلى نمو الميزان التجاري بنسبة 36.32% خلال ذات السنة، وأسفرت كذلك ارتفاعات معدلات نمو الصادرات النفطية خلال عام 2008 المقدر بـ 43.03% بدورها عن نمو رصيد الميزان التجاري بنسبة 42.80% خلال ذات السنة، هذا ما يثبت أن قيمة الصادرات النفطية هي المحدد الأساسي لرصيد الميزان التجاري في الدول العربية المصدرة للنفط، والشكل التالي يوضح ارتباط معدلات نمو كل من العائدات النفطية والميزان التجاري للدول العربية المصدرة للنفط خلال هذه الفترة.

الشكل رقم (02-09) تطورات الميزان التجاري والصادرات النفطية للدول العربية النفطية (2000-2008)



المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على معطيات الجدول رقم (19-02)

الفصل الثاني: الأبعاد الاقتصادية لأثار الأزمات النفطية على الدول العربية المصدرة للنفط

ثالثاً- تطورات الميزان التجاري تبعاً لتطورات أسعار النفط خلال (2009-2016):

كان للتقلبات الحادة والمفاجئة التي شهدتها أسعار النفط خلال هذه الفترة انعكاسات واضحة على عائدات الصادرات النفطية للدول العربية المصدرة للنفط وموازينها التجارية بشكل عام، حيث نتج عن الارتفاعات المتلاحقة في عوائد الصادرات النفطية خلال الفترة (2010-2013) التي تجاوزت فيها أسعار النفط حاجز 100 دولار، فائض في الميزان التجاري لهذه الدول كمجموعة وصل إلى أعلى قيمة له والمقدرة بـ 708877 مليون دولار في عام 2012، في حين أنه ومع الانهيار الكبير الذي عرفته أسعار النفط مع بداية النصف الثاني من عام 2014 تراجعت عائدات الصادرات النفطية، مما قاد إلى تراجع فائض الميزان التجاري لهذه الدول إلى أن وصل إلى 153650 مليون دولار فقط في عام 2016.

جدول رقم (02-23) تطورات الميزان التجاري للدول العربية المصدرة للنفط تبعاً لتطورات أسعار النفط للفترة

(2009-2016)

السنوات	الميزان التجاري (مليون دولار)	الصادرات النفطية (مليون دولار)	أسعار النفط (دولار للبرميل)	معدل نمو الميزان التجاري %	معدل نمو صادرات نفطية %	معدل نمو أسعار النفط %
2009	247366	345931	61.0	-51.87	-41.35	-35.38
2010	379980	450334	77.4	53.61	30.18	26.88
2011	644724	626617	107.5	69.67	39.14	65.77
2012	708877	732611	109.5	9.95	16.91	1.86
2013	644848	694150	105.9	-9.03	-5.25	-3.28
2014	519142	599161	96.2	-19.49	-13.68	-9.16
2015	199867	331996	49.5	-61.50	-44.59	-48.55
2016	153650	302067	40.7	-23.12	-9.01	-17.77

المصدر: من إعداد الطالب اعتماداً على: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، أعداد مختلفة.

الملاحظ أن الميزان التجاري للاقتصادات العربية النفطية أخذ ذات المنحى التي اتخذته العائدات النفطية خلال الفترة (2009-2016)، فبعد أن أناخت الأزمة المالية العالمية بكلكها على معظم مفاصل الاقتصاد العالمي عامة وعلى

الفصل الثاني: الأبعاد الاقتصادية لأثار الأزمات النفطية على الدول العربية المصدرة للنفط

أسواق النفط خاصة التي هوت بمستويات أسعارها بشكل ملحوظ لتؤدي بدورها إلى تراجع العائدات النفطية العربية بنسبة 41% في عام 2009، لينخفض على إثر ذلك رصيد الميزان التجاري لهذه الدول إلى 247366 مليون دولار بنسبة انخفاض وصلت لأكثر من 50% بالمقارنة بعام 2008.

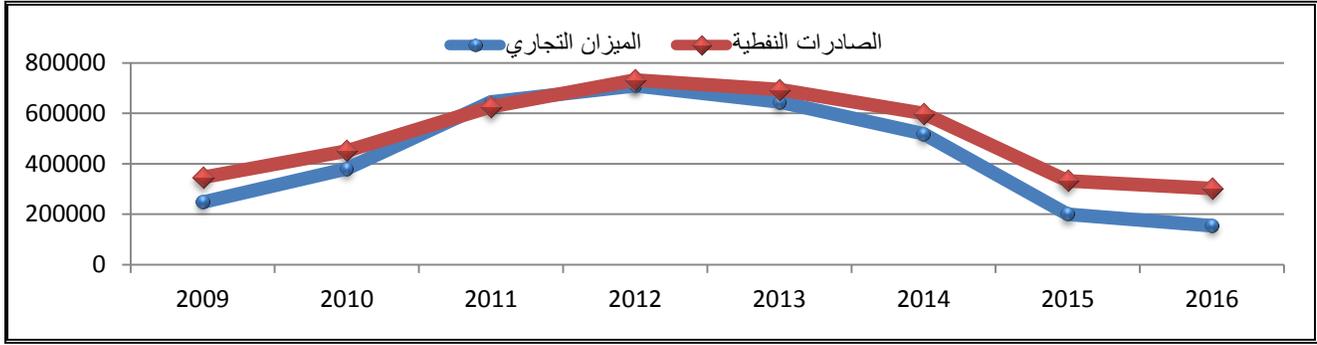
أدت الإجراءات التي اتخذتها الدول لمجابهة الأزمة المالية باتجاه تحفيز اقتصادياتها الذي كان لها أثر إيجابي على الطلب على النفط إلى جانب نجاح جهود منظمة أوبك في إعادة التوازن للسوق النفطية واستقرار أسعارها خلال الفترة (2010-2013) إلى تزايد عائدات الصادرات النفطية لهذه الدول من 450334 مليون دولار عام 2010 إلى 694150 مليون دولار في عام 2013 بنسبة ارتفاع تقدر بـ 54% لتقود هذه التطورات إلى تحقيق فائض في الميزان التجاري خلال هذه الفترة وصل إلى أعلى قيمة له وهو 708877 مليون دولار في عام 2012.

أسفرت الأزمة النفطية الأخيرة التي شهدتها السوق النفطية خلال النصف الثاني من عام 2014 والتي سجلت أسعار النفط فيها تذبذبات كبيرة في مستوياتها إلى هبوط حاد في عوائد الصادرات النفطية للأقطار العربية النفطية من 694150 مليون دولار عام 2013 إلى 599161 مليون دولار في عام 2014، لتقود هذه التطورات إلى تراجع رصيد الميزان التجاري لهذه الدول من فائض قدره 644848 مليون دولار في عام 2013 إلى فائض قدره 519142 مليون دولار في عام 2014 محققا نسبة انخفاض تخطت حاجز 19.50%. وواصل الميزان التجاري للدول العربية المصدرة للنفط انخفاضه في عام 2015 ليسجل مستوى قياسي لم يتحقق خلال اثني عشر سنة الأخيرة، ليقترب من المستوى المحقق خلال عام 2004 ليسفر عن فائض قدره 199867 مليون دولار محققا نسبة انخفاض قدرها 61.5% مقارنة بالعام السابق، وجاء هذا التراجع نتيجة لانخفاض عوائد الصادرات النفطية بنسبة 44.59% لتبلغ حوالي 331996 مليون دولار في عام 2015 مقارنة مع نحو 599161 مليون دولار في العام السابق بسبب الانخفاض المتواصل الذي شهدته أسعار النفط خلال عام 2015 حيث خسرت ما نسبته 48.5% في قيمتها مقارنة بسنة 2014.

ونتيجة لبقاء الأسعار العالمية للنفط عند مستويات منخفضة تراجع فائض الميزان التجاري للأقطار العربية النفطية في عام 2016 ليسجل ما قيمته 153650 مليون دولار فقط وهو أدنى مستوى له منذ عام 2003. ويمكن توضيح ارتباط معدلات نمو كل من العائدات النفطية والميزان التجاري للدول العربية المصدرة للنفط خلال هذه الفترة في الشكل التالي:

الفصل الثاني: الأبعاد الاقتصادية لأثار الأزمات النفطية على الدول العربية المصدرة للنفط

الشكل رقم (02-10) تطورات الصادرات النفطية و الميزان التجاري للدول العربية النفطية (2009-2016):



المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على معطيات الجدول رقم (02-20)

المطلب الثالث: انعكاسات الأزمات النفطية على الاحتياطات الرسمية للدول العربية المصدرة للنفط

يرتبط حجم الاحتياطات الرسمية من النقد الأجنبي للدول العربية المصدرة للنفط بتطورات عائدات القطاع النفطي لكونها المصدر الأساسي الداعم لحجم هذه الاحتياطات، ويتم استخدام هذه الأخيرة لأغراض التمويل المباشر لمواجهة الاختلالات التي قد تحدث بمصادر تمويل المدفوعات الخارجية (العائدات النفطية)، فضلا عن إمكانية اللجوء لتلك الاحتياطات للقيام بالتنظيم غير المباشر لهذه الاختلالات من خلال التدخل في أسواق الصرف للتأثير على سعر صرف العملة الوطنية، ويوضح مؤشر تغطية الاحتياطات الرسمية للواردات استخدام تلك الأموال في مواجهة الصدمات الخارجية والوفاء بالتزامات الطارئة المترتبة عليها والتي تتمثل في عدم القدرة على تمويل المدفوعات من الواردات، إما نتيجة ارتفاع الأسعار العالمية عما هو متوقع أو تراجع المداخيل من القطاعات التصديرية (النفط) والتي تمول تلك المدفوعات. كما يؤخذ مؤشر تغطية الاحتياطات للواردات كأحد المؤشرات الهامة للحكم على صلابة موقف الدولة وقدرتها على امتصاص الصدمات.

أولا- انعكاسات أسعار النفط على الاحتياطات الرسمية للدول العربية المصدرة للنفط (1990-1999):

تحدد التطورات في السوق الدولية للنفط وما ينبثق عنها من تأثيرات حجم الاحتياطات الرسمية للدول العربية المصدرة للنفط بحيث أنه نتيجة للتذبذب المسجل في مستويات أسعار النفط صعودا ونزولا خلال هذه الفترة عرفت الاحتياطات الرسمية لهذه الدول بدورها تذبذب يتماشى مع الحركة الديناميكية لأسعار النفط.

الفصل الثاني: الأبعاد الاقتصادية لأثار الأزمات النفطية على الدول العربية المصدرة للنفط

جدول رقم (02-24) تطورات الاحتياطات الرسمية للدول العربية المصدرة للنفط تبعا لتطورات أسعار النفط للفترة (1990-1999)

السنوات	الاحتياطات الرسمية (مليون دولار)	أسعار النفط (دولار للبرميل)	نسبة تغطية الاحتياطات للواردات (شهر)	معدل نمو الاحتياطات الرسمية %	معدل نمو أسعار النفط %
1990	38664	22.3	7.4	-	-
1991	43356	18.6	8.1	12.13	-16.59
1992	36699	18.4	5.8	-3.21	-1.07
1993	35411	16.3	5.7	-3.50	-11.41
1994	26223	15.5	4.5	-25.94	-4.90
1995	29161	16.9	4.1	11.20	9.03
1996	38976	20.3	5.3	33.65	20.1
1997	44835	18.7	6.6	15.03	-7.88
1998	43934	12.3	6.0	-2.10	-34.22
1999	48345	17.5	7.2	10.04	42.27

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، أعداد مختلفة.

تتأثر الاحتياطات الرسمية للدول العربية المصدرة للنفط بشكل كبير بتطورات أسعار النفط، حيث أنه تبعا للمنحنى التنازلي الذي سلكته أسعار النفط خلال الفترة 1990-1994 تراجعت حصيلة الاحتياطات الرسمية لهذه الدول منتقلة من 38664 مليون دولار في عام 1990 إلى 26223 مليون دولار في عام 1994، بنسبة انخفاض قدرها 32.17% وتراجعت بذلك نسبة تغطية الاحتياطات الرسمية للواردات لمجموعة هذه الدول من 6.8 إلى 4.4 شهر خلال نفس الفترة.

ونظرا لانتعاش أسعار النفط في السوق العالمية والتحسين الملحوظ في أوضاع الموازين التجارية للدول العربية النفطية ارتفع إجمالي الاحتياطات الخارجية الرسمية لهذه المجموعة من الدول خلال الفترة 1995-1997 منتقلة من 29161 مليون دولار في عام 1995 إلى 44835 مليون دولار في عام 1997، ليرتفع على إثر ذلك نسبة تغطية الاحتياطات الرسمية للواردات من 4.1 إلى 6.6 شهر خلال ذات الفترة.

الفصل الثاني: الأبعاد الاقتصادية لأثار الأزمات النفطية على الدول العربية المصدرة للنفط

ونتيجة للأزمة النفطية المسجلة في عام 1998 تراجعت الاحتياطات الرسمية لهذه المجموعة من الدول إلى 43934 مليون دولار مقارنة بقيمة 44835 مليون دولار خلال عام 1997 وذلك بنسبة انخفاض قدرها 2.10%، وعلى مستوى الدول محل الدراسة فرادى انخفضت الاحتياطات بنسب متفاوتة، حيث عرفت عمان أكبر نسبة انخفاض في حجم احتياطاتها التي بلغت 35.67% وتلتها الجزائر بنسبة انخفاض بلغت 15% ونسبة انخفاض 5% على مستوى كل من السعودية وليبيا. وكمحصلة لهذه التطورات انخفضت نسبة تغطية الاحتياطات الخارجية الرسمية للواردات السلعية لهذه الدول كمجموعة خلال عام 1998 لتسجل حوالي 6 أشهر. ويمكن توضيح ارتباط معدلات نمو كل من أسعار النفط والاحتياطات الرسمية للدول العربية المصدرة للنفط خلال هذه الفترة في الشكل التالي:

الشكل رقم (02-11) تطور الاحتياطات الرسمية للدول العربية المصدرة للنفط تبعا لتطورات أسعار النفط خلال (1999-1990)



المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على معطيات الجدول رقم (02-24)

ثانيا- انعكاسات أسعار النفط على الاحتياطات الرسمية للدول العربية المصدرة للنفط (2000-2008):

نظرا للتركز السلعي في التجارة الخارجية للدول العربية المصدرة للنفط وسيطرت الصادرات النفطية على نحو كبير من مجمل الصادرات بما يعرض الموازين التجارية وحصيلة النقد الأجنبي المتدفق لهذه الدول لتقلبات حادة بسبب التغيرات في أسعار النفط التي تحكمها عوامل خارجية منها عوامل سياسية وأخرى اقتصادية.

الفصل الثاني: الأبعاد الاقتصادية لأثار الأزمات النفطية على الدول العربية المصدرة للنفط

جدول رقم (02-25) تطورات الاحتياطات الرسمية للدول العربية المصدرة للنفط تبعا لتطورات أسعار النفط للفترة (2000-2008)

السنوات	الاحتياطات الرسمية (مليون دولار)	أسعار النفط (دولار للبرميل)	نسبة تغطية الاحتياطات للواردات %	معدل نمو الاحتياطات الرسمية %	معدل نمو أسعار النفط %
2000	67704	27.6	8.3	40.04	57.71
2001	78176	23.1	9.1	15.46	-16.3
2002	87251	24.3	9.3	11.61	5.9
2003	104454	28.2	9.6	19.71	16.4
2004	137757	36.0	9.4	31.88	27.66
2005	301938	50.6	17	219	40.55
2006	433703	61.0	21.2	43.64	20.55
2007	640011	69.1	23.2	47.56	13.27
2008	797664	94.4	21.9	24.63	57.71

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، أعداد مختلفة.

ترتب عن الارتفاعات الغير مسبوقه في أسعار النفط خلال هذه الفترة تحسن كبير في الأوضاع الخارجية للدول العربية المصدرة للنفط، وهو الأمر الذي مكنها من تحقيق فوائض مالية كبيرة في حجم احتياطاتها الخارجية، حيث انتقلت من مستوى 67704 مليون دولار في عام 2000 إلى مستوى 137757 مليون دولار في عام 2004، عندما ارتفع المعدل السنوي لأسعار النفط من 27.6 دولار للبرميل إلى 36 دولار للبرميل، لتنتقل بعد ذلك إلى مستوى 797664 مليون دولار في عام 2008 مقارنة مع 301938 مليون دولار في عام 2005، وذلك عند ارتفاع المعدل السنوي لأسعار النفط من 50.6 دولار للبرميل في عام 2005 إلى 94.4 دولار للبرميل في عام 2008، ونتيجة لهذه التطورات ارتفعت نسبة تغطية الاحتياطات الرسمية للواردات لهذه الدول كمجموعة إلى 21.9 شهر في عام 2008 بالمقارنة مع 8.3 شهر في عام 2000، وقد تصدرت كل من السعودية والجزائر وليبيا قائمة الدول العربية المصدرة للنفط من حيث حجم الاحتياطات خلال عام 2008 برصيد بلغ نحو 442245، 143243 و 92313 مليون دولار على

الفصل الثاني: الأبعاد الاقتصادية لأثار الأزمات النفطية على الدول العربية المصدرة للنفط

التوالي، وحلت كل من عمان وقطر في آخر الترتيب برصيد بلغ نحو 11445 و9649 مليون دولار على التوالي، ويمكن توضيح ارتباط معدلات نمو كل من أسعار النفط والاحتياطيات الرسمية للدول العربية المصدرة للنفط خلال هذه الفترة في الشكل التالي:

الشكل رقم (02-12) تطور الاحتياطيات الرسمية للدول العربية المصدرة للنفط تبعا لتطورات أسعار النفط خلال (2008-2000)



المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على معطيات الجدول رقم (02-25)

ثالثا- انعكاسات أسعار النفط على الاحتياطيات الرسمية للدول العربية المصدرة للنفط (2009-2016):

أسفرت الأزمة النفطية الحالية على أن متحصلات الفوائض المالية الناتجة عن العائدات النفطية هي مؤقتة وخادعة لأنها ترتبط بمورد ناضب هو النفط فبعد أربع سنوات من الارتفاعات المتلاحقة في حجم الاحتياطيات الرسمية للدول العربية النفطية أخذت هذه الأخيرة منحى تنازليا بداية من عام 2014 وذلك تماشيا مع المسارات المنخفضة التي سلكتها أسعار النفط في أسواق الطاقة الدولية خلال ذات الفترة.

جدول رقم (02-26) تطورات الاحتياطيات الرسمية للدول العربية المصدرة للنفط تبعا لتطورات أسعار النفط للفترة (2009-2016)

السنوات	الاحتياطيات الرسمية (مليون دولار)	أسعار النفط (دولار للبرميل)	نسبة تغطية الاحتياطيات للواردات	معدل نمو الاحتياطيات الرسمية %	معدل نمو أسعار النفط %
2009	788345	61.0	24.3	-1.16	-35.38
2010	850287	77.4	24.2	7.85	26.88

الفصل الثاني: الأبعاد الاقتصادية لأثار الأزمات النفطية على الدول العربية المصدرة للنفط

65.77	17.07	24.3	107.5	995497	2011
1.86	17.37	24.1	109.5	1168443	2012
-3.28	8.60	24.6	105.9	1268878	2013
-9.16	-2.78	23.5	96.2	1233504	2014
-48.55	-12.94	22	49.5	1073887	2015
-17.77	-14.34	20.9	40.7	919827	2016

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، أعداد مختلفة.

بعد التراجع الملحوظ الذي سجلته الاحتياطات الرسمية للدول العربية المصدرة خلال عام 2009 نتيجة تداعيات الأزمة المالية عاودت الارتفاع من جديد مرة أخرى بداية من عام 2010 لتنتقل من مستوى 850287 مليون دولار إلى 995497 مليون دولار في عام 2011 لتسجل أعلى قيمة لها خلال هذه الفترة وهي 1268878 مليون دولار في عام 2013 بنسبة ارتفاع وصلت تقريبا إلى 50% بالمقارنة مع عام 2010، وقد جاء هذا الارتفاع في إجمالي الاحتياطات الخارجية للدول المصدرة للنفط كمحصلة لتضاعف الاحتياطات قى كل من قطر والإمارات بمقدار 27.5% و 20% لتبلغ نحو 68562 و 41666 مليون دولار على التوالي في عام 2013 مقارنة مع 32669 و 75080 مليون دولار في عام 2012، بالإضافة إلى الارتفاع الملموس الذي تحقق خلال ذات السنة في كل من السعودية والعراق بمقدار 10.54% لتبلغ حوالي 77743 و 735291 مليون دولار على الترتيب، ونتيجة لذلك ارتفعت نسبة تغطيت الاحتياطات للواردات السلعية لهذه الدول كمجموعة لتصل إلى 24 شهر خلال 2013.

تأثرت الاحتياطات الخارجية لإجمالي الدول العربية النفطية بحركة أسعار النفط المنخفضة خلال عام 2014، إذ فقدت ما نسبته 2.78% في قيمتها مقارنة مع العام السابق لتبلغ حوالي 1233504 مليون دولار، إلا أن مجموعة دول مجلس التعاون الخليجي سجلت زيادة طفيفة في احتياطاتها الرسمية بلغت نسبتها 1.1% لتصل إلى 893413 مليون دولار مقارنة مع 883602 مليون دولار في عام 2013، أما على مستوى الدول العربية المصدرة للنفط الأخرى (الجزائر، العراق وليبيا) فقد سجلت تراجع في احتياطاتها بنسبة 11.7% لتصل إلى حوالي 340091 مليون دولار في عام 2014 مقارنة مع 385276 مليون دولار في عام 2013¹.

¹ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، الفصل التاسع: موازين المدفوعات والدين العام وأسعار الصرف، 2014، ص 238.

الفصل الثاني: الأبعاد الاقتصادية لأثار الأزمات النفطية على الدول العربية المصدرة للنفط

نتج عن الأزمة النفطية التي اندلعت في النصف الثاني من عام 2014 واشتد وقعها خلال 2015 تدهور كبير في ملامح الأوضاع الخارجية للدول العربية النفطية من أهمها تراجع قيمة الاحتياطات الرسمية لهذه الدول كمجموعة بنسبة وصلت إلى 12.94% لتسجل نحو 1073887 مليون دولار في عام 2015 بالمقارنة مع 1233504 مليون دولار بالعام السابق وذلك عندما سجلت أسعار النفط نسبة انخفاض قدرها 48.5% دفعة واحد مقارنة بمستوياتها لعام 2014 ليستمر حجم هذه الاحتياطات في التراجع للعام الثالث على التوالي حيث سجلت نسبة انخفاض قدرها 14.35% في عام 2016 بالمقارنة مع عام 2015 لتسجل نحو 919827 مليون دولار، لتتراجع بذلك نسبتها في تغطية الواردات السلعية لهذه الدول كمجموعة إلى 20.9 شهر مقارنة مع 23.5 شهر في عام 2014. ويمكن توضيح ارتباط معدلات نمو كل من أسعار النفط والاحتياطات الرسمية للدول العربية المصدرة للنفط خلال هذه الفترة في الشكل التالي:

الشكل رقم (02-13) تطور الاحتياطات الرسمية للدول العربية المصدرة للنفط تبعا لتطورات أسعار النفط خلال (2016-2009)



المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على معطيات الجدول رقم (02-26)

الفصل الثاني: الأبعاد الاقتصادية لأثار الأزمات النفطية على الدول العربية المصدرة للنفط

خلاصة الفصل:

يلعب قطاع المحروقات دورا حيويا في اقتصاديات الدول العربية المصدرة للنفط وتشكل العائدات النفطية العمود الفقري خاصة تلك الدول التي يمثل النفط عماد شؤونها الاقتصادية والمحرك الأساسي لعميلة التنمية، ولقد ساهم ارتفاعات أسعار النفط وتزايد عائداته المالية في حدوث تحولات اقتصادية واجتماعية غير مسبوقه في الأقطار العربية المصدرة للنفط خلال العقود الماضية بحيث تم استخدام عائدات النفط لتحديث البنية التحتية وخلق فرص العمل وتحسين مؤشرات التنمية البشرية، كما تمكنت بفضلها زيادة الاحتياطات الرسمية والحفاظ على مستوى دين عام خارجي منخفض نسبيا، غير أن هذا لم يمكنها من فك ارتباطها مع هذا القطاع الذي دائما ما يتصف بعدم الاستقرار وعرضت لمجموعة من العوامل الخارجية.

ويتضح ذلك جليا فيما سببته الأزمة النفطية الأخيرة لعام 2014 التي هوت فيها الأسعار من حلق وانكشفت العوائد وتأثرت المشاريع والبرامج التنموية، فبعد انخفاض أسعار النفط من مستوى الذروة الذي بلغته 105 دولار للبرميل إلى مستوى منخفض نزل إلى مادون 50 دولار للبرميل في 2015، استجابة المؤشرات الاقتصادية للدول العربية النفطية بسرعة لهذه الانخفاضات وتراجعت بشكل كبير مما جعلها تدق ناقوس الخطر وتحاول إعادة خططها المسطرة لتقلل ما نتج من أثار سلبية مباشرة لهذه الأزمة على اقتصادياتها وتحدد مساراتها التنموية.

فعالية صناديق الاستثمار في حماية
اقتصاداتها من آثار الأزمات النفطية

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتها من آثار الأزمات النفطية

تمهيد:

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

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

المبحث الأول: فعالية صندوق التقاعد الحكومي النرويجي في الحد من آثار الأزمات النفطية

المبحث الثاني: فعالية صناديق الاستثمار الإماراتية في الحد من آثار الأزمات النفطية

المبحث الثالث: فعالية الهيئة العامة للاستثمار الكويتية في الحد من آثار الأزمات النفطية

المبحث الرابع: فعالية جهاز قطر للاستثمار في الحد من آثار الأزمات النفطية

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتها من آثار الأزمات النفطية

المبحث الأول: فعالية صندوق معاشات تقاعد الحكومي النرويجي في الحد من آثار الأزمات النفطية

صادف إنتاج النفط في النرويج خلال سبعينيات القرن الماضي ارتفاع في أسعار النفط خلال 1973 مزمنة مع أزمة النفط الأولى ليتولد عن ذلك إيرادات مالية كبيرة جراء الصادرات النفطية، ليتم توريدها إلى الموازنة العامة والتوسع في حجم الإنفاق العام بشقيه الذي تركز في زيادة أجور العمال وخلق وظائف جديدة خاصة في القطاع النفطي ليسبب ذلك انخفاض في عدد العاملين في القطاعات غير نفطية مما أدى إلى تقلص القدرة التنافسية لصادرات البلد، ومع حدوث الأزمة النفطية العكسية عام 1986 بسبب انهيار أسعار النفط في السوق النفطية تبذرت الخطط المستقبلية للإنفاق الحكومي وظهور العجز الموازي ليتم على أساس ذلك اتخاذ قرار من طرف البرلمان والحكومة النرويجية بعدم إدخال إيرادات النفط للاقتصاد وإيداعها في صندوق ليشكل أداة ادخار للأجيال القادمة ويعزل اقتصاد البلد من الآثار السلبية الناتجة عن الأزمات النفطية.

المطلب الأول: عائدات النفط وصندوق معاشات التقاعد الحكومي النرويجي

حققت النرويج عائدات مالية كبيرة جراء تصدير النفط تم تحويل الفائض عن احتياجاتها نحو صندوق معاشات التقاعد الحكومي بهدف تجنب التأثيرات السلبية للثروة النفطية على الاقتصاد النرويجي واستثمارها في تشكيلة واسعة من فئات الأصول لتحقيق عوائد مالية تساعد على استقرار الموازنة العامة للدولة وحمايتها من أثر تقلبات العائدات النفطية.

أولاً- مكانة قطاع النفط داخل الاقتصاد النرويجي: يعتبر اكتشاف النفط في بداية عقد السبعينيات نقطة تحول مهمة بالنسبة للاقتصاد النرويجي، ففي بداية الأمر تحوفت الحكومة من عواقب عمليات النفط وتأثيره على الجوانب الاقتصادية والاجتماعية للبلد مما جعلها تقوم بصياغة وثيقة أو تقرير للبرلمان "صناعة النفط والمجتمع النرويجي" في 15 فيفري 1974 التي حذرت من خلالها بأن أي تصاعد غير مخطط في النشاط الاقتصادي سيؤدي إلى عواقب اقتصادية واجتماعية سلبية وأن عمليات النفط ستتطلب كميات متصاعدة من موارد مالية وبشرية، الأمر الذي يؤدي إلى إهمال قطاعات أخرى من الاقتصاد الوطني أو ما يعرف بالعللة الهولندية، وفي عام 1982 اعترفت السلطات بأن البلد أصبح يعتمد على عائدات النفط وأصبح مكشوف لأخطار تذبذبات أسعار النفط ليتم على إثر ذلك تشكيل لجنة للنظر في المستوى المثالي لعمليات النفط واقتراح إجراءات تحمي البلد من التذبذبات الغير متوقعة في عائد النفط لتقدم اللجنة في عام 1983 تقرير للحكومة اقترحت فيه إنشاء صندوق لإيداع عائدات النفط وعزلها عن الاقتصاد الوطني ويشكل في الوقت نفسه

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتها من آثار الأزمات النفطية

احتياطي يحمي اقتصاد البلد من التذبذبات العنيفة المحتملة في أسعار النفط، غير أن السلطات لم تتبع هذه الوصية مباشرة بل أخذت الوقت الكافي للتفكير في الأمر وتصميم الصندوق قبل تشكيله في 1990. إضافة لهذه القرارات قامت السلطات النرويجية بخطوات حصيفة ساعدتها في تجنب نقمة النفط يمكن أن نلخصها في ما يلي¹:

1. إتباع سياسة التأني والتخطيط في البداية من تعجيل عمليات النفط فبعد ثبوت وجود النفط بكميات وافرة في عام 1971 تحولت سياسة البلد إلى مزيد من التأني في تصعيد عمليات التنقيب ريثما يتهيأ البلد اقتصاديا واجتماعيا لتقبل صناعة النفط والاستفادة منها؛

2. دعم وتشجيع الصناعة المحلية على المشاركة في عمليات النفط سواء كان ذلك مباشرة كمستثمر أو بصورة غير مباشرة عن طريق تزويد عمليات النفط بالمعدات والخدمات وكان الهدف من ذلك تحقيق مبدأ السيطرة الوطنية على أهم القرارات المتعلقة بصناعة النفط فضلا عن خلق فرص جديدة للاستثمار في النرويج منبثقة من وجود النفط؛

3. دعم الصناعة النرويجية وزيادة تجهيز الخدمات المحلية لعمليات النفط حيث جعلت الحكومة النرويجية شركات النفط الدولية على دعم عملية التطوير التقنية المحلية خصوصا داخل القطاع لمواكبة التقنية العالمية وتجهيز الخدمات لعمليات النفط في النرويج؛

4. الإجماع السياسي المبكر على ضرورة استعمال النفط كوسيلة لتنمية صناعات جديدة مستدامة غير معتمدة على استمرار عمليات النفط في النرويج؛

5. شروط موافقة البرلمان على خطط تطوير الحقول من أجل ضمان السيطرة الوطنية على الفعاليات المرتبطة بإنتاج النفط وتحقيق أهدافه وخطته الإستراتيجية في قطاع النفط؛

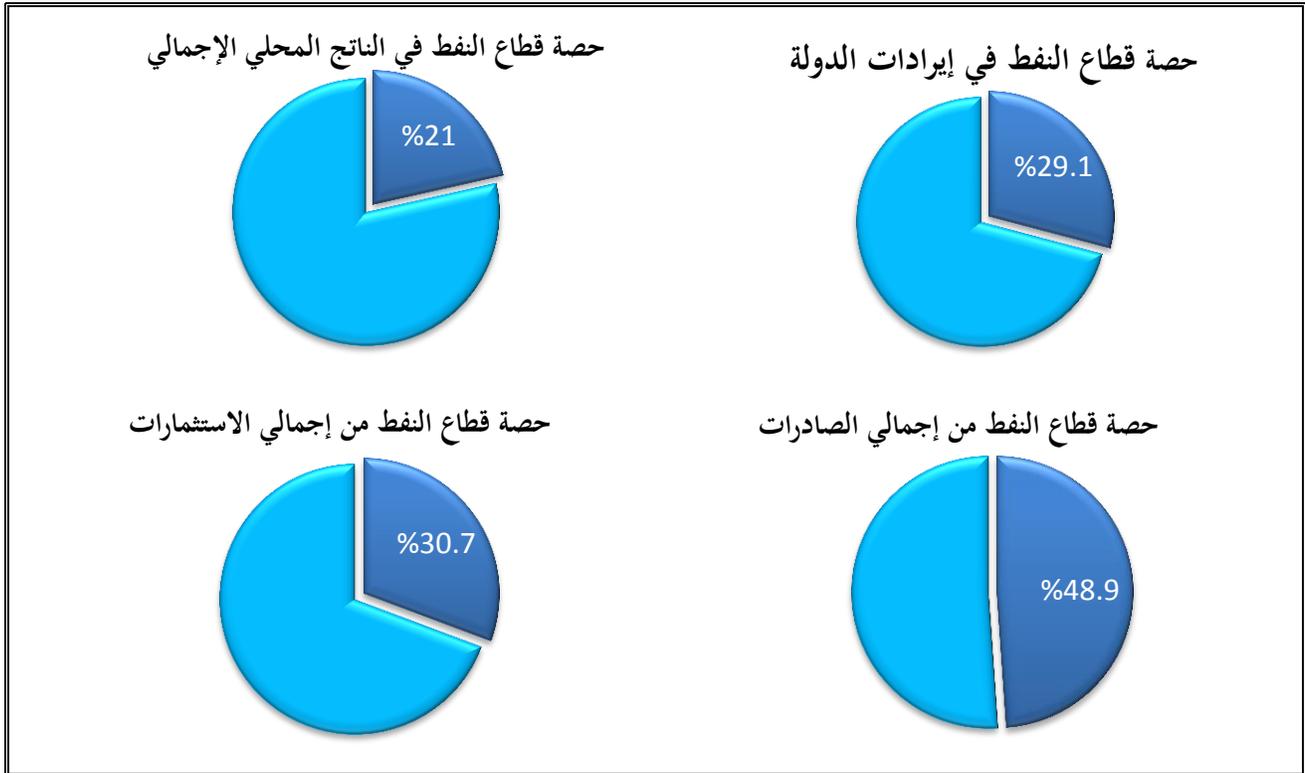
6. لقد ساعد اشتراك وزارة المالية الفعال في تخطيط الصناعة النفطية وبدور التخطيط الاقتصادي الشامل والمتكامل كثيرا في حماية الاقتصاد الوطني من التأثيرات العنيفة التي كان من الممكن أن تنبثق عنها صناعة النفط وتفادي المخاطر قبل وقوعها.

¹فاروق القاسم، النموذج النرويجي وإدارة لمصادر البترولية، عالم المعرفة، الكويت، 2010، ص403.

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصادنا من آثار الأزمات النفطية

أصبحت النرويج من كبار المنتجين والمصدرين للنفط في العالم بفضل اكتشاف النفط في 1969 والجهود المبذولة للنهوض بهذا القطاع الفتي الذي أصبح تدريجياً يحتل موقعا هاما في الاقتصاد النرويجي نظرا لما يفره من عائدات مالية كبيرة أسهمت في تحسين الوضعية الاقتصادية والاجتماعية للبلد وتحسين مؤشراتته الاقتصادية.

الشكل رقم (03-01) قطاع النفط ومؤشرات الاقتصاد الكلي النرويجي



Source: The Norwegian Petroleum Sector, FACTS 2014, P12. Available at:

http://www.npd.no/Global/Engelsk/3-Publications/Facts/Facts2014/Facts_2014_netto_.pdf

يساهم قطاع النفط بنسبة معتبرة في الناتج المحلي الإجمالي النرويجي فبعد أن كانت لا تتجاوز نسبته 10.7% بقيمة 118011 مليون كرونة نرويجية في عام 1998 انتقلت إلى ما نسبته 19.4% بقيمة 328227 مليون كرونة نرويجية خلال عام 2004 وذلك نتيجة لفورة أسعار النفط خلال ذات السنة، لتضل هذه النسبة تراوح مكانها طوال السنوات اللاحقة لتصل إلى نسبة 22% خلال عام 2013. كما استطاعت الصادرات النفطية أن تأخذ لنفسها مكانة مهمة ضمن هيكل الصادرات الإجمالية للبلد بشكل تدريجي، فبعد تطوير تقنيات التنقيب وارتفاع حجم الإنتاج ليتم تصدير النفط بشكل مكثف في الثمانينيات وصلت قيمة الصادرات النفطية إلى 118304 مليون كرونة نرويجية في عام 1998 لتستحوذ على نسبة 27.8% من إجمالي الصادرات لترتفع خلال عام 2004 إلى 337310 مليون كرونة نرويجية مما

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتنا من آثار الأزمات النفطية

دفع بنسبتها إلى الارتفاع إلى 45.7% خلال ذات السنة، لتستقر نسبتها أخيرا في حدود 48.9% خلال عام 2013 بقيمة 534836 مليون كرونة نرويجية. ما يجدر الإشارة إليه أن استحواذ الصادرات النفطية على نصف الصادرات الإجمالية ما هو إلا دليل على أن القطاعات الغير نفطية مازالت مزدهرة وتؤدي الدور الرئيسي في الاقتصاد النرويجي على عكس الدول العربية المصدرة للنفط التي لديها هيكل صادرات متحيز للقطاع النفطي.

ثانيا- نبذة حول صندوق معاشات التقاعد الحكومي النرويجي وتطوره التاريخي:

تأسس صندوق النفط الحكومي في 22 جوان 1990 بقرار صادر من البرلمان النرويجي ليقوم بتسيير الفوائض النفطية المحولة إليه غير أنه لم يبدأ نشاط عمله إلا في عام 1996 عندما تم تحويل مبلغ 2 مليار كرونة نرويجية للصندوق ليقوم باستثمارها على شكل سندات حكومية فقط، لتقوم وزارة المالية بإعادة النظر في إستراتيجيتها الاستثمارية سنة 1997 وخصصت 40% من موجودات الصندوق لاستثمارها في الأسهم ونتيجة لذلك انشأ بنك إدارة الاستثمار النرويجي (NBIM) في جانفي 1998 أوكلت له مهمة إدارة وتسيير الصندوق تحت إشراف ورقابة وزارة المالية، وفي مطلع الألفية الجديدة تم إدراج فئات أصول جديدة لاستثمارات الصندوق ووضع مبادئ توجيهية أخلاقية للصندوق، ليتم عام 2006 تغيير اسم الصندوق من صندوق النفط إلى صندوق معاشات التقاعد الحكومي النرويجي، كما تم توسعت مهام وأهداف الصندوق لتشمل دعم نظام التقاعد الحكومي والحفاظ على استقراره مستقبلا عن طريق توفير تغطية مستدامة لنفقات التقاعد بسبب توقع ارتفاع نسبة الشيخوخة في المجتمع النرويجي وارتفاع نفقات التقاعد مستقبلا¹. ويتمثل الهدف الأساسي للصندوق الحفاظ على استقرار الموازنة العامة للدولة وحمايتها من أثر تقلبات العائدات النفطية بسبب الأزمات النفطية وتحقيقا لهذا الهدف تم تحويل إيرادات هذا المورد الغير متجدد إلى أصول مالية متجددة، أي تحويل ثروة في باطن الأرض إلى ثروة على الأرض. ويمكن توضيح أهم المحطات المهمة التي مر بها تاريخ صندوق التقاعد الحكومي العالمي النرويجي (GPF) في الجدول التالي:

الجدول رقم (03-01) التطور التاريخي لصندوق التقاعد الحكومي النرويجي

الحدث	الفترة
البرلمان النرويجي يصادق على تأسيس صندوق النفط الحكومي الذي يمول من خلال عائدات النفط المحولة من طرق الحكومة ويهدف إلى دعم إدارة الحكومة للإيرادات النفطية على المدى الطويل وحماية الاقتصاد الوطني من التذبذبات	1990

¹ بوفليخ نبيل، دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية الواقع والأفاق مع الإشارة إلى حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه جامعة الجزائر 3، 2010/2011، ص125.

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتها من آثار الأزمات النفطية

العنيفة التي تعرض لها أسعار النفط.	
تلقي الصندوق أول تحويل لرأس المال من قبل وزارة المالية ليتم استثمارها خارجيا في سندات حكومية.	1996
تأسيس بنك النرويج لإدارة الاستثمارات "NBIM" وهو مؤسسة تابعة للبنك المركزي النرويجي مكلفة بإدارة أصول صندوق النفط الحكومي نيابة عن وزارة المالية، وتم توسيع النشاط الاستثماري ليشمل الأسهم (40% أسهم، 60% سندات).	1998
تم إضافة خمسة أسواق ناشئة للمؤشر المرجعي لأسهم الصندوق.	2000
تم إضافة سندات المؤسسات إلى المؤشر المرجعي للدخل الثابت للصندوق.	2002
تم وضع المبادئ التوجيهية الأخلاقية للصندوق.	2004
تغيير اسم الصندوق إلى صندوق معاشات التقاعد الحكومي العالمي.	2006
وزارة المالية تقرر زيادة حصة الأسهم في المحفظة الاستثمارية للصندوق إلى 60%.	2007
الأزمة المالية العالمية تؤدي إلى تحقيق عائد سلبي للصندوق وصل إلى -23.3%.	2008
تحقيق الصندوق عائد قياسي وصل إلى 25.6% من القيمة الإجمالية للصندوق.	2009
وزارة المالية تقرر منح التفويض للصندوق من أجل استثمار 5% من أصوله في شكل عقارات مع تخفيض مقابل في السندات.	2010
إعلان وزارة المالية عن خطط لتخفيض حصتها في الحيازات الأوربية إلى 40% في الصندوق وزيادة الاستثمارات في الأسواق الناشئة إلى 10%.	2012
بلغت القيمة السوقية للصندوق 1 تريليون دولار لأول مرة في التاريخ.	2017

Source: NORGES BANK INVESTMENT MANAGEMENT, The History, Available at: <https://www.nbim.no/en/the-fund/the-history/>.

ساعدت الارتفاعات الغير مسبوقه التي شهدتها أسعار النفط خلال بداية القرن الحالي في توريد عائدات مالية ضخمة لصندوق معاشات التقاعد الحكومي النرويجي مما أدى إلى تسارع نمو حجم الصندوق، ليصل إلى حجم هذا الأخير لأول مرة في نهاية عام 2017 إلى تريليون دولار أمريكي موزعة في تشكيلة متنوعة من الاستثمارات كما يوضح الجدول التالي:

الجدول رقم (03-02) تطورات محفظة أصول صندوق معاشات النرويج خلال الفترة (1998-2017)

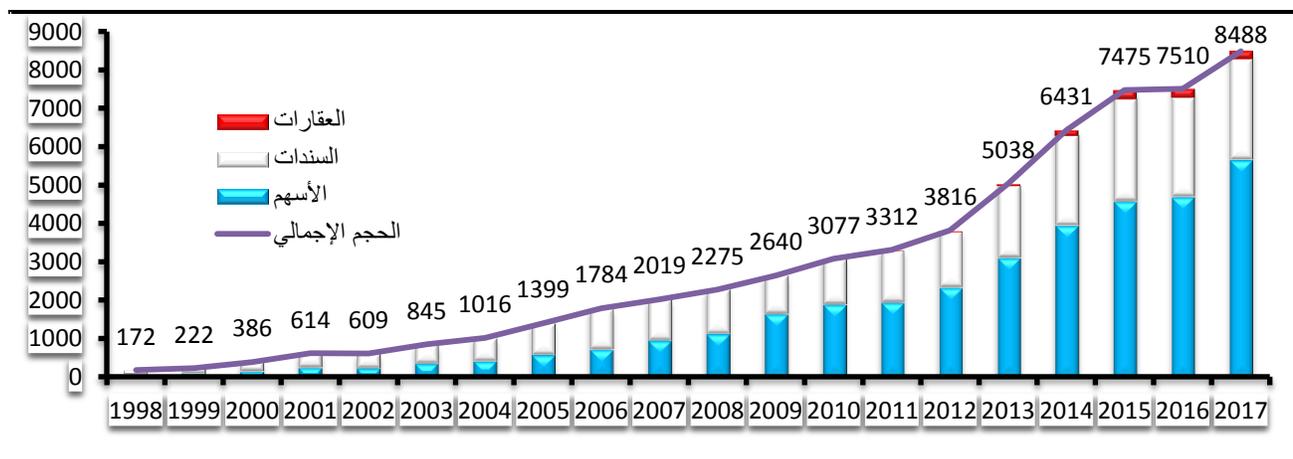
السنة	الأسهم	السندات	العقارات	الحجم الإجمالي
1998	69.53	102.30	-	172
1999	93.65	128.75	-	222

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصادها من آثار الأزمات النفطية

386	-	227.32	152.83	2000
614	-	362.94	246.41	2001
609	-	378.01	230.99	2002
845	-	484.14	361.16	2003
1016	-	600.10	416.30	2004
1399	-	816.74	582.30	2005
1784	-	1057.76	725.92	2006
2019	-	1060.74	957.90	2007
2275	-	1146.49	1128.93	2008
2640	-	995.93	1644.11	2009
3077	-	1186.19	1891.25	2010
3312	11.13	1355.72	1944.72	2011
3816	25.12	1454.81	2335.83	2012
5038	51.80	1878.99	3106.94	2013
6431	140.86	2349.95	3939.92	2014
7475	235.2	2668.14	4571.81	2015
7510	241.75	2576.87	4691.86	2016
8488	218.64	2616.37	5653.44	2017

source: Norges Bank Investment Management, GPF, Annual report ,2017 P21.

الشكل رقم(02-03) تطورات حجم أصول صندوق معاشات الترويح خلال الفترة (1998-2017)



المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على معطيات الجدول رقم(02-03).

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتها من آثار الأزمات النفطية

الملاحظ من الشكل أعلاه هو الارتفاع المتواصل لقيمة رأس مال صندوق معاشات التقاعد الحكومي النرويجي بمعدلات مرتفعة خلال الفترة (2000-2013) فانتقل من 386 مليار كرونة نرويجية (47.47 مليار دولار) سنة 2000 إلى 5038 مليار كرونة نرويجية (619.5 مليار دولار) سنة 2013 ليحتل بذلك صندوق معاشات التقاعد الحكومي المرتبة الأولى عالميا في تصنيف الصناديق السيادية، بيد أنه نتيجة للانخفاض الكبير الذي عرفته أسعار النفط ما بين 2014-2016 تراجع حجم العوائد النفطية المحولة للصندوق بنسبة 60% ليتولد عن ذلك ارتفاع طفيف في القيمة السوقية للصندوق بمقدار 35 مليار كرونة فقط ليصل إلى 7510 عام 2016، وواصل حجم أصول الصندوق ارتفاعه حتى بلغ 8488 مليار كرونة نرويجية (1030 مليار دولار) في نهاية عام 2017، ليحقق نمو حجم أصول الصندوق خلال الفترة الممتدة من 2000 إلى 2017 متوسط قدره 20.35%، هذا ما يدل على كفاءة وفعالية الصندوق في التوظيف الأمثل للموارد وحسن تسييرها وإدارتها، مع العلم أنه قد بلغت التحويلات من طرف الحكومة النرويجية باتجاه الصندوق منذ تأسيسه 1996 إلى 2017 ما مجموعه 3337 مليار كرونة نرويجية (400 مليار دولار) وحقق عائدا تراكمي قدره 4151 مليار كرونة نرويجية (497.6 مليار دولار)¹.

المطلب الثاني: دور صندوق المعاشات الحكومي النرويجي في استقرار الموازنة العامة للدولة

يلعب صندوق معاشات التقاعد لحكومي دورا مهما في تحقيق الاستقرار في الموازنة العامة للدولة من خلال امتصاص كافة الإيرادات المتولدة عن الأنشطة النفطية واستثمارها بالخارج ليحقق على إثر ذلك عوائد مالية معتبرة يتم استخدام جزء منها لتمويل العجز غير نفطي داخل الموازنة وذلك وفقا للمبادئ والتوجيهات التي نصت عليها القاعدة المالية التي حددها البرلمان النرويجي خلال عام 2001.

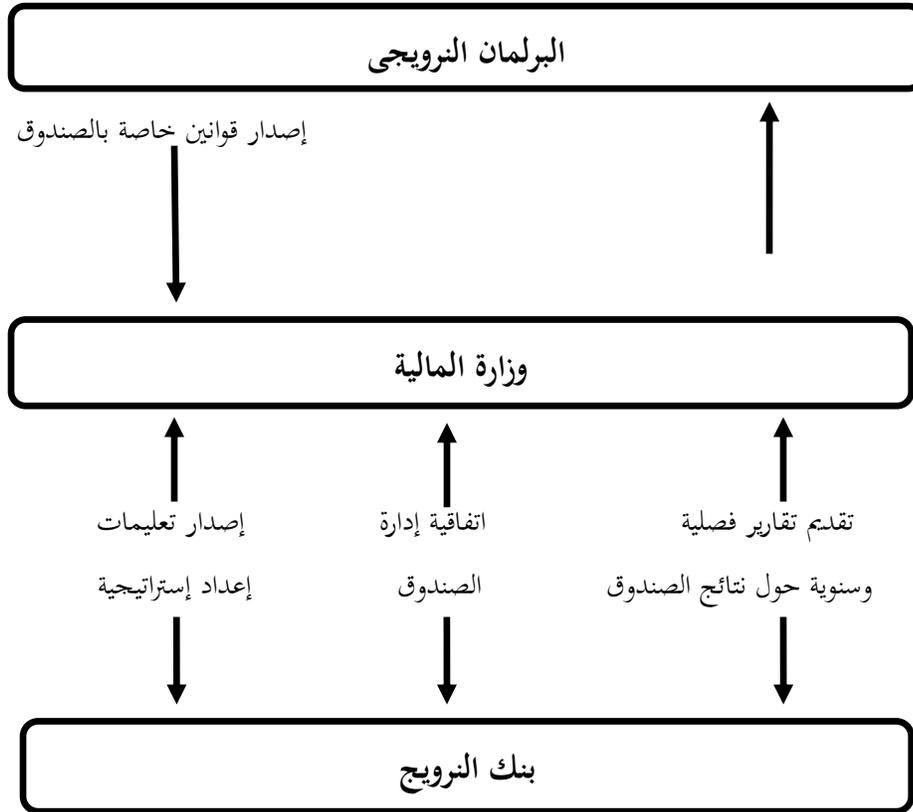
أولا- حوكمة الصندوق: يتميز صندوق معاشات تقاعد الحكومي النرويجي بنظام حوكمة قائم على توزيع المهام والمسؤوليات بين مختلف الهيئات المكلفة بإدارة ومراقبة نشاط الصندوق، ويعتمد في هذا التقسيم على القوانين واللوائح التي يصدرها البرلمان، ويعتبر القانون رقم 123 الصادر بتاريخ 2005/12/21 من قبل وزارة المالية المتعلق بكيفية إدارة صندوق GPFG المرجع الأساسي لكافة التعليمات والتوجيهات في تسيير صلاحيات كل جهة مشرفة على الصندوق كما يخضع الصندوق لمستويات مختلفة من الرقابة تعمل على اكتشاف الأخطاء والانحراف وتصحيح مسارها وفقا لما هو مخطط

¹ Norges Bank Investment Management, Available at: <https://www.nbim.no/en/the-fund/return-on-the-fund/>.

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتها من آثار الأزمات النفطية

له، بحيث تخضع الهيئة المكلفة بإدارة استثمارات الصندوق "NBIM" إلى رقابة البنك المركزي بواسطة وحدة المراجعة والتدقيق التابعة للبنك، ويخضع البنك المركزي لرقابة وزارة المالية التي تستعين بمكاتب مراجعة وتدقيق مستقلة لتقييم أداء البنك بالإضافة إلى التقارير الفصلية والسنوية التي يسلمها البنك لوزارة المالية، لتخضع في الأخير وزارة المالية لرقابة صارمة من قبل البرلمان الذي يعتبر الجهة الوحيدة المخول لها صلاحية إصدار وتعديل القوانين واللوائح المنظمة لعمل الصندوق ولإضفاء المزيد من الشفافية والإفصاح على إدارة الصندوق فإن هذه الهيئات الثلاث مطالبة بنشر وإعلان مختلف القوانين والأنظمة والتوجيهات والتقارير الخاصة بالصندوق للرأي العام عبر مواقعها الإلكترونية وفي وسائل الإعلام المختلفة.

الشكل رقم (03-03) حوكمة صندوق معاشات التقاعد الحكومي النرويجي



Source : NORGES BANK INVESTMENT MANAGEMENT, GPF, Annual report 2008, P07.

يوضح الشكل رقم (03-03) أن نظام الرقابة والإشراف والتسيير لصندوق معاشات التقاعد الحكومي يعتمد على تدخل ثلاث هيئات هي¹:

¹ Tom A. Fearnley, Norway's Government Pension Fund: Investing for the long run, Oxford Pensions Conference, Oxford, 27/09/2012, P17.

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتنا من آثار الأزمات النفطية

1. البرلمان النرويجي "Stortinget": وتتمثل مهامه في ما يلي:

- إصدار قوانين وتشريعات محددة الأهداف ومهام وكيفية إدارة صندوق معاشات التقاعد الحكومي؛
- مراقبة ومساءلة وزارة المالية باعتبارها الجهة المالكة للصندوق وإجبارها على تقديم تقرير سنوي حول كيفية وأداء الصندوق.

2. وزارة المالية: تعتبر الهيئة المالكة للصندوق وهي مكلفة بالوظائف التالية:

- إصدار تعليمات وتوجيهات خاصة بكيفية إدارة الصندوق؛
- إعداد إستراتيجية استثمار لأصول الصندوق عن طريق تكوين حفظة استثمار مرجعية تتضمن أنواع الأصول المالية المستثمر فيها، وأماكن استثمار هذه المحفظة، وإلزام الهيئة المسيرة على الالتزام بها؛
- إعداد مبادئ أخلاقية لاستثمارات الصندوق والعمل على إقصاء الشركات المخالفة لهذه المبادئ من استثماراته؛
- تقديم تقرير سنوي للبرلمان يتضمن تقييم سياسات إدارة وأداء الصندوق؛
- إلزام الجهة المسيرة "البنك المركزي" بتقديم تقارير فصلية وسنوية حول أداء استثمارات الصندوق مع إعلانها للرأي العام ووسائل الإعلام؛
- القيام بعملية المراجعة والتدقيق وتقييم فعالية تسيير البنك المركزي للصندوق عن طريق الاستعانة بمنظمات استشارية مستقلة.

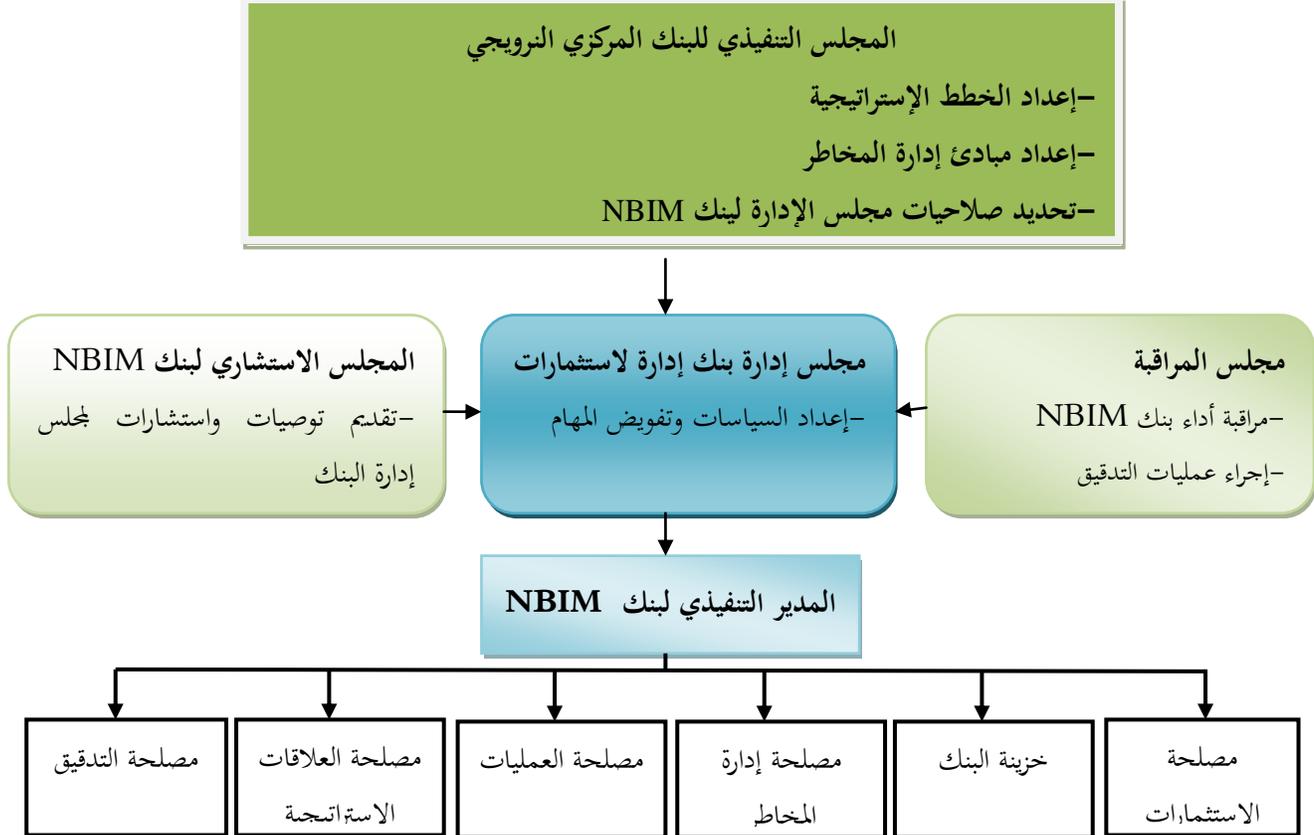
3. البنك المركزي: بنك النرويج "مصلحة إدارة الاستثمارات" باعتباره الجهة المسيرة للصندوق ومسؤول أمام وزارة المالية بهو مكلف بالوظائف التالية:

- العمل على تحقيق أكبر عائد ممكن لاستثمارات الصندوق مع الأخذ بعين الاعتبار مستوى المخاطر المصاحب لهذه الاستثمارات؛
- الالتزام بإستراتيجية الاستثمار المعتمدة من طرف وزارة المالية والعمل على تقليص هامش الخطأ والانحرافات المعيارية بين محفظة الاستثمار الفعلية للصندوق والمحفظة المرجعية المعتمدة من قبل وزارة المالية؛
- إعداد نظام لقياس مختلف المخاطر المصاحبة لاستثمارات الصندوق؛
- تقديم تقارير فصلية وسنوية لوزارة المالية تتضمن النتائج المحققة واستراتيجيات إدارة الصندوق مع الالتزام بنشر التقارير وإعلانها للرأي العام.

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتنا من آثار الأزمات النفطية

ثانياً- إدارة الصندوق: تعتبر وحدة إدارة الاستثمارات "NBIM" التابعة للبنك المركزي النرويجي الجهة الوحيدة المخول لها القانون إدارة صندوق معاشات التقاعد الحكومي النرويجي GPFG وتسيير محفظة استثماراته بشكل مباشر، ويحكم قانون البنك المركزي العلاقة بين بنك إدارة الاستثمارات والسلطات (وزارة المالية والبرلمان النرويجي) .

الشكل رقم (03-04) الهيكل التنظيمي لبنك إدارة الاستثمارات النرويجي



Source : NORGES BANK INVESTMENT MANAGEMENT, GPFG, Annual report 2009 , P07.

- المجلس التنفيذي: يتكون من سبعة أعضاء برئاسة محافظ البنك المركزي، ويعتبر الهيئة المسؤولة عن مختلف عمليات بنك النرويج المركزي، كما يقوم المجلس بإعداد الخطط والإستراتيجيات الخاصة بأنشطة بنك إدارة الاستثمارات "NBIM" بالإضافة إلى إعداد المبادئ التوجيهية لإدارة المخاطر على مستوى بنك إدارة الاستثمارات، ويحدد المهام وصلاحيات مجلس إدارة البنك؛

- المجلس الاستشاري: تم تأسيسه من قبل المجلس التنفيذي في عام 2006 ويتكون من أربعة خبراء دوليين يقوم بتقديم استشارات وتوصيات التي تؤثر في مجال عم البنك لمجلس إدارة البنك لتحسين مستوى إدارة استثمارات البنك ؛

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتنا من آثار الأزمات النفطية

- مجلس المراقبة: يتكون من خمسة عشر عضو يتم تعيينهم من قبل البرلمان وتمثل مهمته في مراقبة العمليات والأنشطة التي يقوم بها بنك "NBIM" ومدى مطابقتها للقوانين واللوائح المرجعية، إضافة للتدقيق والمصادقة على القوائم المالية السنوية للبنك، والمصادقة على ميزانية البنك؛

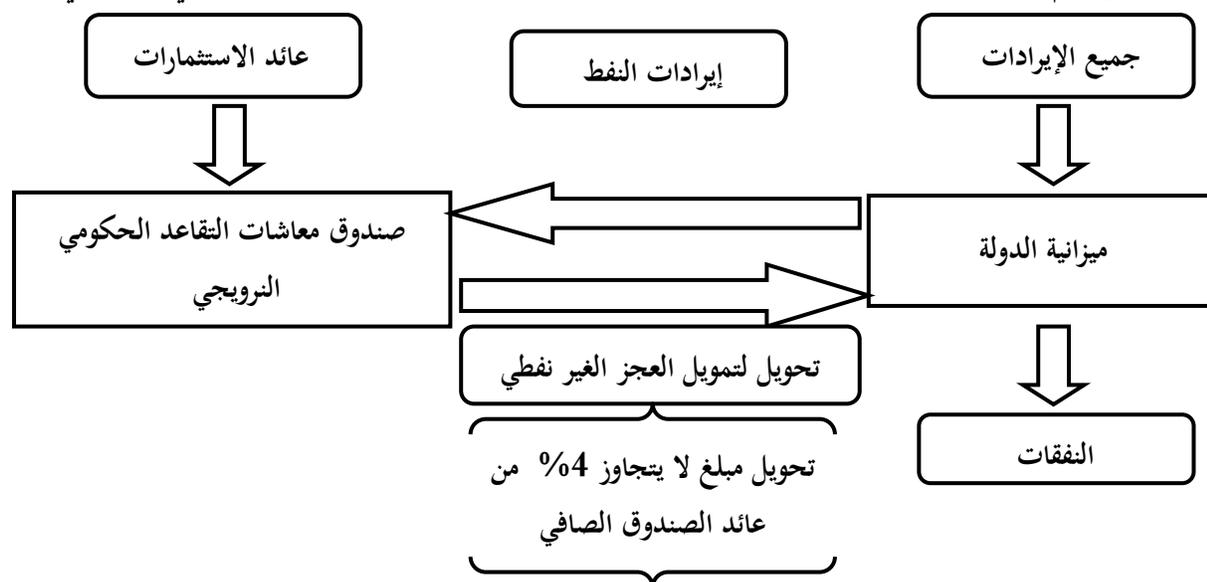
-المجموعة القيادية للبنك: تتكون من مختلف الإطارات المكلفة بتنفيذ سياسات واستراتيجيات البنك وتضم هذه المجموعة المدير التنفيذي للبنك بالإضافة إلى رؤساء مصالح الاستثمارات الخزينة، إدارة المخاطر، العمليات، العلاقات الإستراتيجية، المراجعة والتدقيق.

تسمح القواعد المنظمة لاستثمارات بنك "NBIM" بإمكانية الاستعانة بمؤسسات وهيئات خارجية لإدارة الاستثمارات حيث يمنح البنك تفويض لهذه الجهات بإدارة جزء من المحفظة الاستثمارية للصندوق بالنظر لخبرتها وكفاءتها في هذا المجال بهدف تعظيم العوائد وتقليل المخاطر المصاحبة لعمليات الاستثمار، كما يتوفر بنك إدارة الاستثمارات على ثلاثة مكاتب فرعية في كل من نيويورك، لندن وفي شنغهاي، ويوظف حاليا بنك إدارة الاستثمارات 573 إطار.

ثالثا- علاقة الصندوق بالموازنة العامة: تنص المبادئ التوجيهية للسياسة المالية لعام 2001 أن استخدام الإيرادات النفطية مقاسا بالعجز الهيكلي في الموازنة العامة غير نفطية يجب أن يتطابق مع نسبة من العائد الحقيقي لصندوق معاشات التقاعد الحكومي قدرها 4% سنويا وتقوم هذه السياسة على أن استخدام العائد الحقيقي على الصندوق GPFG يضمن عدم تآكل رأسمال الصندوق، أي يتم تحويل جميع إيرادات الناتجة عن الأنشطة النفطية إلى الصندوق ويقتصر استخدام إيرادات بناء على العائد فقط، علاوة على ذلك يعتمد استخدام الإيرادات بناء على تدفقات الإيرادات المحققة من الأنشطة النفطية وليس على الإيرادات المستقبلية غير مؤكدة (الفروض الخاصة بأسعار النفط) هذا ما يعكس فعالية السياسة المالية في مواجهة الأزمات النفطية الناتجة عن التقلبات في أسعار النفط في السوق الدولية.

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتهما من آثار الأزمات النفطية

الشكل رقم (03-05) العلاقة بين الموازنة العامة وصندوق المعاشات التقاعد الحكومي النرويجي



Source : Tom A. Fearnley, Norway's Government Pension Fund, op-cit, P12.

ما يجدر الإشارة إليه أن الحكومة النرويجية ذكرت في تقريرها الصادر في سنة 2017 أنها تعتمز الانسحاب على المدى الطويل من الصندوق مع مرور الوقت ويجب أن تعادل نسبة تحويل الصندوق للميزانية 3% عوضاً عن 4%. وتساعد هذه القاعدة المالية على التخلص من عائدات النفط تدريجياً في الاقتصاد وإنفاق العائد على الصندوق فقط بدل الأكل من رأسماله مما يعني استفادة الأجيال القادمة من الصندوق¹.

جدول رقم (03-03) دور صندوق GPF في تغطية عجز الموازنة العامة للدولة الوحدة: مليار كرونة نرويجية

السنوات	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
الإيرادات العامة	709.9	717.6	746.4	860.8	962.9	1028.2	1182.1	1051.9
الإيرادات النفطية	189.6	188.9	222.1	297	372.2	341	437.3	304.5
الإيرادات غير النفطية	520.3	528.7	524.3	563.8	590.7	687.2	744.8	774.4
النفقات العامة	582.6	579.6	622.2	650.1	683.1	711.3	777.6	868.7
النفقات النفطية	20	16.2	18.7	21.4	23.5	21.3	24.4	24.7
النفقات غير النفطية	562.6	563.5	603.6	628.6	659.5	690	753.2	843.9
رصيد الموازنة قبل التحويل	127.3	138	124.2	210.7	279.8	316.9	404.5	183.2

¹ Norges Bank Investment Management, <https://www.nbim.no/en/the-fund/>.

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتنا من آثار الأزمات النفطية

								إلى GPFG
279.8	412.9	319.7	348.7	275.5	203.4	172.8	169.6	رصيد الموازنة النفطية
-96.6	-8.4	-2.8	-68.8	-64.8	-79.2	-34.8	-42.3	رصيد الموازنة غير نفطية
107.2	8.4	2.8	68.8	70.6	80.7	34.8	42.3	التحويل من GPFG
183.2	404.5	316.9	279.8	210.7	124.2	138	127.3	الصافي المحول لـ GPFG
91.3	84.2	80.4	47.2	36.9	33.3	24	22.3	إيرادات أرباح GPFG
274.5	488.7	397.3	327	247.6	157.4	162	149.6	مجموع الفائض في الموازنة وصندوق GPFG
2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	السنوات
1180.5	1158.4	1235.1	1274.2	1289.2	1278.0	1113.1	1053.6	الإيرادات العامة
163.7	149.7	257.7	345.9	379.7	412.8	313	292.4	الإيرادات النفطية
1016.8	1008.7	977.4	928.2	909.5	865.2	800.1	761.2	الإيرادات غير النفطية
1301.8	1249.2	1192.5	1121.4	1059.3	1002.6	960.1	891.3	النفقات العامة
25.5	28	29	37	32.5	26	25	20.7	النفقات النفطية
1276.3	1221.2	1163.5	1084.4	1026.8	976.6	935.1	870.6	النفقات غير النفطية
-121.3	-90.8	42.6	152.8	229.9	275.4	153	162.3	رصيد الموازنة قبل التحويل إلى GPFG
138.2	121.7	228.7	308.9	347.2	386.8	288	271.7	رصيد الموازنة النفطية
-259.5	-212.5	-186.1	-156.1	-117.3	-111.4	-135	-109.4	رصيد الموازنة غير نفطية
259.5	212.5	186.1	156.1	117.3	111.4	135	109.4	التحويل من GPFG
-121.3	-90.8	42.6	152.8	229.9	275.4	153	162.3	الصافي المحول لـ GPFG
207.5	200.1	192.9	161.7	128.3	108.8	113.1	84.4	إيرادات أرباح GPFG
86.2	109.3	235.5	314.5	358.2	384.2	266.1	246.7	مجموع الفائض في الموازنة وصندوق GPFG

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا تقارير وزارة المالية التوجيهية، أعداد مختلفة، 2002-2017.

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتها من آثار الأزمات النفطية

يتضح جليا من خلال الجدول رقم (03-02) انعكاسات أسعار النفط على الإيرادات النفطية الواردة للموازنة العامة بحيث سجلت هذه الأخيرة ارتفاعات ملحوظة في قيمتها خلال الفترة 2002-2008، منتقلة من 189.6 مليار كرونة نرويجية إلى 437.3 مليار كرونة نرويجية مزامنة مع ارتفاع أسعار النفط من 24.3 إلى 94.4 دولار للبرميل خلال ذات الفترة، لتراجع نتيجة تبعات الأزمة المالية إلى 292.4 مليار كرونة نرويجية عام 2010، وبتعافي الاقتصاد العالمي من تداعيات الأزمة وعودة أسعار النفط للارتفاع عادت قيمة الإيرادات النفطية الواردة للموازنة من جديد لتصل إلى 379.7 مليار كرونة نرويجية في عام 2013، ونتيجة للأزمة النفطية الأخيرة التي بدأت في النصف الثاني لعام 2014 واشتد وقعها خلال السنتين اللاحقتين التي انحارت أسعار النفط خلالها من مستوى 100 دولار للبرميل إلى مستوى 40.7 دولار للبرميل خلال 2016 تراجعت قيمة الإيرادات النفطية الواردة للموازنة من 345.9 مليار كرونة نرويجية خلال 2014 إلى 149.7 مليار كرونة نرويجية عام 2016 ليترتب عن ذلك انخفاض في فائض الموازنة النفطية بنسبة فاقت 60% منتقلا من 308.9 إلى 121.7 مليار كرونة نرويجية خلال ذات الفترة.

خلافًا للفائض الذي سجلته الموازنة النفطية طوال السنوات السابقة فإن عجز الموازنة غير نفطية يشكل ظاهرة دورية تحدث كل سنة داخل الموازنة العامة النرويجية وإن كان هذا العجز ضئيل في البداية تراوح ما بين 02 إلى 50 مليار كرونة نرويجية خلال الفترة 2002-2009 إلا أنه تفاقم بشكل لافت خلال الفترة 2010-2015 الذي تجاوز خلالها 100 مليار كرونة نرويجية في 2010 وصولا إلى 186 في عام 2015، ونتيجة للتوسع في حجم الإنفاق العام وبرامج التنمية تضاعف العجز غير النفطي ليصل إلى 212.5 و 259.5 مليار كرونة نرويجية في 2016 و 2017 على التوالي. أسهمت الفوائض المحققة في الموازنة العامة في زيادة القيمة السوقية لصندوق معاشات التقاعد الحكومي خلال الفترة (2002-2015) إلا أنه خلافا لما هو معمول به طوال هذه السنوات بتحويل فائض الموازنة نحو الصندوق، فإنه خلال السنتين الأخيرتين التي تراجع فيها فائض الموازنة النفطية بشكل كبير من جهة وتفاقم العجز غير نفطي من جهة أخرى أدى إلى خلق ضغوطات على موجودات صندوق معاشات التقاعد الحكومي GPFG لتمويل هذا العجز بشكل كلي ليشكل بذلك الصندوق أداة مهمة فعالة في يد الحكومة النرويجية تعمل على حماية وعزل الموازنة العامة من الآثار السلبية للأزمات النفطية من خلال امتصاص الفوائض النفطية واستثمارها في الخارج في تشكيلة متنوعة من الأدوات المالية محققا عوائد معتبرة تساعد في تحقيق الاستقرار داخل الموازنة العامة وفقا للمبادئ التوجيهية التي وضعها البرلمان النرويجي.

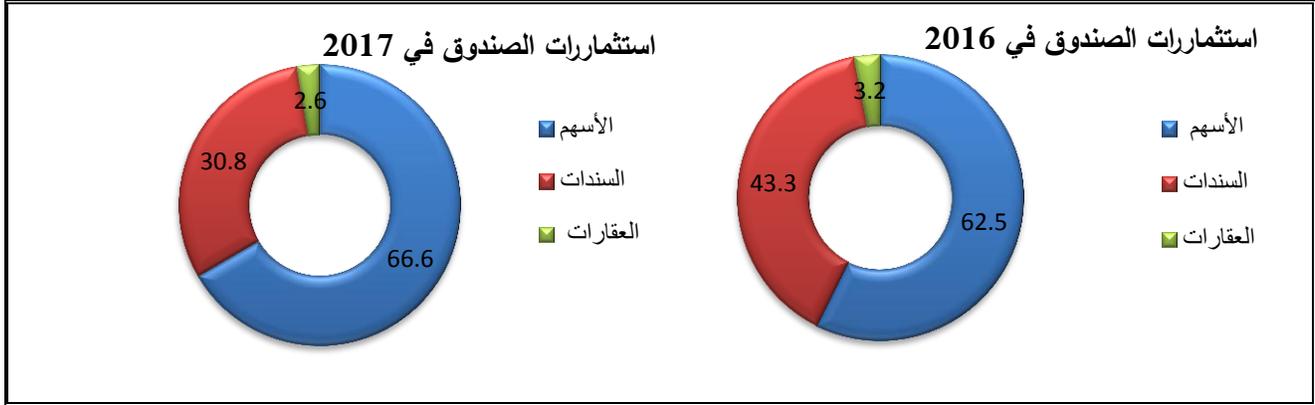
الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتهما من آثار الأزمات النفطية

المطلب الثالث: فعالية الإستراتيجية الاستثمارية لصندوق GPFG في تحقيق التنوع الاقتصادي

تحدد وزارة المالية الإستراتيجية الاستثمارية للصندوق بصفتها مالك له وتقوم إدارة الاستثمارات في بنك النرويج المركزي بتنفيذها بصفتها مدير تنفيذي كما يخضع في سياسته الاستثمارية لرقابة البرلمان التي تعرض عليه الميزانية العامة بالإضافة إلى التقرير السنوي على إستراتيجية الصندوق وأدائه¹، ولوقوف على فعالية الإستراتيجية الاستثمارية للصندوق نسلط الضوء على توزيعات استثماراته حسب فئات الأصول والقطاعات وعلى حسب التوزيع الجغرافي من خلال ما يلي:

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

الشكل رقم (03-06) توزيع استثمارات GPFG حسب فئات الأصول خلال (2016-2017)



Source: Norges Bank Investment Management, GPFG, Annual report 2016 and 2017.

من خلال الشكل أعلاه يتضح أن محفظة الاستثمارية للصندوق تتكون من ثلاثة أصول رئيسية، تشكل الأسهم الحصة الأكبر من حجم الاستثمار الإجمالي، فبعد أن خصصت وزارة المالية 40% من موجودات الصندوق للاستثمار في الأسهم سنة 1998 أخذت هذه النسبة منحى تصاعدي حتى وصلت إلى 62.5% و66.6% سنة 2016 و2017 على التوالي، لتنتقل بذلك قيمتها من 4691 مليار كرونة في 2016 إلى 5653 مليار كرونة (686.5 مليار دولار) في نهاية عام 2017 موزعة على 9146 شركة، ولدى الصندوق حصص تزيد عن 2% في 1158 شركة وأكثر من 5% في 28 شركة، وتأتي استثمارات الدخل الثابت (السندات) في المرتبة الثانية فبعد أن كانت نسبتها 60% قبل سنة 2007 قامت إدارة الصندوق بعدة تخفيضات في نسبة هذه الأخيرة حتى وصلت إلى 43.3% سنة 2016

¹ Tom A. Fearnley, Norway's Government Pension Fund: Investing for the long run, Oxford Pensions Conference, Oxford, 27/09/2012, P18.

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتنا من آثار الأزمات النفطية

و30.8% في نهاية عام 2017، وتتألف استثمارات الصندوق في الأصول ذات الدخل الثابت من 4871 ورقة مالية (سند) من 1250 مصدر نهاية 2016 موزعة على 34 عملة، من هنا يمكن القول أن ارتفاع الوزن النسبي للأسهم على حساب أصول الدخل الثابت (السندات) داخل المحفظة الاستثمارية للصندوق يدل على توجهات الصندوق نحو الإستراتيجية الاستثمارية طويلة الأجل (باعتباره أداة ادخارية للأجيال القادمة) وبتنهج سياسية هجومية التي يسعى من خلالها إلى تحقيق أكبر عائد ممكن مع مستوى مناسب من المخاطر بالإضافة لعدم احتياجاته للسيولة على المستوى القصير. وقد حل الاستثمار في قطاع العقارات في المرتبة الأخيرة، والذي بدأ الاستثمار فيه صيف 2011 بعد موافقة البرلمان النرويجي باقتراح من طرف (NIBM) وتم تحديد نسبة 5% من إجمالي المبلغ المستثمر للاستفادة من تراجع أسعار العقارات خلال الأزمة المالية، وتتركز أسواق أهم ممتلكات الصندوق من العقارات في أوروبا وأمريكا الشمالية، وتقدر القيمة الإجمالية المستثمرة في قطاع العقارات لسنة 2016 و2017 بـ 242 و218 مليار كرونة نرويجية على التوالي.

ثانياً- توزيع الاستثمارات حسب القطاعات: يعتمد صندوق معاشات التقاعد الحكومي النرويجي على مبدأ التنوع وعدم التركيز على قطاع معين بهدف تقليل المخاطر وتنويع مصادر الدخل لتحقيق التنوع في محفظة استثماراته، ويوضح الجدول التالي أهم القطاعات التي يستثمر فيها صندوق GPFG خلال عام 2017.

جدول رقم (03-04) توزيعات استثمارات صندوق GPFG حسب القطاعات الاقتصادية

القطاع	النسبة الإجمالية %	العائد المحقق من القطاع %
المالية	24.5	19.3
الصناعة	14.3	22.9
السلع الاستهلاكية	13.5	21.5
التكنولوجيا	11.2	32.4
الخدمات الاستهلاكية	10.1	14.8
الصحة	9.8	16.1
المواد الأساسية	6.0	27.1
النفط والغاز	5.6	4.1
الاتصالات	2.8	4.1
الخدمات	2.6	13.1

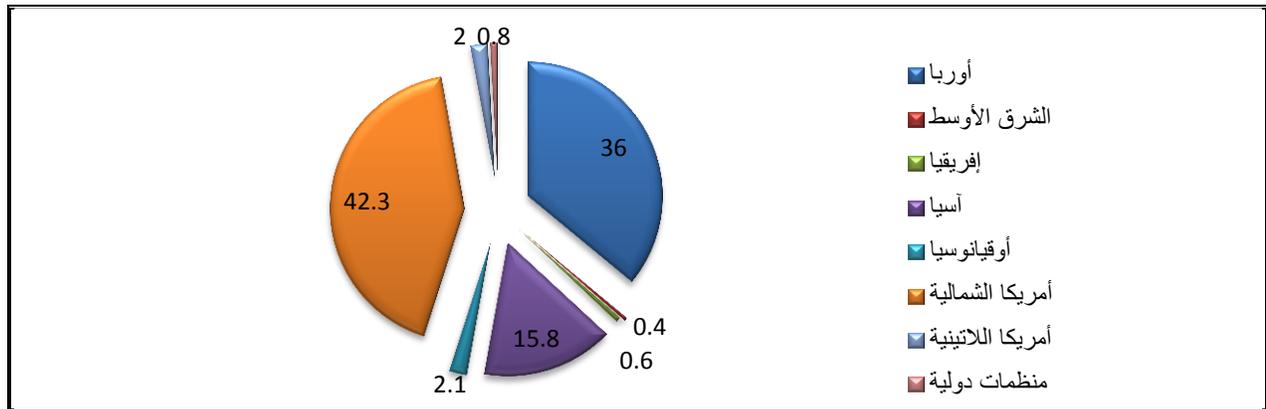
Source: Norges Bank Investment Management, GPFG, Annual report 2017, P35.

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتها من آثار الأزمات النفطية

يستثمر صندوق معاشات التقاعد الحكومي النرويجي GPFG في مجموعة واسعة من القطاعات الاقتصادية بهدف توزيع المخاطر المالية على قاعدة عريضة من القطاعات ذات الارتباط السلبي لتحقيق مصادر متنوعة للدخل، فنجد أن قطاع المالية يستحوذ على النسبة الأكبر من إجمالي استثمارات الصندوق بنسبة 24% محققا عائد قدره 19.3% ويليه قطاع الصناعة بنسبة 14.3% محققا عائد قدره 22.9%، وحقق قطاع التكنولوجيا الذي يستحوذ على نسبة 11% من استثمارات الصندوق أعلى عائد وصل إلى 32.4% خلال 2017 ليليه في ذلك قطاع المواد الأساسية الذي حقق عائد قدره 27.1%، ليحقق قطاع النفط والغاز أسوأ أداء بعائد وصل إلى 4.1% بسبب تداعيات الأزمة النفطية الحالية.

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

الشكل رقم (03-07) التوزيع الجغرافي لاستثمارات GPFG عام 2016.



Source: Norges Bank Investment Management, Government Pension Fund Global, Annual report 2016, P36.

من خلال الشكل رقم (03-06) يتضح أن الصندوق استطاع أن ينوع استثماراته في مناطق مختلفة من العالم وحسب تقارير السنوية لبنك إدارة الاستثمار النرويجي فإن صندوق معاشات التقاعد الحكومي يستثمر في أكثر من 77 دولة حاليا موزعة ما بين 9146 شركة، وللتفصيل أكثر حول التوزيع الجغرافي لاستثمارات الصندوق نأخذ كل منطقة على حدا¹:

¹ Norges Bank Investment Management, Government Pension Fund Global, Annual report 2016, P30-43.

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتها من آثار الأزمات النفطية

1. أمريكا الشمالية: تمثل أسواق أمريكا الشمالية الوجهة الرئيسية لاستثمارات الصندوق، حيث استحوذت على نسبة 42.3% من إجمالي المبلغ المستثمر في نهاية 2016، بمبلغ وصل إلى 3176.73 مليار كرونة نرويجية (390.6 مليار دولار أمريكي) موزعة على 2268 شركة من أهمها الشركات الأمريكية، حيث استثمر مبلغ 44.965 مليون كرونة نرويجية في شركة (Apple) و 34665 مليون كرونة نرويجية في شركة (Microsoft) و 26319 مليون كرونة نرويجية في شركة (Exxon Mobil)، بالإضافة 2071 سند من 582 مصدر موزعة على عدة أنواع من السندات من أهمها السندات الحكومية مثل سندات الولايات المتحدة الأمريكية المقدرة بـ 579 مليون كرونة نرويجية ومبلغ 2030 مليون كرونة نرويجية في سندات بنك أمريكا، وأكثر من 400 محفظة عقارية منها 57% في أمريكا موزعة على عدة مدن مثل 25.2% في نيويورك سيتي و 5.8% في العاصمة واشنطن.
2. أوروبا: تستحوذ الأسواق الأوروبية على نسبة 36% وهي تمثل الثلث من إجمالي المبلغ المستثمر والمقدرة بـ 2703.6 مليار كرونة نرويجية (332.5 مليار دولار أمريكي) موزعة على 1881 شركة من أهمها 50.985 مليون كرونة نرويجية مستثمرة في شركة (Nestlé SA) السويسرية و 46.153 مليون كرونة مستثمرة في شركة (Royal Dutch Shell) في المملكة المتحدة، بالإضافة إلى 1584 سند من 489 مصدر منها سندات حكومية مثل سندات الحكومة الألمانية المقدرة بـ 137.231 مليون كرونة و 88.983 مليون كرونة في سندات المملكة المتحدة و 49.121 مليون كرونة في سندات الحكومة الفرنسية وأخيرا 358 محفظة عقارية منها نسبة 12.5 مستثمرة في المملكة المتحدة و 7.3 في فرنسا و 4.5 في اسبانيا.
3. آسيا وأوقيانوسيا: تستحوذ منطقة آسيا على نسبة 15.8% من إجمالي المبلغ المستثمر والمقدرة بـ 1186.5 مليار كرونة (145.87 مليار دولار) موزعة على 3898 شركة من أهمها 17.755 مليون كرونة مستثمرة في شركة (Samsung Electronics) الكورية الجنوبية و 6.1 مليون كرونة في شركة (Tocalo) اليابانية، بالإضافة إلى 617 سند من 68 مصدر منها سندات حكومية مثل سندات الحكومة اليابانية المقدرة بـ 161,54 مليون كرونة و 51.99 مليون كرونة في سندات كوريا الجنوبية. كما تستحوذ أوقيانوسيا على نسبة 2.1% من إجمالي المبلغ المستثمر والمقدرة بـ 57.71 مليار كرونة (19.3 مليار دولار) موزعة على 328 شركة و 159 سند من 36 مصدر من أهمها سندات الحكومة الاسترالية المقدرة بـ 27.34 مليون كرونة.
4. إفريقيا والشرق الأوسط: تستحوذ أسواق هذه المنطقة على أقل نسبة من استثمارات الصندوق حيث لا تتعدى مجتمعة نسبة 1% مقسمة إلى 0.6% لإفريقيا المقدرة بـ 45.06 مليار كرونة نرويجية (5.5 مليار دولار) موزعة

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتنا من آثار الأزمات النفطية

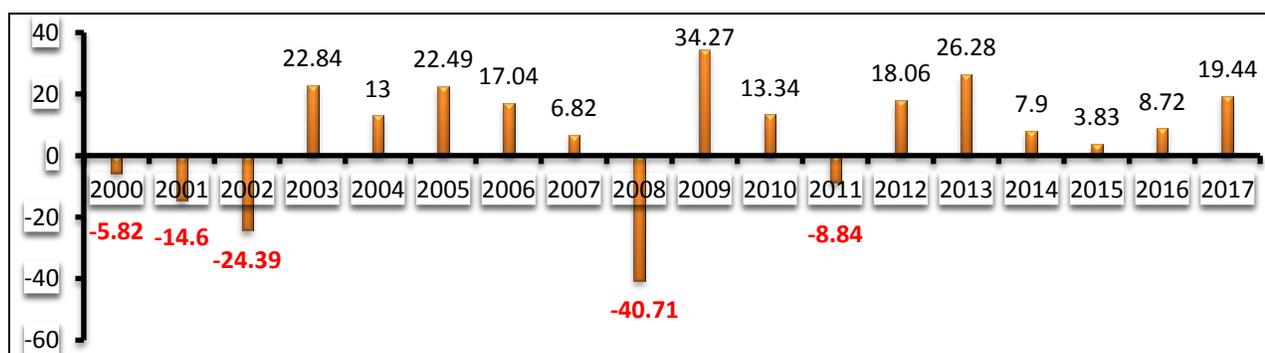
على 196 شركة و16 سند من مصدرين اثنين، ونسبة 0.4% للشرق الأوسط المقدرة بـ30.64 مليار كرونة (3.6 مليار دولار) موزعة على 152 شركة و33 سند من 12 مصدر.

5. أمريكا اللاتينية والمنظمات الدولية: تستحوذ أمريكا اللاتينية على نسبة 2% من إجمالي المبلغ المستثمر والمقدرة بـ150.2 مليار كرونة نرويجية (18.42 مليار دولار) موزعة على 262 شركة و173 سند من 36 مصدر من أهمها السندات الحكومية المكسيكية المقدرة بـ54.214 مليون كرونة و28.162 مليون كرونة في سندات الحكومة البرازيلية. كما تستحوذ المنظمات الدولية على نسبة 0.8% من إجمالي المبلغ المستثمر المقدرة بـ60.08 مليار كرونة (7.38 مليار دولار) موزعة على 28 سند من 25 مصدر ومن أهمها سندات بنك الاستثمار الأوربي المقدر بـ18.189 مليون كرونة.

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

أ- تطور عائدات الأسهم: يمكن الوقوف على تطورات عوائد الأسهم في الشكل التالي:

الشكل رقم (03-08) تطورات عوائد أسهم صندوق GPFG خلال الفترة (2000-2017).



Source: Norges Bank Investment Management, Government Pension Fund Global, Annual report 2000-2017.

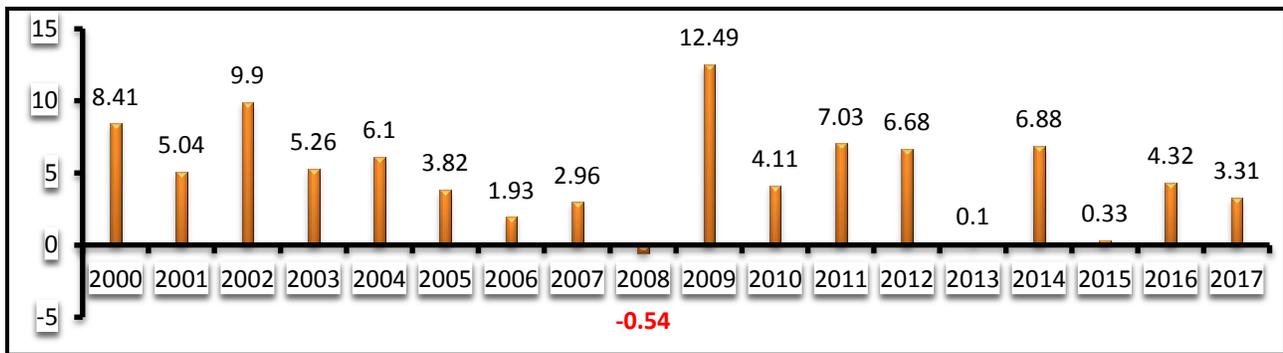
من خلال الشكل أعلاه يتضح أن عوائد الأسهم عرفت تطورات كبيرة خلال الفترة (2000-2017)، فبعد أن حقق الصندوق أعلى معدل لعائد الأسهم سنة 1999 والمقدر بـ34.8% أي بعد سنة من إصدار قرار الاستثمار في الأسهم

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتها من آثار الأزمات النفطية

ليحقق بعد ذلك خسائر لثلاث سنوات متتالية وصلت إلى 24.39% في عام 2002، لتحافظ على ارتفاعها مرة أخرى بداية من سنة 2003 حتى سنة 2008 أين حقق الصندوق أكبر خسارة في تاريخه والمقدرة بـ (40.71%-) نتيجة لحدوث الأزمة المالية التي أثرت على أداء الأسواق المالية العالمية، لترتفع بعد ذلك العوائد بشكل مضطرب سنة 2009 محققة 34.27%، وما إن لبثت حتى عاودت الانخفاض إلى (8.84-) سنة 2011 نتيجة لازمة الديون السيادية الأوربية، واستقرت بعد ذلك عوائد الأسهم بعد تحسن ظروف الأسواق المالية سنة 2013 حتى وصلت إلى 19.44% في نهاية 2017.

ب- تطور عوائد السندات: يمكن الوقوف على تطورات عوائد السندات في الشكل التالي:

الشكل رقم (03-09) تطورات عوائد السندات صندوق GPFG خلال الفترة (2000-2017).



Source: Norges Bank Investment Management, op-cit, Annual report 2000-2017.

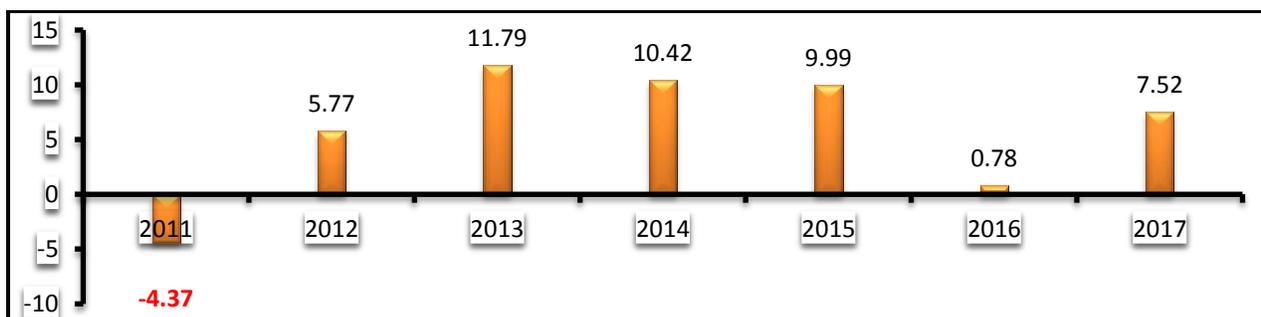
يتضح من الشكل أعلاه أن الأصول ذات الدخل الثابت خلال فترة (2017-2000) عرفت استقرار نسبي في عوائدها وهذا ما توضحه معدلات العائد المتقاربة، خلافا لسنة 2008 التي حقق الصندوق خسارة معتبرة بلغت (0.54%-) نتيجة للأزمة المالية التي شهدت خلالها معدلات الفائدة انخفاض كبير، وما يعكس ثبات عوائد هذه السندات هو أن استثمارات الصندوق في الأصول ذات الدخل الثابت تخصص 70% منها في السندات الحكومية التي تعرف بثبات عوائدها وضمائها نظرا لجهة إصدارها، ويوزع الصندوق استثماراته في السندات الحكومية وفقا لأدائها الاقتصادي مقاسا بإجمالي الناتج المحلي (معدل النمو) إضافة لقوة عملتها وغالبا ما يركز الصندوق في هذا النوع من الاستثمار في اقتصاديات الدول متقدمة النمو مع نسبة عالية في السندات المقومة (اليورو الجنيه، الدولار...) إضافة 11% من السندات الحكومية المقومة بعملات من الأسواق الناشئة التي لديها تصنيف ائتماني قوي¹.

¹ NORGES BANK INVESTMENT MANAGEMENT, Fixed- Income Management, <https://www.nbim.no/en/investments/fixed-income-management>.

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتها من آثار الأزمات النفطية

ج- تطور عوائد العقارات: يمكن الوقوف على تطورات عوائد العقارات في الشكل التالي:

الشكل رقم (10-03) تطورات عوائد العقارات صندوق GPFG خلال الفترة (2011-2017).

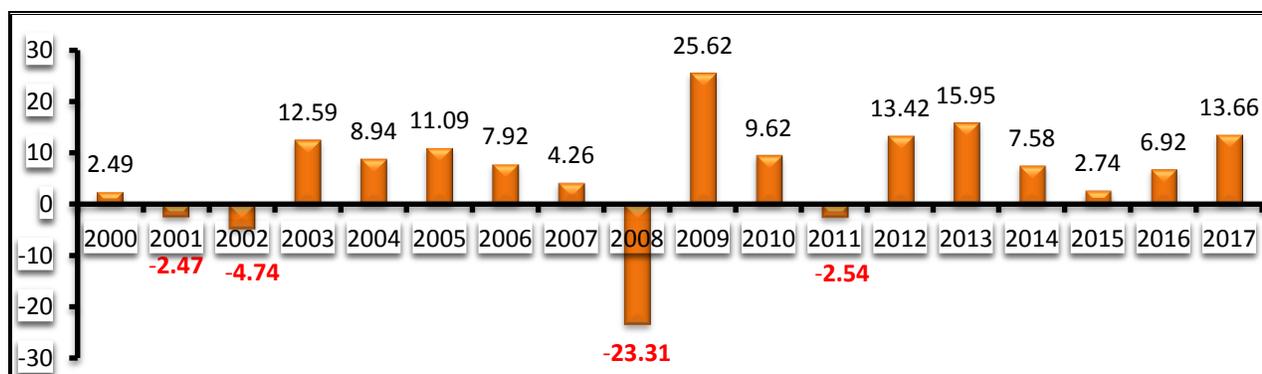


Source: Norges Bank Investment Management, op-cit, Annual report 2000-2017.

من خلال الشكل أعلاه يتضح أن عوائد العقارات حققت خسارة سنة 2011 بـ (4.37%) لترتفع بعد ذلك بشكل مستمر حتى وصلت إلى 9.99% سنة 2015 وانخفضت بشكل كبير سنة 2016 أين وصلت إلى 0.78% نتيجة لتبعات انهيار أسعار النفط منتصف 2014 على الأسواق العقارية، ويركز الصندوق استثماراته العقارية على الأصول عالية الجودة في عدد محدود من المدن العالمية الكبرى مثل (نيويورك، واشنطن، لندن، باريس، برلين، طوكيو، سنغافورة) التي يمكن أن تحقق عائد جيد مع مرور الوقت، ويعتمد عائد محفظة الاستثمارات العقارية على إيرادات الإيجار إضافة تغيرات القيمة الاسمية للأصل.

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

الشكل رقم (11-03) تطورات العائد الإجمالي لصندوق GPFG خلال الفترة (2017-2000).



Source: Norges Bank Investment Management, op-cit, Annual report 2000-2017.

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتها من آثار الأزمات النفطية

من خلال الشكل أعلاه يتبين أن عائد الاستثمار الإجمالي للصندوق قد حقق معدلات مرتفعة نسبيا خلال فترة (2000-2017) ماعدا لسنة 2008 أين سجل معدل سالب (-23.31%) كأسوأ نتيجة مر بها الصندوق وذلك نتيجة حدوث الأزمة المالية التي أدت إلى ركود الاقتصاد العالمي، بالإضافة إلى تسجيله معدل سالب (-2.54%) سنة 2011 نتيجة أزمة الديون السيادية الأوروبية التي تمثل أول وجهة لاستثمارات الصندوق، كما سجل الصندوق أعلى عائد له سنة 2009 بمعدل 25.62%، وقد ساهم تحسن بيانات الاقتصاد العالمي وأداء الشركات المدرجة في السوق المالية العالمية والتي عرفت بدورها تقلبات ضعيفة في مستوياتها على الرغم من عدم الاستقرار السياسي المحسوس في تحسن عوائد الصندوق خلال السنوات الأخيرة بحيث وصلت إلى 15.95% سنة 2013، إلا أن انهيار أسعار النفط في منتصف 2014 وما تبعه من آثار ساهم في انخفاض عائد الصندوق سنة 2015 أين سجل معدل 2.74% غير أن الارتفاع المحسوس في أسعار السلع الأساسية (قطاع النفط والغاز) خلال الربع الثالث من سنة 2017 أسهم في ارتفاع معدل عائد الصندوق مرة أخرى إلى 13.66% في نهاية السنة.

ما يجدر الإشارة إليه هو أن الصندوق حقق عائدا سنويا ما بين يناير 1998 ونهاية عام 2017 ما نسبته 6% وبعد طرح تكاليف الإدارة والتضخم بلغ معدل العائد السنوي (العائد الحقيقي) 4%. وفقا لبيانات إدارة محفظة الصندوق الاستثمارية في تقاريرها الحديثة.

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتنا من آثار الأزمات النفطية

المبحث الثاني: فعالية صناديق الاستثمار الإماراتية في الحد من آثار الأزمات النفطية

استجابة لمستويات أسعار النفط المرتفعة خلال العقود الماضية أسست الإمارات العربية المتحدة صناديق استثمار وصل حجم أصولها إلى 1172 مليار دولار في نهاية 2017 موزعة على 07 صناديق، تعمل على إدارة واستثمار عائدات النفط المتراكمة والإسهام في تنويع اقتصاد الإمارات بعيداً عن قطاع المحروقات، وقد ساعدت ضخامة حجم أصول هذه الصناديق وتنوع استثماراتها في حماية اقتصاد الدولة من الآثار السلبية للأزمات النفطية ودعم جهود التنويع الاقتصادي من خلال اضطلاع كل صندوق من هذه الصناديق بدور معين، فبينما يسعى جهاز أبو ظبي للاستثمار لاستقرار الموازنة العامة وتحويل الثروة النفطية إلى أصول مالية مستدامة من خلال تكوين محفظة أصول متوازنة، يلعب صندوق مبادلة الأقل حجماً دوراً أكثر فاعلية في تنويع القاعدة الاقتصادية للدولة من خلال الدخول في شبكة واسعة من الشركات العالمية والمحلية في قطاعات إستراتيجية كقطاع الطاقة والطيران والتكنولوجيا والعقارات والرعاية الصحية والبنية التحتية والخدمات.

الطلب الأول: فعالية جهاز أبو ظبي للاستثمار في استقرار الموازنة العامة

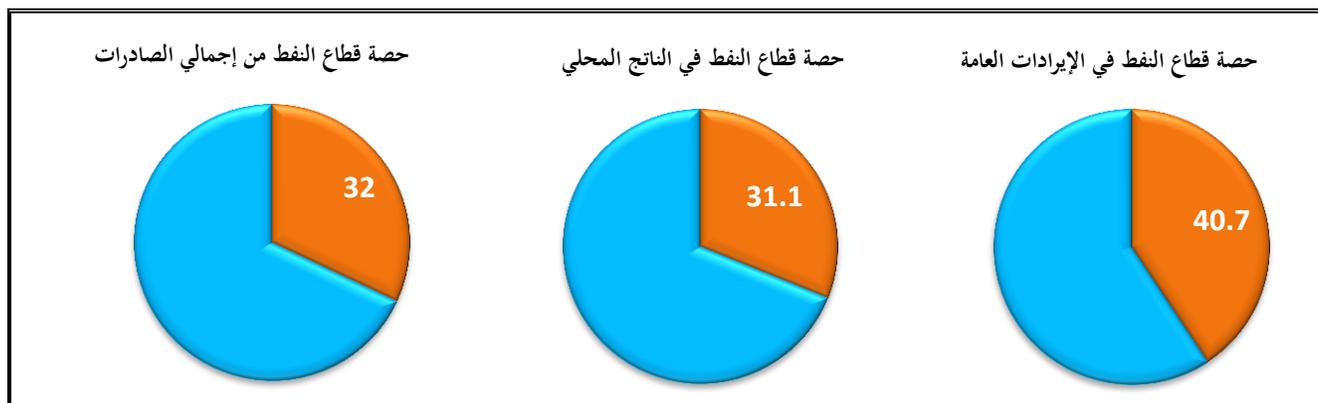
لسنوات عديدة ظل يحيط بجهاز أبو ظبي للاستثمار الكثير من الغموض والسرية حول حجم أصوله وإستراتيجيته الاستثمارية ومكونات محفظته المالية، إلا أن استحواذ جهاز ADIA على 4.9% من سيتي غروب (City group) في بداية عام 2008 بسبب الاضطراب الذي أصاب الأسواق المالية كان أهم حدث ساهم في تسليط الأضواء على الصندوق، ليستجيب بذلك لضغوطات الجمهور والمؤسسات الدولية للإفصاح عن سياساته الاستثمارية وتوزيعاتها الجغرافية، بالرغم من إفصاح جهاز ADIA عن بعض المعلومات الخاصة بإدارة الصندوق إلا أنه بقي حسب معهد صناديق الثروة السيادية من الصناديق السيادية التي تتمتع بمستوى شفافية متدني بحيث لم يتحصل سوى على 05 نقاط من مؤشر (Lenaburg-Maduell) للشفافية والحوكمة.

أولاً- مكانة النفط داخل الاقتصاد الإماراتي: شكل اكتشاف النفط في دولة الإمارات العربية المتحدة خلال عام 1958 في كل من إمارة أبو ظبي إضافة لاكتشافه في إمارة دبي عام 1966 وما تبعها من اكتشافات لاحقة تغير جذري في الحياة الاقتصادية والاجتماعية للإمارات والبنات الأولى التي بنيت عليها أسس قيام الدولة وتطورها خاصة وأن اكتشاف النفط والقيام بعمليات تصديره قد صادفت أزمة الطاقة الأولى خلال عام 1974 التي ارتفعت فيها الأسعار بشكل لافت، لتحقيق بذلك الإمارات عائدات مالية أسهمت في بناء قطاعات تنمية حيوية وبنية تحتية ساعدت الدولة

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتنا من آثار الأزمات النفطية

على البروز كلاعب اقتصادي استراتيجي على المستوى العالمي، ما يؤكد المكانة التي يتمتع بها النفط وعائداته داخل اقتصاد الإمارات درجة ارتباط وتأثر مؤشرات الاقتصاد بمستويات أسعاره في أسواق الطاقة الدولية وقيمة عائداته التي تساهم بنسب متفاوتة في تشكيل ناتجها المحلي ومصدر مهم لمداخيلها إضافة إلى دورها في استقرار موازنتها العامة.

الشكل رقم (03-12) قطاع النفط ومؤشرات الاقتصاد الكلي الإماراتي



المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على التقرير السنوي لمصرف الإمارات العربية المتحدة المركزي 2017، ص18.

تسعى دولة الإمارات في محاولة منها لسلك مسار متنوع بعيدا عن النفط وعائداته وزيادة حصة القطاع غير مرتبط بالطاقة خاصة في ظل بيئة اقتصادية تنسم بعدم الاستقرار في أسعار النفط في أسواق الطاقة الدولية، من خلال تنفيذ رؤيتها الإستراتيجية الهادفة للتنويع خلال العقد الماضي التي أسفرت عن تحقيق نتائج كبيرة في ذلك، ولعل ما يبرهن هذه النتائج تحقيقها لزيادة معتبرة في حصة النشاط الاقتصادي غير نفطي في الاقتصاد، فنجد أن حصة الناتج غير نفطي قد ارتفعت من 67% من الناتج المحلي الإجمالي بقيمة (768.5 مليار درهم) في عام 2011 إلى حوالي 69% من الناتج المحلي الإجمالي بقيمة (978.7 مليار درهم) في عام 2016، في المقابل تراجع حصة الناتج المحلي النفطي من 32.5% بقيمة (370 مليار درهم) خلال عام 2011 إلى 31% بقيمة (432.3 مليار درهم) في نهاية عام 2016. كما أن النفط يمثل مصدر مهم للدخل لدولة الإمارات ويستحوذ على مكانة متميزة داخل هيكل الصادرات الإماراتية بحيث مثلت قيمة صادرات هذا القطاع ما نسبته 72.5% من إجمالي الصادرات بقيمة وصلت إلى (374 مليار درهم) خلال عام 2014 واستطاعت حكومة دولة الإمارات بفضل جهودها الرامية للتنويع أن تخفض من نسبة مساهمته إلى 32% خلال عام 2016 بقيمة صادرات بلغت (170.6 مليار درهم) خلال ذات السنة، علاوة على ذلك يشكل النفط مصدر مهما لإيرادات الدولة، بحيث بلغت حصة مساهمته في الإيرادات العامة 62.9% في عام 2014 بقيمة وصلت إلى (243.7 مليار درهم)، وبالرغم من الصعوبات والأوضاع الاقتصادية المتقلبة التي يمر بها الاقتصاد الإماراتي بسبب

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتنا من آثار الأزمات النفطية

تدهور أسعار النفط خلال الفترة الأخيرة إلا أنها استطاعت أن تقلص من نسبة مساهمة إيرادات هذا القطاع إلى 40.7% في نهاية عام 2016 بقيمة إيرادات قدرت بحوالي 86.7 مليار درهم.

ثانياً- نبذة حول جهاز أبو ظبي للاستثمار ADIA وتطوره التاريخي:

تأسس جهاز أبو ظبي للاستثمار في عام 1976 كمؤسسة مستقلة عن الحكومة لتعويض اللجنة المالية للاستثمار أوكلت إليها مهمة إدارة واستثمار فوائض الموازنة العامة المحولة من طرف حكومة أبو ظبي إضافة للإيرادات التي يتم تحويلها من الشركة الوطنية للبترول (ADNOC) من أجل تحقيق أهداف حالية تتمثل في الحفاظ على استقرار الموازنة العامة وحمايتها من الأزمات النفطية، وأهداف مستقبلية تتمثل في تحويل الموارد النفطية الناضبة إلى موارد مالية مستدامة تضمن الحفاظ على رفاهية الأجيال القادمة للحكومة. وقد مر جهاز ADIA بمحطات مهمة في تاريخه نوجزها في الجدول التالي:

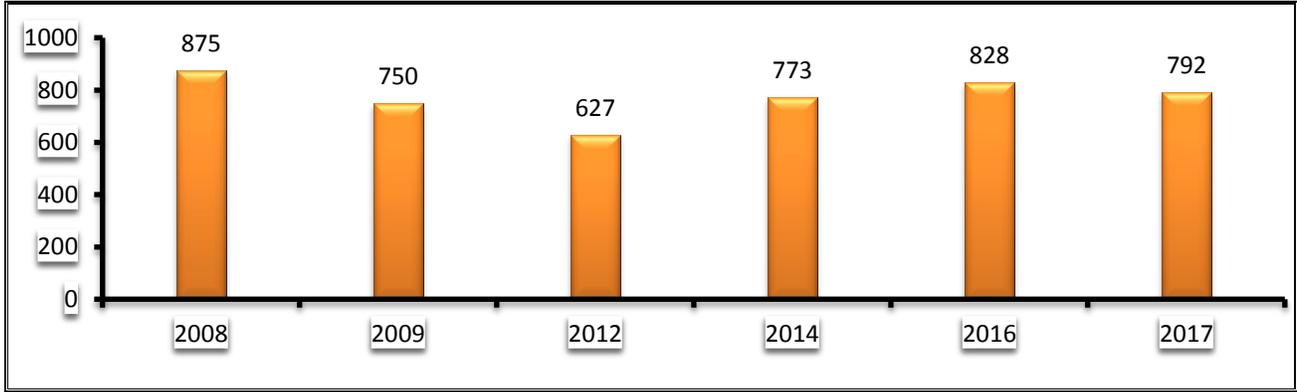
الجدول رقم (03-05) التطور التاريخي لجهاز أبو ظبي للاستثمار

الحدث	الفترة
إنشاء مجلس الاستثمارات المالية في أبو ظبي تحت إشراف وزارة المالية.	1967
قرار فصل هيئة أبو ظبي للاستثمار عن حكومة أبو ظبي كهيئة مستقلة تشرف على الإدارات التالية: الأسهم والسندات، الخزينة، الإدارة والمالية، العقارات، الاستثمارات المحلية والعربية.	1976
بداية الاستثمار في الاستثمارات البديلة.	1986
التوجه نحو الإدارة الإقليمية للأسهم والسندات (أمريكا الشمالية، أوروبا، الشرق الأقصى).	1987
بداية الاستثمار في الأسهم الخاصة.	1989
إعادة توزيع الأصول مع تطبيق مجموعة من المعايير والمبادئ التوجيهية حيث انتقلت إدارة السندات من قسم الأسهم والسندات إلى قسم الخزينة. إضافة لتجاوز عدد الموظفين 1000 موظف.	1993
بداية الاستثمار في السندات المرتبطة بمؤشرات التضخم.	1998
التوجه نحو الاستثمار في أسهم الشركات الصغيرة والاستثمار في السندات ذات العائد الثابت.	2005
بداية الاستثمار في الهياكل القاعدية والبنية التحتية.	2007
المشاركة في إعداد المبادئ والممارسات لصناديق الثروة السيادية (مبادئ سانتياغو).	2008
إنشاء قسم خدمات الاستثمار .	2009
قيمة السوقية للصندوق تصل لـ 773 مليار دولار أمريكي.	2014

Source : Abu Dhabi Investment Authority, ADIA Review 2009, P2-3.

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتنا من آثار الأزمات النفطية

الشكل رقم (03-13) تطورات حجم أصول جهاز أبو ظبي للاستثمار الفترة (2008-2017)



Source : International Forum of Sovereign Wealth Funds, Annual report 2014, P8.and Center for Global Economy and Geopolitics, , Annual report 2014-2017.

تأثر جهاز أبو ظبي للاستثمار كغيره من الصناديق السيادية بالأزمة المالية العالمية سنة 2008 نتيجة تركيزه على الاستثمار في الأسواق المالية، فحقق في البداية خلالها خسارة كبيرة في رأسماله وصلت 125 مليار دولار إضافة إلى التدفقات المالية التي حولت إليه خلال 2007 التي تقدر بـ 59 مليار دولار ليصل مجموع خسائره خلال الأزمة إلى 183 مليار دولار مما أدى إلى تراجع القيمة السوقية للصندوق لتصل إلى 750 مليار في نهاية 2009¹.

ما لبث حجم الصندوق واستعاد عافيته من آثار الأزمة المالية العالمية حتى حقق خسائر أخرى نتيجة أزمة الديون السيادية في أوروبا التي تعتبر الوجهة الثانية لاستثمارات الصندوق (التي يستثمر فيها ما بين 20%-30%) ليتراجع حجم أصوله إلى 627 مليار دولار في عام 2012، إلا أن الارتفاعات التي شهدتها أسعار النفط خلال السنوات اللاحقة ساعدت في ارتفاع قيمة الإيرادات النفطية الفائضة عن الميزانية العامة للدولة لتحول إلى جهاز أبو ظبي للاستثمار ليلعب على إثرها حجم الصندوق 828 مليار دولار في نهاية 2016.

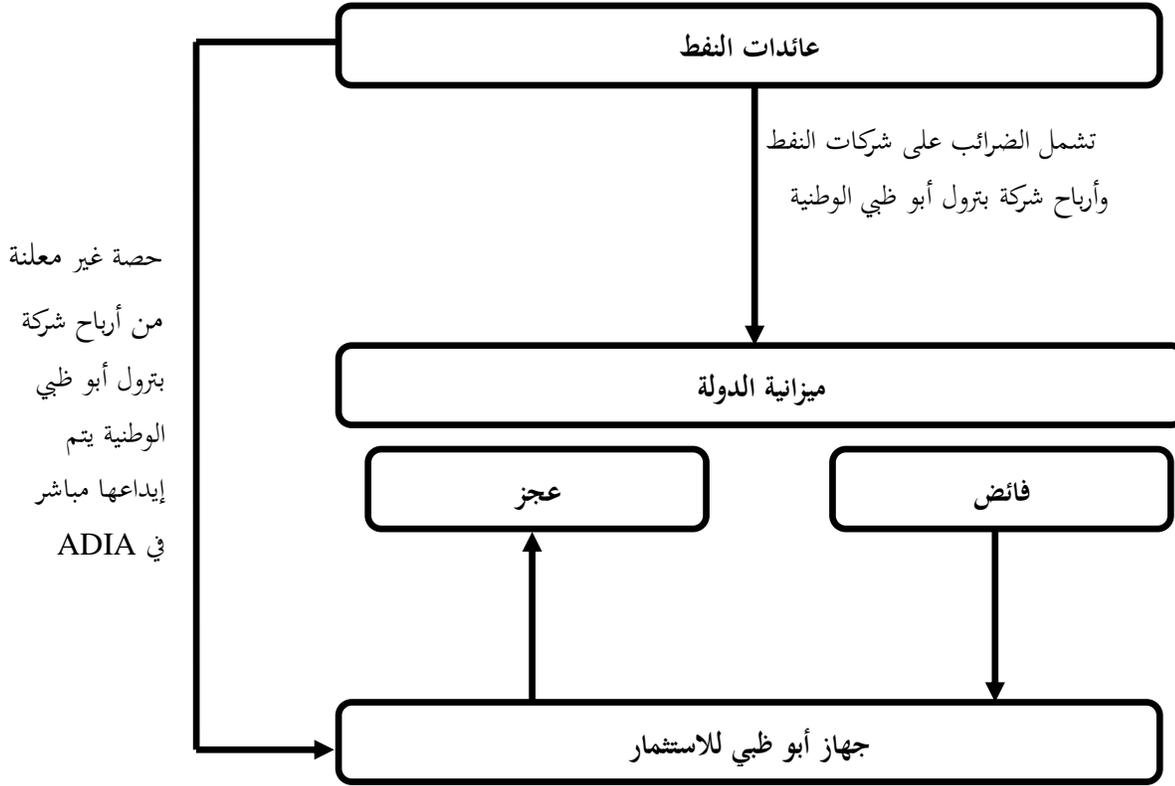
ثالثاً- علاقة جهاز أبو ظبي للاستثمار بالحكومة: يرتبط جهاز أبو ظبي للاستثمار ارتباط وثيق بالحكومة، إلا أن القوانين واللوائح المعتمدة تفصل بين مهام كل من الصندوق والحكومة، بحيث تمنع هذه القوانين الحكومة من التدخل في توجهات الصندوق وسياسات استثماراته، كما تمنع الحكومة من التحويل والاستعمال الداخلي لموارد الصندوق إلا في

¹Brad Setser and Rachel Ziemba, GCC Sovereign Funds Reversal of Fortune council on Foreign Relations, Center for Geoeconomic Studies, January 2009, p2.

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتهما من أثار الأزمات النفطية

بعض الحالات الاستثنائية كتسجيل عجز هيكلية في الموازنة العامة للحكومة بسبب الأزمات النفطية¹، ويمكن توضيح العلاقة بين الصندوق والحكومة في الشكل التالي:

الشكل رقم (03-14) علاقة جهاز أبو ظبي للاستثمار بالموازنة العامة للدولة



Source : Natural Resource Governance Institute, Abu Dhabi Investment Authority, Columbia Center on Sustainable Investment, September 2013, P6.

إن عملية تخصيص الإيرادات المحولة لجهاز أبو ظبي للاستثمار لا تستند إلى قواعد عامة مثل ما هو الحال في التجربة النرويجية ولا يتم الإفصاح عن حجم التحويلات والسحوبات الخاصة بالصندوق، إلا أن الشكل رقم (03-12) يوضح أن الصندوق يعمل على تحقيق استقرار الموازنة العامة وتغطية العجز في حالة انكماش الإيرادات النفطية نتيجة انخفاض أسعار النفط لفترة طويلة، ويتحصل جهاز ADIA عن موارده من ثلاثة مصادر رئيسية هي²:

¹ بوفليخ نبيل، دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية الواقع والأفاق مع الإشارة إلى حالة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص156.

² Khalid Alsweilem, A comparative study of sovereign investor models : Sovereign Funds profiles, The center for International Development and The Belfer Center for Science and International Affairs, Harvard Kennedy School, 2017, P7.

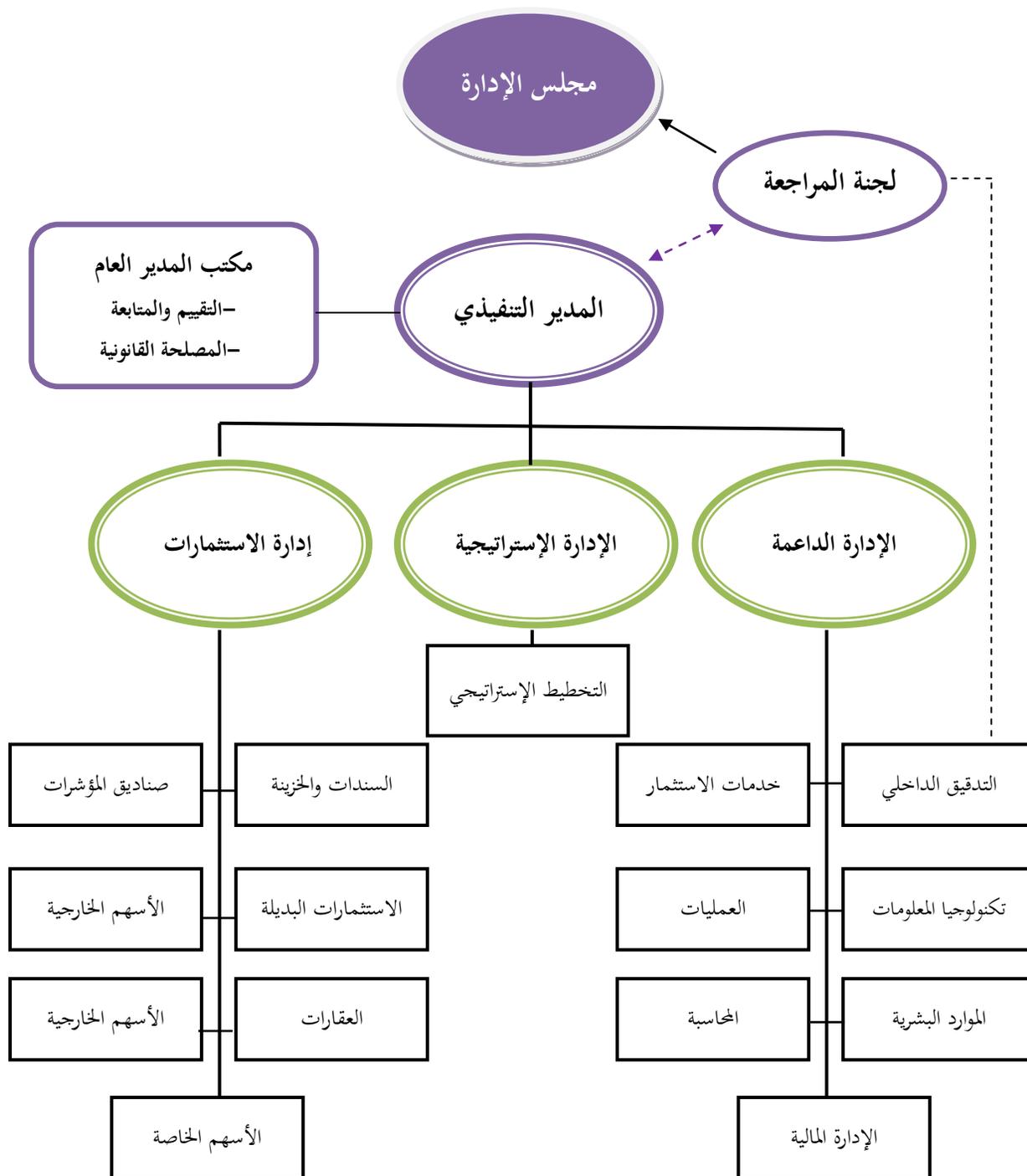
الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتنا من آثار الأزمات النفطية

1. فوائض الموازنة العامة لإمارة أبو ظبي: يتم تحويلًا فوائض الموازنة العامة التي تنشأ بالأساس من فوائض الإيرادات النفطية من حكومة إمارة أبو ظبي إلى جهاز أبو ظبي للاستثمار، إلا أنه لا يتم الإفصاح عن ما تمثله إيرادات النفط داخل موارد الصندوق، غير أنه من الناحية العملية يشمل الضرائب على شركات النفط وكذلك جزء من أرباح شركة بترول أبو ظبي الوطنية؛
2. التحويلات المباشرة من طرف ADNOC: تدفع شركة بترول أبو ظبي الوطنية (ADNOC) نسبة غير معلنة من دخلها مباشرة إلى صندوقين للموارد الطبيعية (جهاز أبو ظبي للاستثمار ومجلس أبو ظبي للاستثمار) بحيث يتلقى جهاز ADIA نسبة 70% من إيرادات (ADNOC) في حين يتلقى مجلس أبو ظبي للاستثمار نسبة 30%؛
3. عائدات الاستثمار: يعاد استثمار العائدات التي يحققها جهاز أبو ظبي للاستثمار.

رابعاً- إدارة الصندوق: يمتلك جهاز أبو ظبي جهاز إداري فعال قائم على توزيع المهام والمسؤوليات بين مختلف المصالح وقد خضع الهيكل التنظيمي لإدارة جهاز ADIA لعدة تعديلات منذ تأسيسه تماشياً مع السياسات والإستراتيجيات الاستثمارية التي انتهجها الصندوق لتحقيق أهدافه، كما يعهد جهاز ADIA بجزء من حجم أصوله إلى إدارة أجنبية تتمتع بالخبرة والكفاءة اللازمة وتخضع أنشطتها لإشراف دقيق ومستمر من قبل فريق داخلي للجهاز، وقد شهدت نسبة الإدارة الخارجية لأصول الصندوق تناقصاً في حجمها، فبعد أن كانت تتجاوز 80% في عام 2009 تقلصت لتصل إلى نسبة 55% خلال عام 2017، ويتم اختيار المدير الأجنبي لإدارة نسبة من الأصول وفقاً لمجموعة من المعايير كفكر وفلسفة المدير الاستثمارية وخبرته المكتسبة وسجل أداءه بالإضافة إلى نوعية الفريق العامل لديه وكفاءته في تسيير وإدارة الاستثمارات.

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتها من آثار الأزمات النفطية

الشكل رقم (03-15) حوكمة وإدارة جهاز أبو ظبي للاستثمار



Source : Abu Dhabi Investment Authority, ADIA Review 2017, P43.

- مجلس الإدارة: يعتبر أعلى سلطة في إدارة جهاز أبو ظبي للاستثمار ويتكون من عشرة أعضاء يتم تعيينهم بموجب مرسوم صادر من حاكم إمارة أبو ظبي ويتم اختيار عضو من المجلس ليتولى منصب المدير التنفيذي للجهاز، تتمثل مهام

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتنا من آثار الأزمات النفطية

مجلس الإدارة في إعداد استراتيجيات وسياسات الاستثمار الخاصة بالصندوق وتقييم أدائه ومراقبة نشاطه دون التدخل المباشر في الجانب العملي والتنفيذي؛

- **لجنة المراجعة:** تعتبر مراجعة خارجية لأعمال الصندوق وترتبط مباشرة بمجلس الإدارة، تعمل على مراقبة ومراجعة مختلف العمليات التي يقوم بها الصندوق وتقييم أداء المدير التنفيذي وأعضائه، بالإضافة إلى تقييم نظام الرقابة الداخلية ولجنة التدقيق الداخلية، كما تقوم بتقديم تقارير مالية دورية لمجلس للإدارة؛

- **المدير التنفيذي:** وهو الذي يتولى إدارة جهاز أبو ظبي للاستثمار وتنفيذ إستراتيجية الاستثمار ومختلف التوجيهات التي يحددها مجلس الإدارة الذي يعتبر عضو فيه، ويعتمد في قرارات الاستثمار على الأهداف الاقتصادية المحددة لتحقيق عوائد مالية طويلة الأجل، كما أنه يعمل كمفوض قانوني للصندوق عند التعامل مع طرف ثالث؛

- **لجنة الاستثمار:** تساعد المدير التنفيذي للصندوق عن طريق توصيات واقتراحات خاصة بسياسة الاستثمار، وهي المسؤولة عن إدارة المسائل المتعلقة بالاستثمار والإشراف عليها، ويتأثر العضو المنتدب لجنة الاستثمار ويساعده في ذلك نائبان بالإضافة لمشاركة المدراء التنفيذيين لجميع إدارات الاستثمار؛

- **المصلحة القانونية:** المكلفة بالمراقبة القانونية لأعمال الصندوق وتوفير الحماية القانونية لاستثماراته؛

- **قسم التقييم والمتابعة:** يسهر على تقييم ومتابعة تطور أداء مختلف أقسام الصندوق ويعمل بالتنسيق مع قسم المراجعة الداخلية؛

- **الإدارة الإستراتيجية:** يتمثل دورها في تقييم استراتيجيات الاستثمار المتبعة وتقديم اقتراحات التعديل للمدير التنفيذي؛

- **الإدارة الداعمة:** تتكون من مجموعة مصالح مكلفة بتوفير الدعم المادي والمالي والبشري للصندوق، بالإضافة إلى الإشراف على التسجيلات المحاسبية لعمليات الصندوق وتسيير معلوماته باستخدام تكنولوجيا المعلومات، وتتكون من:

■ **قسم المحاسبة:** وتتمثل مهمته في الحفاظ على أصل ADIA ونموها على المدى الطويل ويتحقق ذلك من خلال الحفاظ على السلامة والرقابة المالية وتوفير التخطيط والرؤيا المالية للصندوق عن طريق تخطيط الميزانية ومراقبتها وتوفير الشفافية فيما يتعلق بالمتغيرات المالية في الوقت المناسب وإعداد التقارير المالية وفق لمعايير (IFRS)؛

■ **قسم الإدارة المالية:** وتتمثل مهمته في تسهيل إدارة وتنفيذ قرارات الاستثمار الخاصة بـ ADIA عن طريق إدارة التحويلات نيابة عن إدارات الاستثمار الداخلية في الصندوق؛

■ **قسم تكنولوجيا المعلومات:** وهي الجهة المسؤولة عن تصميم وتطوير وحدات تكنولوجيا ADIA ومعالجة المعلومات بالتكنولوجيا الحديثة وضمان بيئة عمل ملائمة لتحسين خدمات الصندوق؛

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتنا من آثار الأزمات النفطية

- قسم إدارة الموارد البشرية: تتمثل مهمته في تمكين الاستثمار في أبو ظبي من خلال بناء واستدامة القدرات التنظيمية والقدرات البشرية لقيادة الصندوق وتحقيق أهدافه؛
- قسم التدقيق الداخلي: تتمثل مهمة هذا القسم في إضافة قيمة للصندوق من خلال تقييم فعالية الرقابة الداخلة وإدارة مخاطر العمليات للتأكد من جميع العمليات تتم وفقا لسياسات وإجراءات الصندوق بالإضافة إلى تقديم تقارير إلى كل من لجنة المراجعة والمدير التنفيذي؛
- قسم خدمات الاستثمار: يوفر قسم خدمات الاستثمار جميع المعلومات حول كيفية إدارة المخاطر وإدارة البيانات والمعلومات الخاصة بالاستثمار ودعم لجان الإدارة لتعزيز عمليات الاستثمار؛
- قسم العمليات: وهي المسؤولة عن حماية أصول ADIA وتقليل التعرض للمخاطر التشغيلية ومخاطر السمعة والمساعدة على تحسين الأداء من خلال مجموعة من العمليات منها: الدعم التجاري (تسوية المعاملات)، خدمة الأصول، قياس الأداء، المعاملات الضريبية.
- إدارة الاستثمارات: تعتبر أهم قسم في الصندوق وتضم مجموعة من المصالح تشرف على إدارة استثمارات الصندوق:
- قسم الأسهم الخارجية: يقوم بمراقبة أداء المدراء الأجانب المكلفون بإدارة محافظ الأسهم التابعة للصندوق في الأسواق المالية العالمية وتكون المراقبة مستمرة بشكل يومي؛
- قسم الأسهم الداخلية: مكلف بالإدارة المباشرة لمحافظ أسهم الصندوق في الأسواق المالية الخارجية؛
- قسم السندات والخزينة: مكلف بإدارة محفظة السندات والقروض الخاصة بالصندوق بالإضافة لإدارة خزينة الصندوق؛
- قسم الاستثمارات البديلة: يشرف على استثمارات الصندوق في صناديق الاستثمار الأخرى على غرار صناديق التحوط وصناديق التقاعد؛
- قسم العقارات: مكلف بإدارة محفظة الصندوق من العقارات والبنية التحتية؛
- قسم الأسهم الخاصة: مكلف بالاستثمار في الأسهم الخاصة الغير متداولة في الأسواق المالية العالمية.

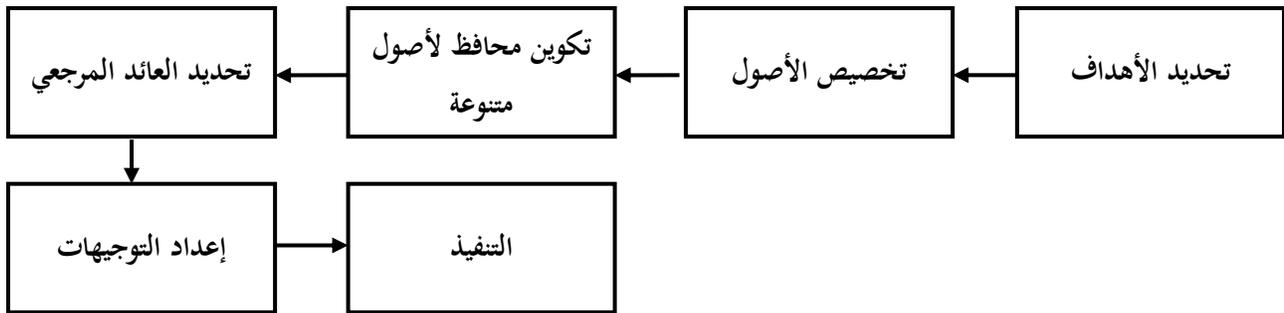
الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتهما من آثار الأزمات النفطية

خامساً- الإستراتيجية الاستثمارية للصندوق ودورها في التنوع الاقتصادي

يقوم جهاز أبو ظبي للاستثمار بأنشطته الاستثمارية بشكل مستقل دون الرجوع لحكومة أبو ظبي وينتهج في ذلك إستراتيجية استثمار منظمة تهدف إلى تحقيق عوائد مالية مستقرة على المدى البعيد عند مستوى مقبول من المخاطرة، وإن كان جهاز أبو ظبي للاستثمار في البداية لم يكشف عن تفاصيل إستراتيجية تسيير محفظته الاستثمارية التي ضلت لسنوات عديدة محافظة للغاية وتقتصر على سندات الدين الحكومي مثل سندات الخزانة الأمريكية، إلا أنه في السنوات الأخيرة توفر على محفظة استثمارية متنوعة ما بين أصول مالية عامة وخاصة واستثمارات بديلة وأصول عقارية ذات انتشار جغرافي واسع لتأمين دخل ثابت ومضمون على المدى البعيد يساعد على رفاهية الأجيال الحالية والمستقبلية.

تتميز الإستراتيجية الاستثمارية لجهاز أبو ظبي للاستثمار بالنظام والمرونة (إمكانية التعديل) بحيث يضمن النظام الارتباط الوثيق بين المحفظة والرؤيا الاستثمارية طويلة الأجل وتضمن المرونة تفاعل الإستراتيجية الاستثمارية مع التغيرات الحاصلة في الأسواق المستهدفة، ويتطلب إعداد وتنفيذ هذه الإستراتيجية المرور بعدة مراحل نوجزها في الشكل التالي:

الشكل رقم (03-16) مراحل إعداد وتنفيذ إستراتيجية الاستثمار في جهاز أبو ظبي للاستثمار



Source : Abu Dhabi Investment Authority, ADIA Review 2009, P10.

يستند جهاز ADIA في القرارات الخاصة بتشكيل محفظته الاستثمارية الفعلية على المحفظة المرجعية التي تعتبر كمحفظة مثلى تحقق أعلى عائد بمستوى متدني من المخاطر، وتتضمن المحفظة المرجعية تشكيلة متنوعة من الأصول ضمن مجالات وقطاعات محددة وانتشارت جغرافية واسعة التي تتناسب مع أهداف الصندوق.

1. توزيعات جهاز ADIA حسب فئات الأصول: يمكن توضيح مكونات محفظة الأصول المرجعية للصندوق في

الجدول التالي:

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتنا من آثار الأزمات النفطية

الجدول رقم (03-06) توزيعات المحفظة المرجعية لاستثمارات جهاز ADIA حسب فئات الأصول.

مؤشرات الأداء	الحد الأعلى	الحد الأدنى	الأصول
Listed Equities : S&P MSCI and Russell Indices	42%	32%	أسهم الأسواق المتقدمة
	20%	10%	أسهم الأسواق الناشئة
	5%	1%	أسهم الأسواق الصغيرة
	8%	2%	أسهم خاصة
Fixed Income: JP Morgan Government Bond and Barclays Inflation Linked	20%	10%	سندات حكومية
	10%	5%	قروض
Alternative Investments: BTOP50, MSCI World Plus premia and regional real estate benchmarks	10%	5%	استثمارات بديلة
	10%	5%	أصول عقارية
	5%	1%	هياكل قاعدية
	10%	0%	سيولة نقدية

Source : Abu Dhabi Investment Authority, ADIA Review 2017, P05.

يعمل جهاز أبو ظبي للاستثمار كصندوق ادخار يتمثل هدفه الأساسي في الحفاظ على جزء من إيرادات المورد الناضب (النفط) لتغطية احتياجات الإنفاق للأجيال القادمة من خلال تشكيل محفظة أصول متنوعة خارج الإمارات لتحقيق عوائد مالية مستدامة على المدى الطويل، وهو الهدف الذي تعكسه توزيعات أوزان محفظته الاستثمارية التي يوضحها الجدول رقم (03-06) التي يستهدف من خلالها الصندوق التركيز على العوائد بدل السيولة والأمان، فنجد أن ما بين نسبة (45%) كحد أدنى في حالة الكساد الاقتصادي و (75%) كحد أقصى في حالة الراجح الاقتصادي) يستثمرها جهاز أبو ظبي للاستثمار في الأسهم موزعة ما بين أسهم أسواق متقدمة، أسواق ناشئة، أسهم أسواق صغيرة وأسهم خاصة بحيث تحتل أسهم الأسواق المتقدمة المرتبة الأولى لاستثمارات ADIA بنسبة (32% كحد أدنى و 42% كحد أعلى) لتأتي استثمارات الصندوق في الأصول ذات الدخل الثابت ما بين نسبة (15% كحد أدنى و 40% كحد أعلى) التي يركز فيها الصندوق على السندات الحكومية ذات العائد المضمون والمخاطر المنعدمة بنسبة (10% - 20%) إضافة للقروض والسيولة التي تظهر نسبتها عدم احتياج الصندوق لها على المدى القصير، لتحل أخيراً الاستثمارات البديلة ما بين نسبة (05% - 10%) مركز فيها جهاز ADIA على الأصول العقارية والهياكل القاعدية.

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتنا من آثار الأزمات النفطية

2. التوزيع الجغرافي لجهاز ADIA: بالإضافة لتوزيع جهاز أبو ظبي للاستثمار ADIA محفظته الاستثمارية على

تشكيلة متنوعة من الأصول، يعمل على أن تكون كذلك ذات انتشار جغرافي واسع وهو ما يوضحه الجدول التالي:

الجدول رقم (03-07) التوزيع الجغرافي لمحفظه جهاز ADIA المرجعية.

الحد الأدنى	الحد الأعلى	المناطق
50%	35%	أمريكا الشمالية
35%	20%	أوروبا
20%	10%	دول آسيا المتقدمة
25%	15%	الأسواق الناشئة

Source : Abu Dhabi Investment Authority, ADIA Review 2017, P05.

توزعت استثمارات جهاز أبو ظبي للاستثمار في أربعة مناطق رئيسية حول العالم، بحيث تعتبر أمريكا الشمالية الوجهة الأولى لاستثمارات جهاز ADIA بنسبة تراوحت بين (35%-50%) ثم أوروبا بنسبة تراوحت بين (20%-35%) لتليها أسواق الدول الناشئة بنسبة بين (15%-25%) لتحل أخيراً أسواق آسيا بنسبة تراوحت بين (10%-20%).

3. توزيعات جهاز ADIA حسب القطاعات: يوزع جهاز أبو ظبي للاستثمار محفظته الاستثمارية على مجموعة مختلفة

من القطاعات الاقتصادية لتوسيع نطاق استثماراته وتنويع مصادره، ويمكن توضيح توزيعات بعض استثمارات جهاز

ADIA حسب القطاعات في الجدول التالي:

جدول رقم (03-08) توزيعات بعض استثمارات جهاز ADIA حسب القطاعات الفترة 2007-2017

القطاع	أهم الشركات	القيمة	القطاع	أهم الشركات	القيمة
البنوك	Citigroup	7500	البنوك	Kotak Mahindra Bank	300
البنوك	Royal Bank of Scotland Group plc	100	البنوك	HSBC Holdings Plc	143
البنوك	Bank AB Nordé	132	البنوك	Barclays Plc	67
التأمين	Lance Forzakrenger	1500	التأمين	Prudential PLC	43
التأمين	Aviva	420	المالية	Bumiputra commerce Holdings Berhad	40
المالية	Taishin Financial Holdings	38	توزيع الغاز	EON GAZ Grille	4700

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتها من آثار الأزمات النفطية

123	Royal Deutsch Shell	نفط وغاز	294	BP Plc	نفط وغاز
28	Centrica Plc	غاز	51	BG group Plc	نفط وغاز
736	Group Vodafone	اتصالات	131	National Grid	كهرباء
32	BT group Plc	اتصالات	271	Media set spa	اتصالات
347	Anglo American Plc	ذهب	110	Zoijdrnbort	المكئبات
3723	Marriott International	العقار	250	Hines	العقار
815	Marriott	الفنادق	740	Tourisme Assette Holdings	الفنادق
1412	Hotel in Hong Kong	الفنادق	230	Miami Beach	الفنادق
31	Smith & Nephew Plc	الصحة	35	WPP group Plc	الخدمات
65	Reckitt Benckiser Plc	الصناعة	115	GlaxoSmithKline Plc	الصحة
94	International Macquarie	الصناعة	116	Rio Tinto Plc	الصناعة

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على:

Christophe Balding, A Portfolio Analysis Of Sovereign Wealth Funds, University of California, June 2008, P59. and Javeir Santiso, ESADEgeo-Center for Global Economy and Geopolitics, Sovereign Wealth Funds, Annual reports, 2012-2017.

يسعى جهاز أبو ظبي للاستثمار لتحويل الفوائض المالية المتولدة عن تصدير النفط إلى استثمارات مالية مستدامة مرتكز في ذلك على مبدأ التنوع في تشكيل محفظة أصوله في العديد من القطاعات الاقتصادية بهدف توزيع المخاطر وتنوع مصادر الدخل، فالملاحظ من البيانات الواردة في الجدول رقم (03-08) أن الصندوق استطاع أن يوزع استثماراته في مجموعة واسعة من القطاعات الاقتصادية المختلفة، بحيث يحتل قطاع المالية بشكل عام (البنوك، شركات التأمين) على القدر الأكبر من استثمارات الصندوق موزعة على أكبر البنوك وشركات التأمين في العالم (بنك Citigroup) التي يستثمر فيه جهاز ADIA تقريبا 7.5 مليار دولار أمريكي وشركة التأمين Aviva بقيمة 420 مليون دولار، إضافة إلى قطاع المحروقات (نفط والغاز) الذي يستحوذ على نسبة معتبرة من استثمارات الصندوق في شركات نفطية عالمية على غرار شركة BP Plc التي يستثمر الصندوق فيها قيمة 294 مليون دولار وشركة Royal Deutsch Shell التي يستثمر فيها قيمة 123 مليون دولار، كما يستثمر جهاز أبو ظبي للاستثمار في قطاع الصناعة (شركة Rio Tinto Plc متخصصة في صناعة المعادن بمبلغ استثمار وصل إلى 116 مليون دولار) وقطاع التكنولوجيا والاتصالات (شركة Group Vodafone بقيمة استثمار وصلت إلى 736 مليون دولار) إضافة إلى قطاع الخدمات كالعقارات والفنادق (شركة

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتنا من آثار الأزمات النفطية

الاستثمارات العقارية Hines بقيمة 250 مليون دولار وشركة Tourisme Assette Holdings المتخصصة في الاستثمارات الفندقية بقيمة استثمار بلغت 750 مليون دولار).

4. عوائد الصندوق: أجرى جهاز أبو ظبي للاستثمار عمليات إفصاح محدودة حول إدارة وحوكمة الصندوق وبعض توزيعات الجغرافية لأصوله الاستثمارية وقد كشف عن معدلات العوائد التي حققها في السنوات الأخيرة التي يمكن توضيحها في الجدول التالي:

الجدول رقم(03-09) تطورات عائدات جهاز أبو ظبي للاستثمار

السنوات	العائد على 20 سنة	العائد على 30 سنة
2008	6.1%	7.6%
2009	6.4%	8.0%
2010	7.6%	8.1%
2011	6.9%	8.1%
2012	7.6%	8.2%
2013	7.2%	8.3%
2014	7.4%	8.4%
2015	6.5%	7.5%
2016	6.1%	6.9%
2017	6.5%	7.0%

Source : Abu Dhabi Investment Authority, ADIA Review, 2009 - 2017.

إن ضخامة حجم الأصول التي يمتلكها جهاز أبو ظبي للاستثمار مكنته من امتلاك استثمارات متنوعة في قطاعات مختلفة وتحقيق عائدات مالية معتبرة عرفت تغيرات كبيرة خلال هذه الفترة، وكغيره من المستثمرين المؤسسيين تأثر جهاز ADIA بالأزمة المالية العالمية التي حقق فيها خسائر كبيرة قادت إلى تحقيقه عائد قدره 6.1% في عام 2008 (قياساً بالعشرين سنة الماضية) وبعودة التعافي المالي للاقتصاد العالمي والاستقرار في الأسواق المالية التي تعتبر الوجهة الأولى لاستثمارات الصندوق حقق الصندوق عائد قدره 6.4% و 7.6% في عام 2009 و 2010 على التوالي، وتأثر الصندوق بأزمة الديون السيادية في أوروبا التي تستحوذ تقريباً على ثلث استثماراته ليحقق على إثرها عائد قدره 6.9% عام 2011

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتنا من آثار الأزمات النفطية

محققا تراجع قدره 9.2% بالمقارنة مع السنة السابقة، وبعد استقرار عائد الصندوق للسنوات الثلاث في حدود 7% تراجع إلى 6.1% في عام 2016 متأثرا بكل من تراجع أداء الاقتصاديات المتقدمة التي يستثمرها فيها الصندوق بشكل مكثف وتواصل انهيار أسعار النفط خلال ذات الفترة.

المطلب الثاني: دور شركة مبادلة للاستثمار في دعم جهود التنويع الاقتصادي

دخل صندوق مبادلة للاستثمار في شبكة واسعة من الشركات الإستراتيجية في قطاعات ومشاريع اقتصادية حيوية في مناطق جغرافية متعددة خارج قطاع المحروقات كقطاع الصناعة والتعدين، صناعة الطيران، تكنولوجيا المعلومات والاتصالات قطاع البنية التحتية والطاقات المتجددة سعيا منه إلى تنويع القاعدة الاقتصادية للإمارات وإرساء الدعائم اللازمة لضمان نمو اقتصادي مستدام.

أولا- نبذة حول شركة مبادلة للاستثمار وهيكلها التنظيمي: تأسست شركة مبادلة للاستثمار بموجب المرسوم الأميري رقم 12 الصادر في 06 أكتوبر 2002 بهدف إدارة عائدات النفط والإسهام في تنويع القاعدة الاقتصادية لإمارة أبو ظبي بعيدا عن المخاطر والأزمات التي تنتجها أسواق النفط المتقلبة، وتتولى "شركة مبادلة" مهمة المساهمة في دعم جهود التنويع الاقتصادي وتعزيز النمو الاقتصادي المستدام من خلال استثمار الإيرادات النفطية المحولة إليها من طرف الحكومة في قطاعات اقتصادية إستراتيجية لتحقيق عوائد مالية مستدامة على المدى الطويل¹. وقد مرت شركة مبادلة للتنمية بمحطات مهمة في تاريخها نوجزها في الجدول التالي:

الجدول رقم (03-10) التطور التاريخي لشركة "مبادلة للاستثمار"

الحدث	الفترة
تأسيس شركة مبادلة بهدف تحقيق التنويع الاقتصادي.	2002
تأسيس شركة مبادلة بالاشتراك مع "Occidental Petroleum Corporation" و"TOTAL" شركة دولفين للطاقة بهدف إنتاج ونقل الغاز من حقل الشمال في قطر إلى إمارة أبو ظبي وسلطنة عمان، وتلي دولفين حاليا 30% من احتياجات الطاقة في الإمارات.	2003
تأسيس شركة مبادلة شركة مصدر كذراع متخصصة في مجال الطاقة المتجددة.	2006

¹ شركة مبادلة، التقرير السنوي 2012، ص 57.

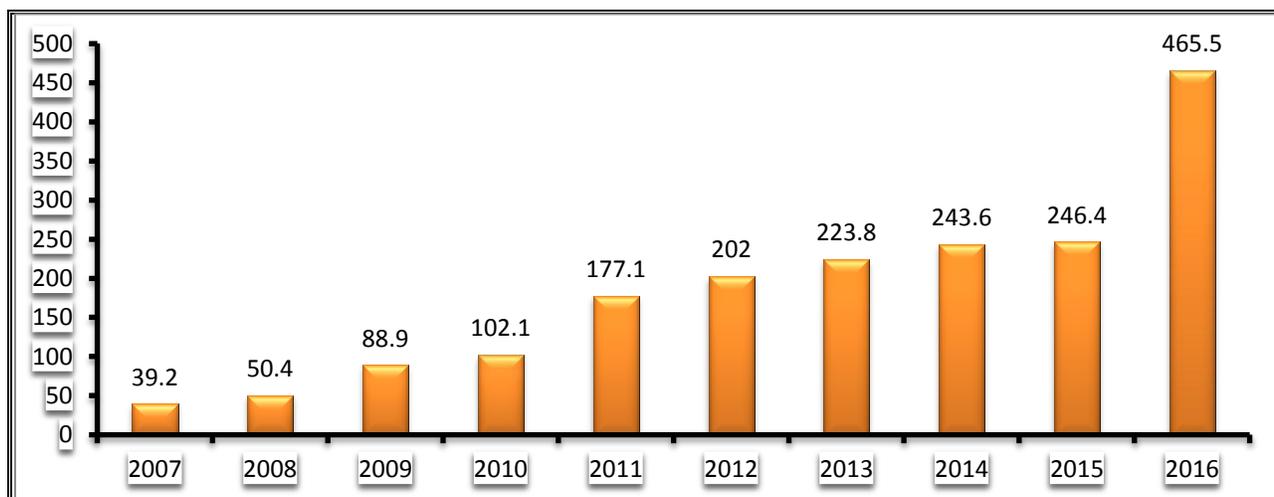
الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتنا من آثار الأزمات النفطية

2008	شركة مبادلة توقع عقد شراكة مع General Electric يشمل التعاون في مجالات البحث والتطوير والطاقت النظيفة وصناعة الطيران والتدريب على المستوى المؤسسي.
2008	قيام وحدة مبادلة للبتروال بالاستحواذ على شركة "بيرل إنرجي" المتخصصة في التنقيب وتطوير الإنتاج في جنوب شرق آسيا.
2008	استحواذ شركة مبادلة على حصة 19.3% من شركة الالكترونيات الدقيقة المتقدمة "AMD" الأمريكية المتخصصة في أشباه الموصلات وتصميم تقنيات الأجهزة الذكية.
2012	شركة مبادلة تقوم بالشراكة مع شركة مطارات أبو ظبي بمشروع مشترك يساهم في تخفيض صناعة الطيران في أبو ظبي.
2013	شركة مبادلة تقوم بالتحالف مع شركة دبي للاستثمارات الحكومية لتشكيل شركة الإمارات للألمنيوم من خلال دمج شركة "dubal" التابعة لشركة دبي للاستثمارات وشركة "emal" التابعة لمبادلة.
2013	أبرمت شركة مبادلة شراكة استثمارية مع الصندوق الاستثماري الروسي المباشر بمبلغ 2 مليار دولار أمريكي.
2013	أبرمت شركة مبادلة اتفاقية شراكة مع كل من شركة "Boeing" وشركة "Airbus" تنص على أن "Strata" التابعة لمبادلة ستنتج مكونات الطائرات في صفقة بلغت قيمتها 16 مليار درهم إماراتي أو ما يعادل (4.4 مليار دولار أمريكي) حتى عام 2030.
2015	شركة مبادلة تستحوذ على حصة 50% من شركة "ماتسا" الرائدة في مجال التعدين في إسبانيا.
2015	أبرمت شركة مبادلة مع كل من شركة الاستثمار في رأس المال التابعة لبنك التنمية الصيني والإدارة الرسمية لتبادل العملات في الصين عقد شراكة لإنشاء الصندوق الاستثماري الإماراتي الصيني المشترك مناصفة بمبلغ قدره 10 مليار دولار أمريكي.
2016	شركة مبادلة تستحوذ على حصة في شركة "BP" النفطية البريطانية تبلغ قيمتها 2.2 مليار دولار أمريكي.
2017	إصدار مرسوم خاص بدمج كل من شركة مبادلة وشركة الاستثمارات البترولية الدولية "IPIC" ليتولد عنه كيان جديد تحت اسم "شركة مبادلة للاستثمار" بحجم أصول قدره 469 مليار درهم إماراتي أو ما يعادل (127 مليار دولار أمريكي).
2017	التزمت مبادلة باستثمار مبلغ 15 مليار دولار أمريكي في صندوق "Soft Bank Vision Fund" العالمي الذي يركز على الاستثمار في شركات التكنولوجيا والابتكار، لتعزيز بذلك الشركة حضورها في هذا القطاع.
2018	وقعت شركة مبادلة للاستثمار مع صندوق التنمية باليونان مذكرة لإنشاء منصة استثمار مشترك برأسمال قدره 400 مليون يورو بهدف استغلال الفرص الاستثمارية في اليونان.
2018	إصدار قرار بضم مجلس أبو ظبي للاستثمار "ADIC" ضمن مجموعة مبادلة للاستثمار وتأتي هذه الخطوة في إطار عدد من الخطوات التي اتخذتها حكومة أبو ظبي بهدف الارتقاء بالقدرات التنافسية للإمارة من خلال إقامة صندوق استثماري يتمتع بقدرات عالية بهدف الدفع بجهود التنويع وتعزيز النمو الاقتصادي.

Source : Mubadala, Available at: <https://www.mubadala.com/ar/who-we-are/our-history>.

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتنا من آثار الأزمات النفطية

الشكل رقم (03-17) تطورات حجم أصول شركة مبادلة للاستثمار (الوحدة (مليار درهم إماراتي)



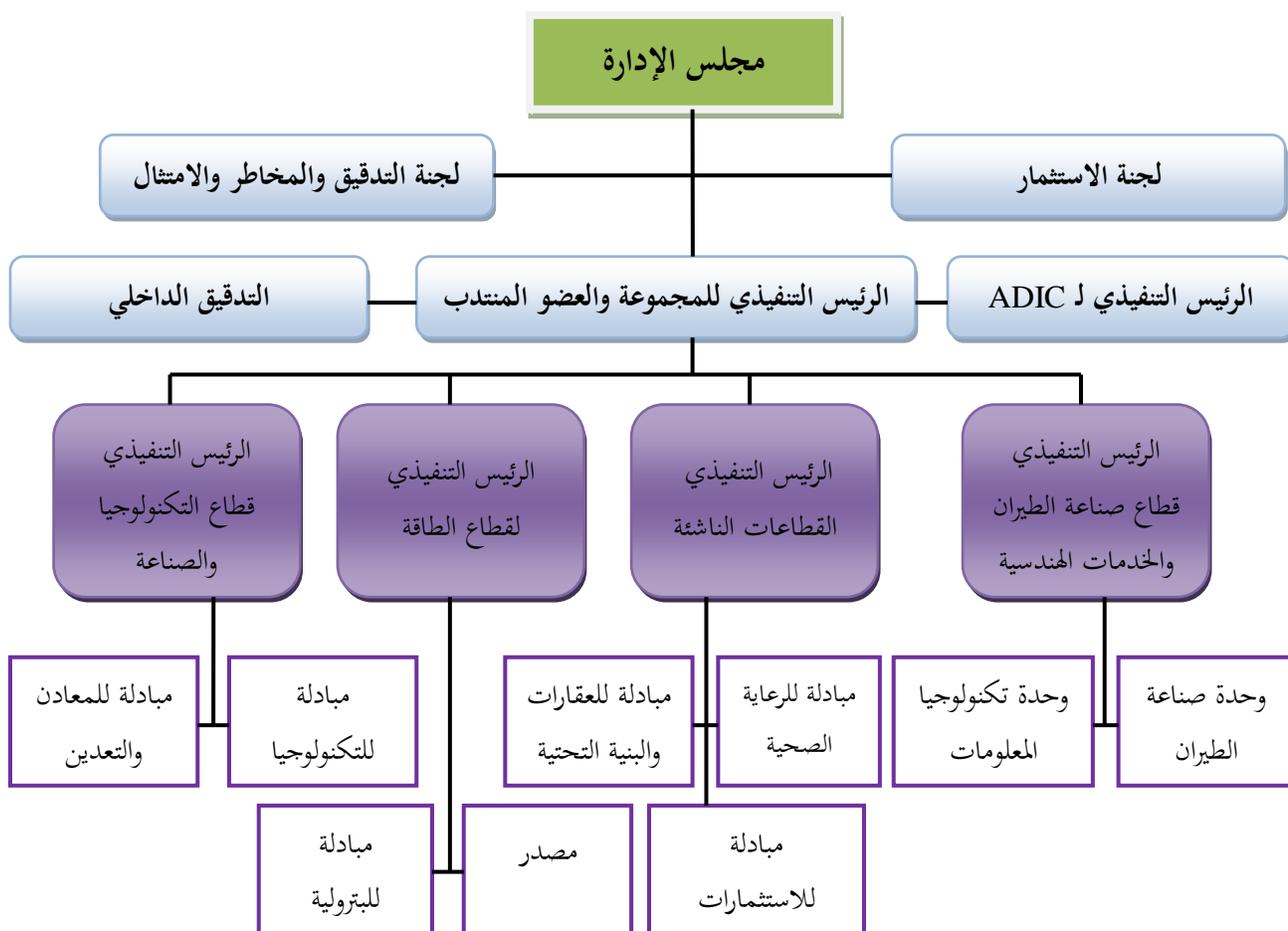
المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على التقارير السنوية لشركة مبادلة للاستثمار، 2009-2017.

يلاحظ من الشكل أعلاه الارتفاع المتواصل لحجم أصول شركة مبادلة للاستثمار منذ أن قامت الشركة بإصدار البيانات المالية السنوية لأول مرة في عام 2009 إلى نهاية عام 2016، بحيث عرفت الفترة (2008-2013) ارتفاع حجم أصول شركة "مبادلة" بمعدلات متزايدة منتقلة من 89 مليار درهم إماراتي في عام 2009 إلى أكثر من 177 مليار درهم إماراتي في عام 2011، ليرتفع مرة أخرى إلى 202 و 223.8 مليار درهم إماراتي في عام 2012 و 2013 تباعا ومزامنة لبيئة أسعار النفط المنخفضة خلال النصف الثاني من عام 2014 وبداية عام 2015 التي فقدت خلالها الأسعار تقريبا 60% من قيمتها التي قادت بدورها إلى تقلص حجم العائدات النفطية المحولة من طرف حكومة إمارة أبو ظبي نحو الشركة، بقية قيمة أصول "مبادلة" تراوح نفسها في حدود 245 مليار درهم إماراتي خلال عامي 2014 و 2015، وفي جوان 2016 تم دمج شركة "مبادلة" مع شركة الاستثمارات البترولية الدولية "IPIC" لتكوين كيان جديد "شركة مبادلة للاستثمار" بلغ حجم أصولها 465.4 مليار درهم إماراتي (127.8 مليار دولار) في عام 2016 وإصدار المرسوم الأميري في جانفي 2017 الذي يقضي بضم مجلس أبو ظبي للاستثمار ADIC لشركة مبادلة للاستثمار من أجل خلق صندوق استثمار يتمتع بقدرات عالية تساعد على الدفع بجهود التنوع وتعزيز النمو الاقتصادي وحسب آخر بيانات معهد صناديق الثروة السيادية في فيفري 2018 بلغ حجم أصول مجلس أبو ظبي للاستثمار 123 مليار دولار أمريكي وبلغ حجم مبادلة للاستثمار 127 مليار دولار أمريكي، ليصبح بذلك إجمالي حجم أصول شركة مبادلة للاستثمار 248 مليار دولار أمريكي.

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتهما من آثار الأزمات النفطية

ثانياً- حوكمة وإدارة شركة مبادلة للاستثمار: تمتلك شركة "مبادلة" نظام حوكمة فعال قائم على توزيع المهام والمسؤوليات بين مختلف الهيئات والمصالح المكلفة بإدارة الشركة سعياً منها لتحقيق الأهداف المسطرة المتمثلة في دعم الجهود الرامية لتنويع القاعدة الاقتصادية لإمارة أبو ظبي. والشكل التالي يوضح الهيكل التنظيمي لشركة مبادلة:

الشكل رقم (03-18) حوكمة وإدارة شركة "مبادلة للاستثمار"



Source : Mubadala, Available at: <https://www.mubadala.com/ar/who-we-are/corporate-structure>.

- مجلس الإدارة: يأتي في قمة الهرم التنظيمي للشركة ويتشكل من ولي عهد إمارة أبو ظبي بصفته رئيس مجلس إدارة ونائبه وأربعة أعضاء والرئيس التنفيذي للمجموعة ويتولى مجلس الإدارة مسؤولية التوجيه والإشراف على الشركة نيابة عن المساهم (حكومة أبو ظبي) وهو المسؤول عن جميع جوانب الأعمال التي تقوم بها الشركة.

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتهما من آثار الأزمات النفطية

- لجنة التدقيق والمخاطر والامتثال: تتألف لجنة التدقيق والمخاطر والامتثال من ثلاثة أعضاء غير تنفيذيين في مجلس الإدارة وهي مكلفة من مجلس الإدارة بالإشراف على أنشطة مبادلة المتعلقة بالشؤون المالية وإدارة المخاطر والامتثال والتي تشمل مراجعة ومراقبة ما يلي:

- التوصية بتعيين جهات خارجية للتدقيق؛
- الإشراف على عمليات تدقيق الحسابات الخارجية؛
- سلامة البيانات المالية؛
- أنظمة الرقابة الداخلية؛
- أنظمة إدارة المخاطر الداخلية؛
- التأكد من استقلالية جهات التدقيق الخارجية وتقديم الخدمات غير المرتبطة بتدقيق الحسابات؛
- فعالية نظم الحوكمة المؤسسية وبرامج الامتثال في مبادلة.

- لجنة الاستثمار: تتولى لجنة الاستثمار المسؤولية أمام مجلس الإدارة عن مراجعة وتحليل الشؤون المؤسسية ذات الصلة بإستراتيجية الشركة وقرارات الاستثمار، إلى جانب متابعة وتدقيق الأداء المالي والتشغيلي للشركة بشكل مستمر، ويترأس لجنة الاستثمار الرئيس التنفيذي للمجموعة والعضو المنتدب وتضم في عضويتها كل من الرئيس المالي للمجموعة ورئيس الموارد البشرية للمجموعة والمستشار القانوني العام بالإضافة إلى الرؤساء التنفيذيين لقطاعات الأعمال الأربعة.

- الرئيس التنفيذي للمجموعة (العضو المنتدب): يتولى مسؤولية الإشراف على إستراتيجية عمل الشركة ومواءمتها مع الجهود الرامية إلى تنويع القاعدة الاقتصادية في إمارة أبو ظبي.

- الرئيس التنفيذي لمجلس أبو ظبي للاستثمار (ADIC): بموجب القانون الذي قرر ضم مجلس أبو ظبي للاستثمار لمجموعة مبادلة للاستثمار فإن مجلس إدارة مبادلة للاستثمار سيتولى إدارة ADIC على أن تستمر الإدارة العليا في مجلس أبو ظبي للاستثمار بإدارة المجلس ويبقى الرئيس التنفيذي للمجلس تابع إلى الرئيس التنفيذي لمجموعة مبادلة للاستثمار؛

- التدقيق الداخلي: يتمثل الهدف الرئيسي لوحدة التدقيق الداخلي الإسهام في زيادة تعظيم قيمة الشركة من خلال تقييم فعالية الرقابة الداخلية وإدارة المخاطر والتأكد من مدى الالتزام بالسياسات والإجراءات الموضوعية لحماية أصول الشركة و مصداقية البيانات المالية وصحتها.

- الرئيس التنفيذي لقطاع صناعة الطيران والخدمات الهندسية: وهو المسؤول عن إدارة استثمارات الشركة في قطاع الطيران والخدمات الهندسية التي تساهم في تسريع جهود التنويع الاقتصادي لإمارة أبو ظبي من خلال حزمة من

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتنا من آثار الأزمات النفطية

الاستثمارات الإستراتيجية عبر خمسة قطاعات اقتصادية تشمل: صناعة الطيران، تكنولوجيا المعلومات، الاتصالات، الطاقات المتجددة والخدمات الدفاعية.

- **الرئيس التنفيذي للقطاعات الناشئة:** وهو المسؤول عن إدارة استثمارات مبادلة للاستثمار في قطاع الاستثمارات البديلة والبنية التحتية التي تضم شركات تعمل في ثلاث مجالات هي الاستثمارات المالية، الرعاية الصحية والعقارات والبنية التحتية.

- **الرئيس التنفيذي لقطاع الطاقة:** وهو المسؤول عن إدارة استثمارات مبادلة للاستثمار في قطاع الطاقة الذي يعد أحد الركائز الأساسية التي تقوم عليها أعمال شركة مبادلة للاستثمار التي تستند إلى الخبرة الكبيرة التي اكتسبتها أبو ظبي في قطاع النفط والغاز من خلال شركة مصدر للطاقة والشراكات الإستراتيجية التي برمتها مبادلة للبتروك مع مؤسسات عالمية

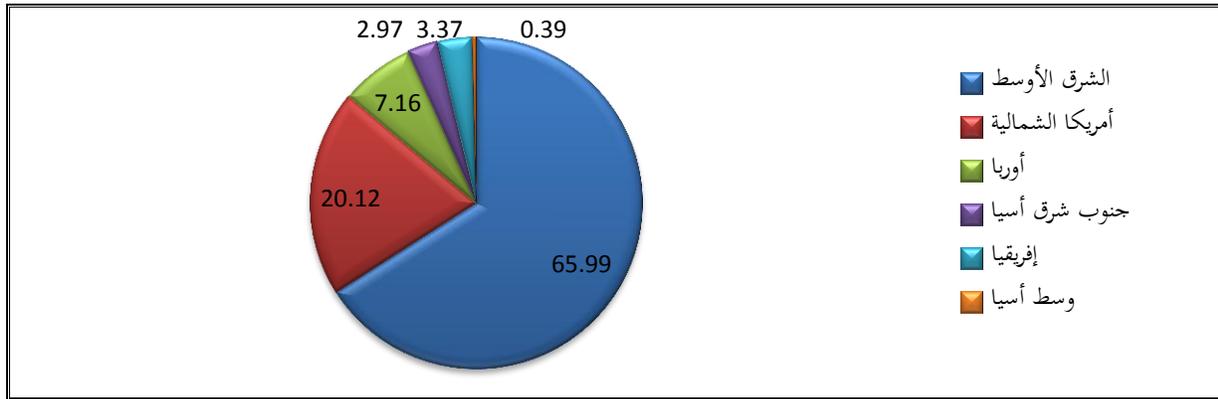
- **الرئيس التنفيذي لقطاع التكنولوجيا والصناعة:** ويتولى مهمة الإشراف على تأسيس كيانات صناعية رائدة في مجال التصنيع والمرافق، كما يعمل على تقوية المكانة العالمية المتميزة التي تحظى بها شركة مبادلة للاستثمار في مجال صناعة أشباه الموصلات، ويعد هذا القطاع كمركز للتكنولوجيا المتقدمة إذ يوفر شركات صناعية رائدة مثل صناعة الألمنيوم والذهب.

ثالثاً- **فعالية الإستراتيجية الاستثمارية لشركة مبادلة للاستثمار في تحقيق التنوع الاقتصادي:** تمكنت شركة "مبادلة للاستثمار" في غضون سنوات قليلة منذ تأسيسها من تطوير شتى مجالات أعمالها انطلاقاً من مشروع واحد في عام 2003 إلى مجموعة شركات تمتلك وتدير محفظة أصول متنوعة بلغت قيمتها أكثر من 465 مليار درهم إماراتي في عام 2016 موزعة على عدة قطاعات اقتصادية ومناطق جغرافية متنوعة. ويمكن الوقوف على إستراتيجية وفلسفة الاستثمار الخاصة بمبادلة وقدرتها في استغلال الفرص الاستثمارية المتاحة من خلال ما يلي:

1. **توزيع استثمارات شركة "مبادلة للاستثمار" جغرافياً:** تسعى شركة مبادلة للاستثمار لاستغلال فرص الاستثمار وتوسيع نطاق استثماراتها جغرافياً لتشمل مجموعة واسعة من الدول، بحيث تستثمر حالياً في أكثر من 30 دولة ويمكن الوقوف على الانتشار الجغرافي لاستثمارات مبادلة في الشكل التالي:

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتنا من آثار الأزمات النفطية

الشكل رقم (03-19) توزيع استثمارات شركة "مبادلة للاستثمار" جغرافيا



المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على التقرير السنوية لشركة "مبادلة" 2010.

لتحقيق الهدف المنوط بشركة مبادلة للاستثمار المتمثل في تنويع القاعدة الاقتصادية لإمارة أبو ظبي تركزت أغلب استثمارات شركة "مبادلة" محليا، فنجد أن نسبة 66% من إجمالي استثماراتها متواجدة في الشرق الأوسط بقيمة 66.5 مليار درهم إماراتي موزعة على 75 مشروع استثماري منها 74 مشروع داخل الإمارات المتحدة ومشروع وحيد في البحرين هذا ما يعكس الأهداف التنموية التي تسعى لها الشركة، وكانت الوجهة الثانية لاستثمارات مبادلة في أمريكا الشمالية بنسبة 20.12% بقيمة استثمار تجاوزت 39 مليار درهم¹، وتلتها في ذلك أوروبا بنسبة 7.16% بقيمة استثمار بلغت 7.26 مليار درهم، وتسعى الشركة من خلال استثماراتها في هذه المناطق لاستقطاب التكنولوجيا وكسب الخبرات التقنية والفنية التي تتمتع بها شركات هذه المناطق، كما استطاعت شركة مبادلة للاستثمار أن تتواجد في الأسواق الناشئة التي تعرف نشاطا كبيرا في الآونة الأخيرة وتحوز فرص استثمار أكبر فنجد أن نسبة 3.37% من استثمارات الشركة تتواجد في دول إفريقيا بقيمة 3.42 مليار درهم، كما استثمرت مبادلة نسبة 2.97% من استثماراتها في دول جنوب شرق آسيا بقيمة 3.02 مليار درهم، ونسبة 0.39% من إجمالي استثمارات الشركة في دول وسط آسيا بقيمة 0.4 مليار درهم إماراتي.

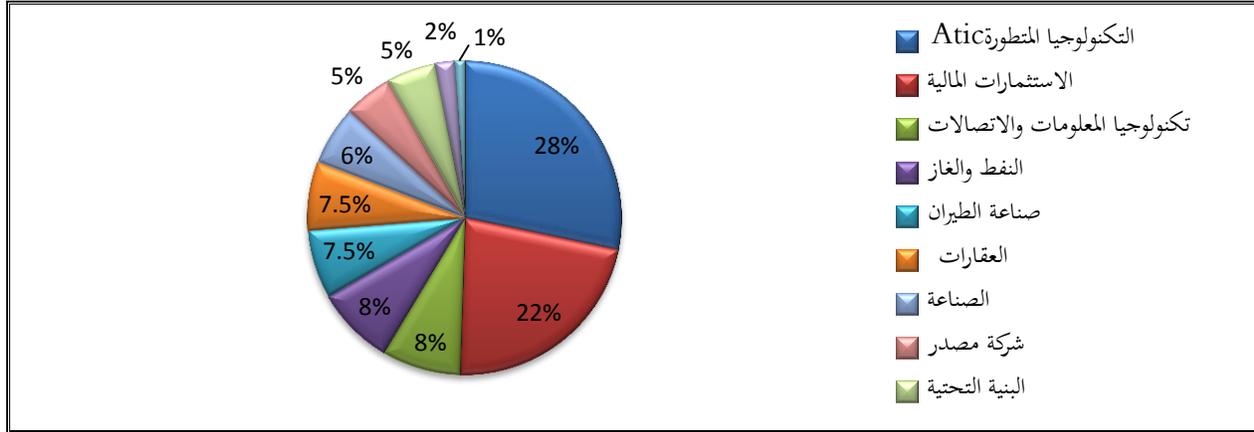
2. توزيع استثمارات شركة "مبادلة للاستثمار" حسب القطاعات: يتمحور هيكل أعمال مبادلة للاستثمار حول أربعة قطاعات رئيسية تشمل جميع أعمال الشركة التي تغطي 13 قطاع اقتصادي وتنتشر في أكثر من 30 دولة، تتيح هذه

¹Mubadala Development Company PJSC, Board of Directors Report and Consolidated Financial Statements, 31 December 2017, P60.

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتنا من آثار الأزمات النفطية

القطاعات للشركة توسيع نطاق محفظتها الاستثمارية وإدارتها لتحقيق عوائد مالية معتبرة تساهم في تنويع اقتصاد إمارة أبو ظبي. ويمكن توضيح أهم توزيعات شركة مبادلة حسب القطاعات الاقتصادية في الشكل الموالي:

الشكل رقم (03-20) توزيعات شركة "مبادلة للاستثمار" حسب قطاعات الأعمال الاقتصادية



المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على التقرير السنوية لشركة "مبادلة" 2014.

يوضح الشكل رقم (03-20) التنوع الكبير في محفظة أصول شركة مبادلة للاستثمار التي تتوزع على تشكيلة واسعة من القطاعات الاقتصادية الإستراتيجية بعيدا عن دائرة المحروقات التي لا تشكل سوى 8% من إجمالي استثمارات الشركة، في حين نجد أن أكثر من الثلث 36% من استثمارات مبادلة تتركز في قطاع تكنولوجيا المعلومات والاتصال بمبلغ استثماري وصل إلى 17.3 مليار دولار موزعة على عدة شركات محلية وأخرى عالمية منها شركة (AMD) المتخصصة في الأجهزة الدقيقة المتقدمة ومقرها الولايات المتحدة الأمريكية وتستحوذ مبادلة للاستثمار على 19% من إجمالي أسهمها ومبلغ 6 مليار دولار في شركة (Globalfoundereis) التي تعتبر من الشركات الرائدة عالميا في مجال تصميم وتطوير أشباه الموصلات وتمتلكها شركة مبادلة للاستثمار بالكامل، ويعكس تركيز مبادلة للاستثمار على هذا القطاع الحساس أهداف ورؤية إمارة أبو ظبي التي تسعى من خلالها إلى كسب خبرات وقدرات تمكنها من تقوية البنية التحتية في مجال تكنولوجيا المعلومات والاتصال الذي بات أمرا ضروريا لتحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية لأي بلد في الوقت الحاضر واستحوذت الاستثمارات المالية على نسبة 22% من إجمالي استثمارات مبادلة بقيمة استثمار بلغت 10.6 مليار دولار موزعة على عدة شركات منها قيمة 2.2 مليار دولار في شركة (British Petroleum) التي تدخل في الاتفاق الذي ينص على أن تستحوذ شركة مبادلة على 2% من إجمالي أسهم الشركة، بالإضافة إلى قيمة 300 مليون يورو كمنصة استثمار مشتركة مع شركة (CDC International Capital) الفرنسية المتخصصة في الاستثمار المباشر، تستهدف هذه المنصة

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتنا من آثار الأزمات النفطية

الاستثمارات الخاصة المباشرة كالرعاية الصحية والتعليم والعقارات في الاقتصاد الفرنسي، كما خصصت شركة مبادلة 7.5% من استثماراتها في قطاع صناعة الطيران موزعة على شركات من أهمها شركة "سند" المتخصصة في تصنيع وصيانة الطائرات وتقدر قيمة سند بقيمة 35 مليار دولار وهي مملوكة بالكامل لمبادلة للاستثمار بالإضافة لشركة "ستراتا" المتخصصة في إنتاج أجزاء هياكل الطائرات، ومن أجل تطوير العقار والبنية التحتية في الإمارة خصصت مبادلة نسبة 7.5% و5% على التوالي من استثماراتها للنهوض بمهدين القطاعين من خلال القيام بعدة مشاريع من أهمها شركة أبار العقارية المتخصصة في تطوير القطاع العقاري وشركة أبو ظبي للتمويل المتخصصة في توفير الحلول المبتكرة للتمويل العقاري بالإضافة لشركة الدار المتخصصة في دعم البنية التحتية في المنطقة، كما خصصت مبادلة نسبة 2% من استثماراتها في قطاع الرعاية الصحية كخطوة للمساهمة في تلبية احتياجات الرعاية الصحية في المنطقة وتأسيس منشآت رعاية صحية متخصصة من أهمها Cleveland Clinic Abu Dhabi الذي تم تصميمه من قبل مبادلة وكليفلاند كلينك المستشفى الرائد في أمريكا لتلبية احتياجات الرعاية الصحية في أبو ظبي ومستشفى Healthpoint المتخصص في الرعاية الصحية الأولية. ويمكن التفصيل أكثر حول توزيعات مبادلة للاستثمارات حسب القطاعات في الجدول التالي:

الجدول رقم (03-11) توزيعات شركة "مبادلة للاستثمار" حسب القطاعات الاقتصادية

القطاع	اسم الشركة	نسبة	اسم الشركة	نسبة	اسم الشركة	نسبة	اسم الشركة	نسبة		
استثمارات مالية	Atic	AMD	19%	Globalfoundereis	100%	Calxeda	13%	Intermoleclar	3.8%	
	Carlyle Group	GE	0.7%	Verno Capital	25%	The Relate company	7.5%	The Raine Group	9.1%	
										9.3%
تكنولوجيا	Yahsat	Dambala	5.4%	Etisalat Nigeria	60%	DU	19%	prodea	5%	
	نفط وغاز	Tatweer	Blok 7	20%	Habiba Block 62	32%	CRD Field	15%	Mukhaizna Bloch 53	15%
Block SK320		Block PM324	75%	Ruby Gas Development	70%	Pearl Energy	100%	Jasmine Field	100%	
										32%
										51%
AMMROC		ADAT	100%	Tawam Molecula Imaging Cente	100%	Block 135/136	20%	Manora Field	60%	
	60%									
الطيران	Sanad	SR Technics	70%	Piaggio Aero	31.5%	Horizon	100%	Strata	100%	

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتها من آثار الأزمات النفطية

%50	Viceroy Hotel Group	%100	Rihan Heights	%100	Rosewood Abu Dhabi	%51	Capitala	العقارات
%51	PF Emirtes	%100	Sowwa Square	%31	Iskander Holding	%20	Almabar	
						%72	Viceroy Maldives	
%25	Hadjret En Nouss	%49	Azaliya	%50	Emirates Aluminium	%49	Suyadi	الصناعة
%8.3	Guinea Alumina	%27	Tabreed	%30.8	SMN Power Holding	%30	Tanqia	
%40	Masdar Clean Tech Fund I	%100	Masdar City	%50	E.ON-Masdar Intgrated Carbon	%100	Masdae PV	مصدر
%17	Masdar Clean Tech Fund II	%40	Toressol Energy	%100	Emirates steel Industry Carbon	%60	Shams 1	
						%20	London Array	
%100	UAE University	%100	Zayed Universit	%51	Paris Sorbonne University Abu Dhabi	%51	Khdamat	بنية تحتية
%100	AD Knee and Sports	%100	Wooridul Spaine centre	%100	Cleveland Clinic Abu Dhabi	%100	Arzanah Wellness	الرعاية الصحية
%100	Capital Health Screening centre	%100	Referenc laborator	%100	Arzanah Medical Complex	%100	Imperial Colleague	
%25	Abu Dhabi Terminals	%100	Al Taif	%52	Abu Dhabi Finance	%100	Bayanat	الخدمات
%36	Agilitry Abu Dhabi	%31	Dunia Finance	%51	Lease Plan Emirates	%50	Eships	
%50	Mubadala GE Capital			%33	Mubadala Infrastructure	%35	Aldar	شركات تابعة

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على التقارير السنوية لشركة مبادلة، أعداد مختلفة.

3. مساهمات القطاعات في توليد العائدات: تمكنت شركة مبادلة للاستثمار بفضل استراتيجيتها الاستثمارية القائمة

على التنوع من تحقيق عائدات مالية ساهمت في تشكيلها مجموعة واسعة من القطاعات يمكن توضيحها في ما يلي:

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتنا من آثار الأزمات النفطية

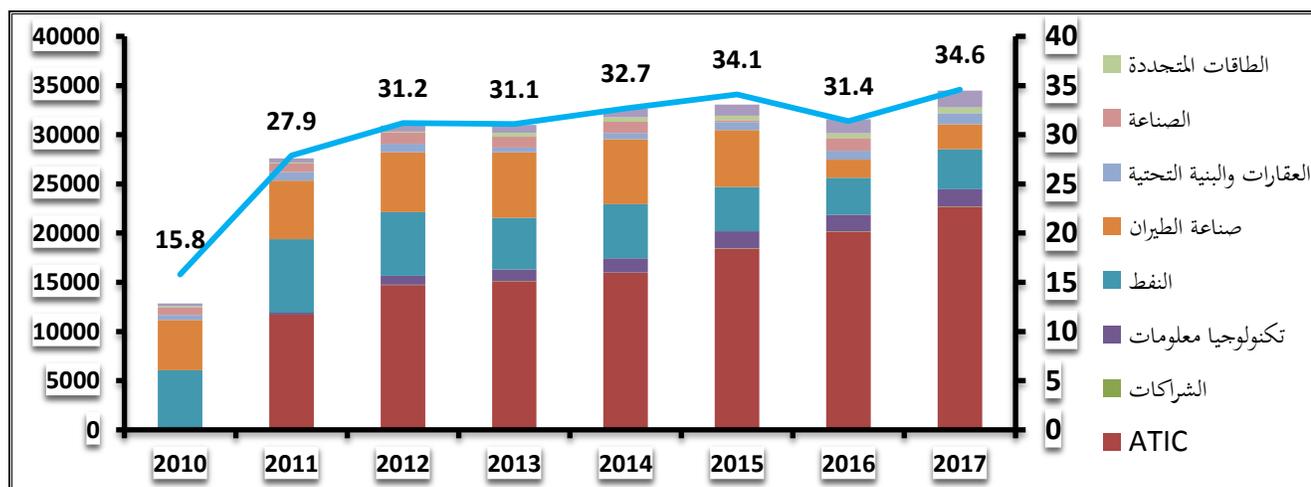
جدول رقم (03-12) تطورات حجم إيرادات شركة مبادلة للاستثمار خلال (2008-2017)

السنوات	2008	2009	2010	2011	2012
الإيرادات (مليار درهم)	6.7	13.1	15.8	27.9	30.8
السنوات	2013	2014	2015	2016	2017
الإيرادات (مليار درهم)	31.1	32.7	34.1	31.3	34.6

المصدر: من إعداد الطالب اعتماداً على التقارير السنوية لشركة مبادلة للاستثمار، 2009-2017.

شهد حجم الإيرادات المالية لشركة مبادلة للاستثمار ارتفاعات متلاحقة خلال الفترة (2008-2017) بحيث انتقلت من مستوى 6.7 مليار درهم إماراتي إلى أكثر من 34 مليار درهم (9.43 مليار دولار أمريكي) خلال ذات الفترة محققة بذلك متوسط سنوي قدره 24 مليار درهم، وقد أسهمت مجموعة القطاعات التي تدخل ضمن محفظة استثمارات الشركة في تشكيل هذه الإيرادات بنسب متفاوتة كما يوضح الشكل التالي:

الشكل رقم (03-21) مساهمة القطاعات في توليد الإيرادات خلال الفترة (2010-2017)



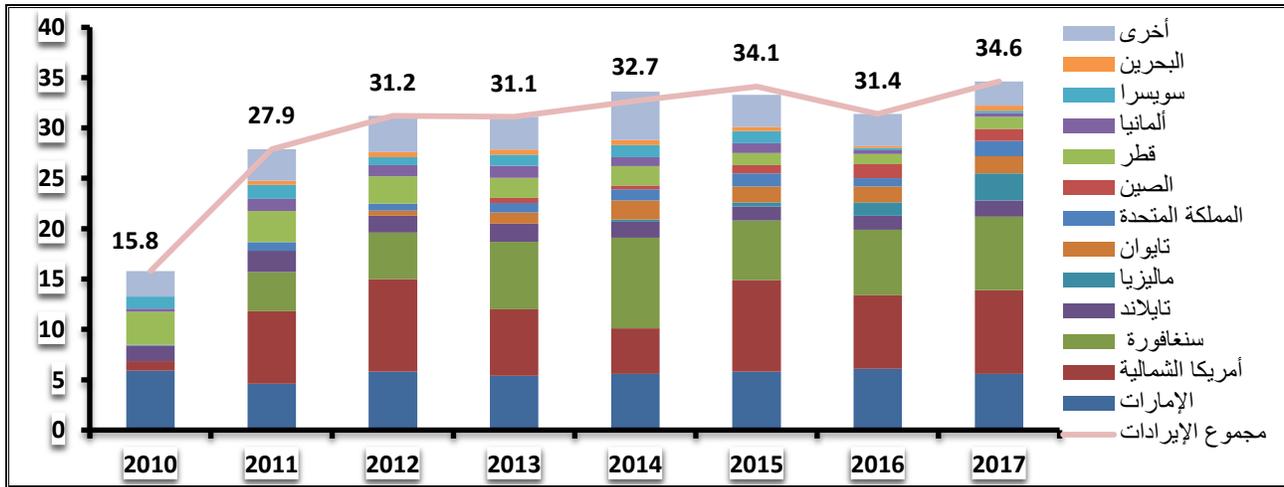
المصدر: من إعداد الطالب اعتماداً على الملحق رقم (08).

جاء النمو المتواصل في حجم إيرادات مبادلة للاستثمار خلال هذه الفترة بفضل تحقيق عائدات كبيرة في كل من قطاع التكنولوجيا المتطورة وأشباه الموصلات (ATIC) وقطاع صناعة الطيران بالإضافة إلى قطاع النفط والبنية التحتية، بحيث ساهم قطاع (ATIC) منذ بداية دخوله حيز استثمارات الشركة بالحصة الأكبر في توليد إيرادات الشركة بنسب تصاعدية ارتفعت من 42% بقيمة 11.8 مليار درهم (3.2 مليار دولار أمريكي) في عام 2011 إلى 65.5% بقيمة 22.8 مليار درهم (6.1 مليار دولار) في نهاية 2017، وجاء قطاع النفط في المرتبة الثانية من حيث توليد إيرادات الشركة

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتنا من آثار الأزمات النفطية

بحصة 42% بقيمة 6.1 مليار درهم (1.6 مليار دولار) في عام 2010 لتراجع حصة هذا القطاع تدريجياً حتى وصلت إلى 12% في نهاية 2017 بقيمة 4.1 مليار درهم (1 مليار دولار) ولعل هذا التراجع يثبت مدى اضطلاع الشركة بتنفيذ رؤية أبو ظبي الهادفة لتنويع مصادر الدخل بعيداً عن المحروقات، كما ساهم قطاع صناعة الطيران بدوره بحصة 32% في توليد إيرادات الشركة بقيمة 5.1 مليار درهم (1.4 مليار دولار) في عام 2010 وتراجعت هذه الحصة تدريجياً خلال السنوات اللاحقة لتستقر في حدود 7.3% في عام 2017 بقيمة 2.5 مليار درهم، كما ساهم كل من قطاع العقارات والبنية التحتية وقطاع الصناعة بحدود 3% طوال الفترة في توليد الإيرادات بقيمة 1.1 و 1.2 مليار درهم على التوالي في نهاية عام 2017، وساهم قطاع الرعاية الصحية بحصة 5% في إيرادات مبادلة بقيمة 1.7 مليار درهم ونظراً للانتشار الجغرافي الجيد لاستثمارات شركة مبادلة في العديد من المناطق فقد ساهمت هذه المناطق في تشكيل إيرادات

الشكل رقم (03-22) مساهمة التوزيعات الجغرافية في توليد الإيرادات خلال الفترة (2010-2017)



المصدر: من إعداد الطالب اعتماداً على الملحق رقم (09).

الشركة بنسب متفاوتة بحيث ساهمت منطقة أمريكا الشمالية بالقدر الأكبر في تشكيل إيرادات الشركة بنسبة 25% بقيمة عائدات بلغت ما بين (4-9) مليار درهم خلال الفترة 2011-2017، وجاءت سنغافورة ثانياً من حيث المشاركة في تشكيل إيرادات الشركة بنسبة 20% بقيمة عائدات قاربت 7 مليار درهم خلال ذات الفترة، ونظراً لتركز استثمارات شركة مبادلة داخل الإمارات فقد ساهمت هذه الأخيرة بنسبة 17% في تشكيل إيرادات الشركة بقيمة عائدات 5 مليار درهم، كما ساهمت تايلاند بنسبة وصلت إلى حدود 10% بقيمة عائدات تجاوزت 2 مليار درهم وتلتها في ذلك قطر بنسبة مشاركة 4% بقيمة عائدات بلغت 1.5 مليار درهم، وتوزعت باقي النسب على العديد من الدول التي تستثمر بها شركة مبادلة للاستثمار.

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتها من آثار الأزمات النفطية

المبحث الثالث: فعالية هيئة الاستثمار الكويتية في الحد من آثار الأزمات النفطية

إن تنامي الوزن النسبي لإيرادات النفط داخل الاقتصاد الكويتي واستحواذها على الحصة الأكبر في تشكيل الناتج المحلي الإجمالي وارتباط معدلات نموه بالقيمة المتولدة عن مستويات أسعار النفط جعل الاقتصاد الكويتي يعتبر من أكثر الاقتصاديات عرضة للأزمات النفطية الناتجة عن عدم استقرار أسعار النفط في أسواق الطاقة الدولية، وفي محاولة منها تسعى حكومة الكويت لتقليل الانكشاف على الصدمات النفطية من خلال تحويل أصولها الناضبة إلى أصول متجددة أي تحويل الثروة النفطية إلى أصول مالية متجددة، وهو الهدف الذي أخذته هيئة الاستثمار الكويتية على عاتقها مستخدمة في ذلك إستراتيجية استثمارية هادفة لدعم جهود التنوع الاقتصادي وتقليل مخاطر الانكشاف على مصدر أحادي للدخل.

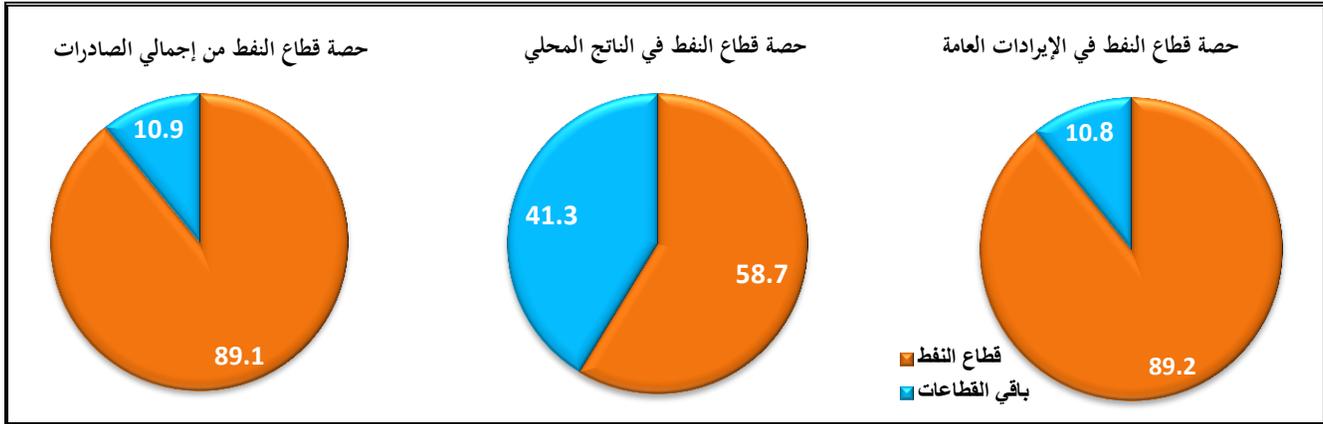
المطلب الأول: نشأة ومهام الهيئة العامة للاستثمار الكويتية

يتمثل هدف الهيئة العامة للاستثمار في تحقيق عائد طويل المدى على الاحتياطات المالية التي كلفت بإدارتها من طرف الدولة بغرض توفير إيرادات بديلة ومستدامة لاقتصادها عن إيرادات النفط، من خلال تصميم إستراتيجية استثمارية تتفق والأهداف الموضوعية لمعدلات العائد الاستثماري ومستويات المخاطر، واختيار فرص استثمارية ومديري استثمار يستطيعون التفوق بأدائهم على المؤشرات العالمية للأداء في كل فئة من فئات الأصول المحددة، مع إجراء تغييرات تكتيكية في توزيع الأصول للاستفادة من الفرص الاستثمارية المتاحة في الاقتصاديات الناشئة لمواءمتها مع التغيرات واتجاهها السوق دون التأثير على أداء محفظة الهيئة الاستثمارية.

أولاً- مكانة النفط داخل الاقتصاد الكويتي: أحدث اكتشاف النفط خلال عام 1938 وما تبعته من عمليات التصدير التي بدأت في عام 1946 نقطة تحول مهمة في الاقتصاد الكويتي، بحيث أصبحت عائدات هذا القطاع تدريجياً المصدر الأساسي لمداخيل الدولة خاصة بعد عملية تأمينه من قبل الحكومة في أواخر عام 1975 والداعم الأساسي لحجم احتياطياتها المالية التي أحدثت تغيرات اقتصادية واجتماعية غير مسبوقه في الكويت، ومع مرور الوقت زاد معدل ارتباط مؤشرات الاقتصاد الكويتي بحجم العائدات المتولدة عن قطاع النفط، والتي يمكن التماسها أكثر في الشكل التالي:

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصادهما من آثار الأزمات النفطية

الشكل رقم (03-23) قطاع النفط ومؤشرات الاقتصاد الكلي الكويتي



المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على التقرير السنوي للبنك المركزي الكويتي، 2017/2016.

تتضح جليا الأهمية النسبية للنفط داخل الاقتصاد الكويتي ودرجة تأثيره على مؤشرات الكلية حيث تتعدى نسبة مساهمة النفط في الناتج المحلي الإجمالي لكويت نسبة 58% بقيمة قدرت بحوالي 23333.2 مليار دينار كويتي خلال عام 2016، كما أنه يعتبر المصدر الأساسي لمداخيل الدولة بنسبة 89% من إجمالي الصادرات بقيمة وصلت إلى 12526.7 مليار دينار كويتي خلال ذات السنة، علاوة على ذلك تشكل إيرادات النفط مصدر مهم لإيرادات الدولة والمساهم الرئيسي في تغطية نفقاتها العامة بحيث تجاوزت نسبة مساهمتها ضمن هيكل الإيرادات العامة 89% خلال عام 2016 بقيمة بلغت 1168.8 مليار دينار كويتي.

ثانيا- نبذة حول الهيئة العامة للاستثمار وتطورها التاريخي: تعتبر هيئة الاستثمار الكويتية أقدم صندوق سيادي في العالم وتعود جذورها إلى مجلس الاستثمار الكويتي الذي تأسس في عام 1953 قبل ثمانية سنوات من استقلال الكويت في عام 1961 وتم في عام 1982 تأسيس هيئة الاستثمار الكويتية بموجب القانون رقم 47 كهيئة حكومية مستقلة مسؤولة عن إدارة أصول الدولة لتحقيق عائد استثماري طويل الأجل على الاحتياطات المالية التي تعهدت بها دولة الكويت إلى الهيئة بغرض توفير مصدر بديل للإيرادات النفطية مما يمكن الأجيال المستقبلية للدولة من مواجهة الصدمات النفطية التي تحدثها أسعار النفط المتقلبة¹. ولتحقيق هذا الهدف مرت هيئة الاستثمار الكويتية بعدة مراحل ومحطات مهمة في تاريخها نوجزها في الجدول التالي:

¹ Kuwait Investment Authority, <http://www.kia.gov.kw/ar/Pages/MissionVision.aspx>.

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصادهما من آثار الأزمات النفطية

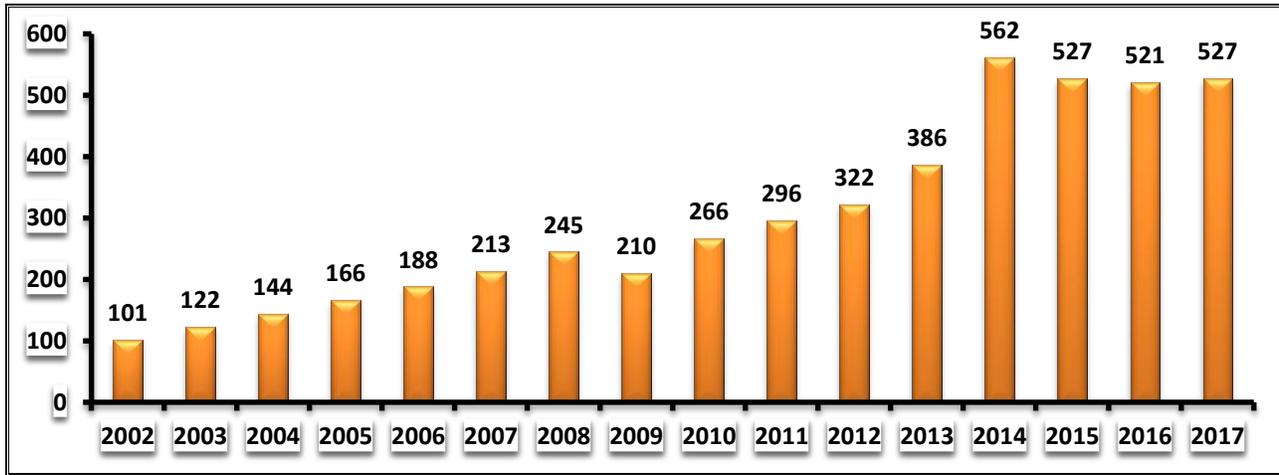
الجدول رقم (03-13) التطور التاريخي لهيئة الاستثمار الكويتية KIA

الفترة	الحدث
1953	تأسيس مجلس الاستثمار الكويتي بهدف تحويل الثروة النفطية إلى استثمارات مالية وتقليل اعتماد الاقتصاد الكويتي على عائدات النفط.
1961	أصبحت الكويت دولة مستقلة وتوسع معها نطاق الاستثمارات الكويتية المدارة بواسطة مجلس الاستثمار الكويتي لتشمل الولايات المتحدة الأمريكية وآسيا ومزيداً من الأسواق الناشئة.
1965	أعيد تسمية مجلس الاستثمار الكويتي ليصبح مكتب الاستثمار الكويت.
1974	مكتب الاستثمار الكويتي يقوم بالاستحواذ على شركة سانت مارتنيز العقارية في المملكة المتحدة.
1976	إنشاء صندوق احتياطي الأجيال القادمة من خلال تحويل 50% من رصيد صندوق الاحتياطي العام مع استقطاع 10% من الإيرادات السنوية لدولة لصالح هذا الصندوق.
1982	إنشاء هيئة الاستثمار الكويتية لتكون المؤسسة الأم لمكتب الاستثمار الكويتي مع إدارتها لصناديق الاحتياط العام.
1983	قيام مكتب الاستثمار الكويتي بالاستحواذ على شرطة أوتوبار وهي من أكبر شركات بيع المشروبات الساخنة والباردة في أوربا.
1984	تم نقل مسؤولية إدارة جميع صناديق الاحتياط إلى الهيئة العامة للاستثمار.
1986	تجاوز حجم إيرادات الدولة من الاستثمارات حجم العائدات النفطية للمرة الأولى.
1990	تم تجميد أصول دولة الكويت إبان الغزو العراقي ، ويتولى مكتب الاستثمار الكويتي دور البنك المركزي لحكومة الكويت
1991	مكتب الاستثمار الكويتي لعب دوراً مهماً في توفير التمويل لإعادة تعمير الكويت.
1992	مكتب الاستثمار الكويتي يعتمد هيكلًا إداريًا جديدًا.
1998	إنشاء مكتب تسوية المديونيات المشتراة لحساب الدولة.
2003	مكتب الاستثمار الكويتي يحتفل بالذكرى الخمسين لتأسيسه.
2005	تحويل مكتب الاستثمار الكويتي إلى مقر جديد
2011	تم فتح المكتب التمثيلي للهيئة في الصين ليعمل كمنصة لاستكشاف الفرص الاستثمارية في الصين وشرق آسيا.
2012	تم إصدار مرسوم ينص برفع نسبة الاستقطاع السنوي من إيرادات الدولة لصالح صندوق الأجيال القادمة إلى 25%.
2014	تم تأسيس إدارة رين هاوس للبنية التحتية (وهو صندوق عقاري أوروبي للحالات الخاصة) بغرض تنويع أفاق الاستثمار.
2015	تم التوسع في الاستثمار ليشمل الاستثمارات البديلة.

Source : Kuwait Investment Authority, <http://www.kia.gov.kw/ar/Pages/kiochronology.aspx>.

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتهما من آثار الأزمات النفطية

الشكل رقم (03-24) تطورات حجم أصول الهيئة العامة للاستثمار الكويتية "KIA"



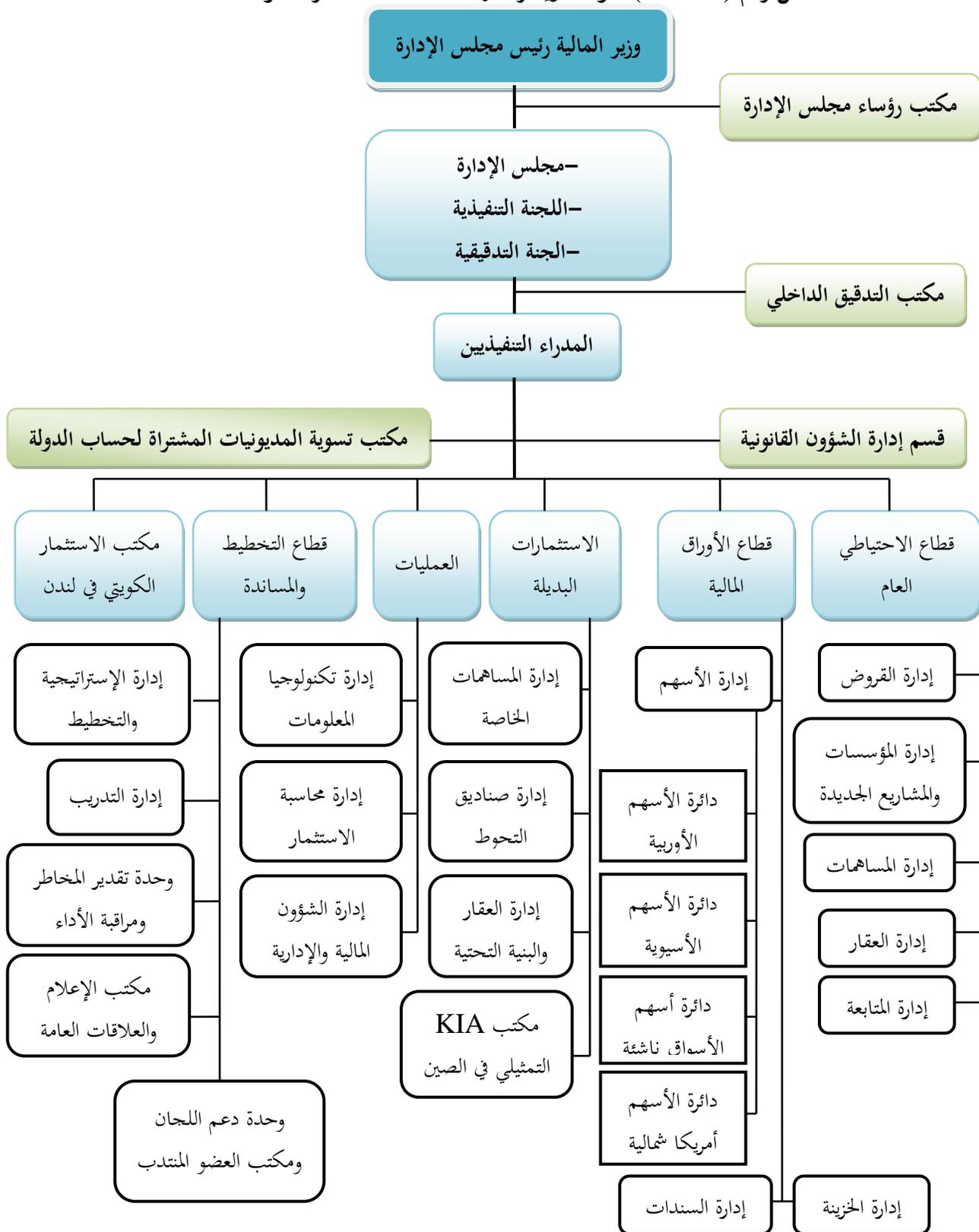
Source: Sovereign Investor Institutes, Sovereign Wealth Center, 2017, Available at: <https://www.sovereignwealthcenter.com/fund/17/Kuwait-Investment-Authority-SWF.html#.W60TnnszbIU>.

يظهر جليا من خلال الشكل أعلاه الارتفاع المتواصل في حجم أصول الهيئة العامة للاستثمار الكويتية للفترة (2002-2017) بحيث ترتب عن طفرة أسعار النفط التي شهدتها السنوات الأولى من الألفية الجديدة ارتفاع في حجم أصول الهيئة فانتقلت من حدود 100 مليار دولار في عام 2002 إلى 245 مليار في عام 2008، إلا أن الانتكاسة التي تعرضت لها أسعار النفط في الربع الأخير من 2008 والنصف الأول من 2009 بالإضافة إلى الخسائر التي تعرضت لها استثمارات الصندوق نتيجة تداعيات الأزمة المالية أدت إلى انكماش حجم أصول KIA إلى 210 مليار دولار، وبالنظر إلى الارتباط الوثيق بين حجم أصول الهيئة العامة للاستثمار الكويتية ومستويات أسعار النفط فقد نتج عن ارتفاع أسعار النفط بداية من عام 2010 ارتفاع في أصول KIA من جديد حتى وصلت إلى 562 مليار دولار في نهاية عام 2014 لينخفض حجم أصولها مرة أخرى إلى 521 مليار دولار في نهاية 2016 بفعل الأزمة النفطية الأخيرة التي قلصت بدورها حجم التحويلات المغذية لأصول هيئة الاستثمار الكويتية. وقد حقق نمو حجم أصول KIA متوسط سنوي قدره 12.5% خلال الفترة الممتدة من 2000 إلى 2017.

ثالثا- حوكمة وإدارة هيئة الاستثمار الكويتية KIA: في عام 2014 قامت الهيئة بمراجعة شاملة لإستراتيجيتها من أجل ملاءمة نفسها مع أفضل الممارسات في الصناعة الاستثمارية وفي كل أوجه إدارة الأصول والاستثمار، ليجعلها ذلك تتمتع بنظام حوكمة فعال قائم على توزيع المهام والمسؤوليات بين مختلف الصالح، وهيئة مستقلة يديرها مجلس إدارة يتمتع بالاستقلال التام في عملية صنع واتخاذ القرار.

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصادها من آثار الأزمات النفطية

الشكل رقم (03-25) حوكمة وإدارة الهيئة العامة للاستثمار الكويتية "KIA"



Source : Kuwait Investment Authority, <http://www.kia.gov.kw/ar/PublishingImages/testd.png>

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتها من آثار الأزمات النفطية

-مجلس الإدارة: يتولى إدارة الهيئة مجلس إدارة برئاسة وزير المالية وعضوية كل من وزير النفط ووكيل وزارة المالية ومحافظ البنك المركزي بحكم مناصبهم بالإضافة إلى خمسة أعضاء آخرين من الكويتيين المتخصصين في مختلف مجالات الاستثمار يعينون بمرسوم أميري لمدة أربعة سنوات ويجوز إعادة تعيينهم، ولا يجب أن يكون ثلاثة على الأقل من الخمسة المعينين من القطاع الخاص شاغلين لوظائف عامة أخرى، ومجلس الإدارة هو الجهاز المسؤول عن شؤون الهيئة وله جميع الصلاحيات اللازمة لتحقيق أهدافها وبالأخص ما يلي¹:

- رسم السياسات العامة للهيئة والإشراف على تنفيذها ووضع برامج الاستثمار ومتابعة إنجازها وإصدار القرارات اللازمة لذلك؛
- وضع اللوائح الإدارية والمالية اللازمة للهيئة والإشراف على تنفيذها؛
- ممارسة مختلف عمليات استثمار الأموال سواء مباشرة أو عن طريق مؤسسات أخرى؛
- إقرار مشروع ميزانية الهيئة وحسابها الختامي قبل عرضها على الجهات المختصة.

-العضو المنتدب واللجنة التنفيذية والتدقيقية: يختار مجلس الإدارة العضو المنتدب من بين أعضاء المجلس من غير المعينين بحكم مناصبهم والذي لا يجب (خلال فترة عضويته في المجلس) القيام بأي عمل بأجر أو بدون أجر لأي مستخدم سوى الهيئة، ويكون العضو المنتدب مسؤولاً أما المجلس عن أعمال الهيئة ويشرف على تنفيذ سياساته وقراراته طبقاً للوائح التي يصدرها المجلس، كما يعين المجلس لجنة تنفيذية برئاسة العضو المنتدب تتألف من خمسة أعضاء من المجلس بينهم ثلاثة على الأقل من القطاع الخاص، ويتحدد الدور الرئيسي للجنة التنفيذية في مساعدة مجلس الإدارة في تحديد الأهداف والغايات الإستراتيجية للهيئة العامة للاستثمار، كما يشكل المجلس لجنة تدقيقية خاصة به تتكون من عضوين من أعضاء المجلس المعينين من القطاع الخاص، ويرأس اللجنة وكيل وزارة المالية وتتم دعوة العضو المنتدب لحضور اجتماعات لجنة التدقيق بصفة مراقب.

-التدقيق الداخلي: التدقيق الداخلي هو نشاط موضوعي مستقل يشكل ضماناً لسلامة الأعمال ومجالاً لتقديم الاستشارات بهدف تحقيق قيمة مضافة وتحسين عمليات الهيئة، ويساعد مكتب التدقيق الداخلي الهيئة على تحقيق أهدافها من خلال أسلوب منهجي منضبط لتقييم وتحسين فعالية إدارة المخاطر والرقابة والحوكمة، ورفع تقارير عنها للمجلس لتحسين أدائها، ويشمل نطاق عمل مكتب التدقيق الداخلي كامل الهيئة بفروعها.

¹ Kuwait Investment Authority, <http://www.kia.gov.kw/ar/Pages/KIAFGFAR.aspx>.

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتنا من آثار الأزمات النفطية

-المدراء التنفيذيين: ممثلين في العضو المنتدب المشرف على المدراء التنفيذيين للأقسام الرئيسية للنشاط الاستثماري للهيئة المكلفة بإدارة أصول الصندوق كقطاع التخطيط ومساندة الإدارة العليا، قطاع العمليات، قطاع الأوراق المالية، قطاع الاستثمارات البديلة وقطاع الاحتياطي العام؛

-قسم إدارة الشؤون القانونية: يتمثل الهدف الرئيسي من إنشاء إدارة الشؤون القانونية في حماية الهيئة ككيان قانوني يعمل وفقا للقانون المعمول به، وعلى سبيل المثال فإن الإدارة تراقب النشاط التجاري للهيئة بما يضمن أن تكون العقود والاتفاقيات التجارية الأخرى والصكوك ذات الصلة بالاستثمار قانونية، وعلى وجه الخصوص تساعد إدارة الشؤون القانونية في إعداد الاتفاقيات والتفاوض مع أطراف ثالثة حول الاتفاقيات الثنائية بين الكويت ودول أخرى في الاستثمار، وتشارك الإدارة أيضا في تسوية جميع المشكلات التي تواجه الهيئة العامة لاستثمار؛

-مكتب تسوية المديونيات المشتراة لحساب الدولة: أنشئ هذا المكتب كجزء من الهيكل التنظيمي للهيئة في عام 1998 لتنفيذ المهام التالية:

- الإشراف على التسويات الوقائية المضادة لإجراءات الإفلاس، ويشرف المكتب على سير الإجراءات الكفيلة بضمان تنفيذ شروط الصلح مع العميل المتعثر لتجنب الدخول في إجراءات الإفلاس وإدارة مجموعة الدائنين؛
- الإدارة والإشراف على إجراءات الإفلاس.

-مكتب الاستثمار الكويتي بلندن: تتمثل مهمته الرئيسية في إدارة الجزء المحول بإدارته من طرف دولة الكويت من مجموع احتياطات صندوق الأجيال القادمة بغرض الحفاظ على القيمة الحقيقية لهذه الأموال وتحقيق عائد مناسب على المدى البعيد، كما يهدف إلى أن يتجاوز معدل أدائه المؤشرات الاستثمارية المعتمدة في عالم الاستثمار؛

-مكتب KIA التمثيلي في الصين: يعمل المكتب التمثيلي للهيئة في الصين بشكل وثيق مع مكتب الهيئة الرئيسي ومع مكتب الاستثمار الكويتي في لندن، وهو بمثابة منصة لاستكشاف الفرص الاستثمارية المربحة في الصين وشرق آسيا بالإضافة إلى ذلك تم تكليف مكتب بكين بتعزيز علاقة الهيئة العامة للاستثمار مع الحكومة والشركات الصينية من أجل أن يكون المكتب في صدارة المؤهلين لانتزاع أي فرص استثمارية جديدة.

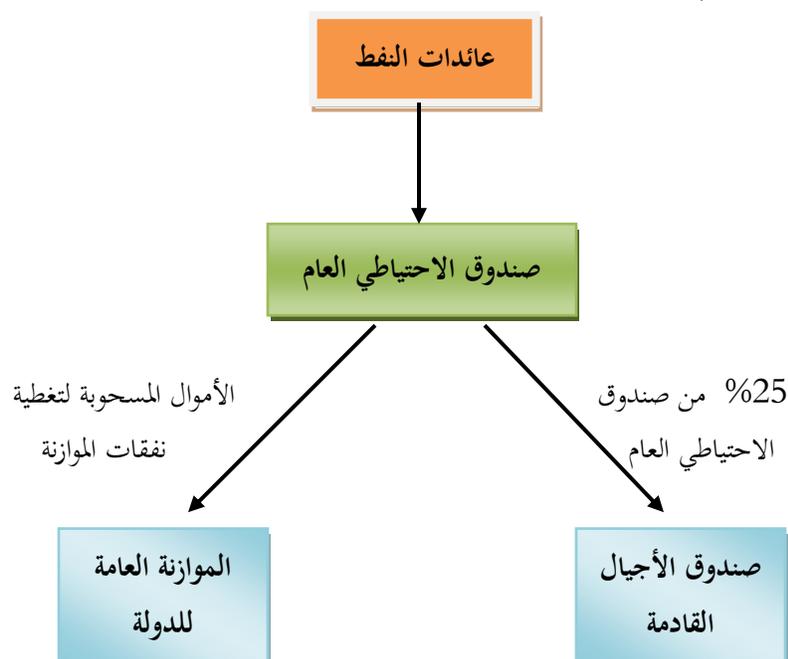
الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتنا من آثار الأزمات النفطية

المطلب الثاني: دور الهيئة العامة للاستثمار في استقرار الموازنة العامة

تعتمد الكويت بشكل أساسي على الإيرادات النفطية في تمويل موازنة الدولة وتوفير احتياجاتها التمويلية هذا ما جعلها تواجه مخاطر جسيمة إثر حدوث الأزمة النفطية، ولكون صندوق الاحتياطي العام الذي تتولى إدارته الهيئة العامة للاستثمار المخزن المالي لكافة إيرادات الدولة فإن موارده متوفرة لتغطية حجم النفقات المدرجة في ميزانية الدولة بالإضافة إلى تغطية العجز الهيكلي في الموازنة العامة عند حدوث الأزمات النفطية، ليمثل بذلك صندوق الاحتياطي العام صندوق استقرار أو مصدرة مالية تعمل على امتصاص الصدمات النفطية واحتواء آثارها على الموازنة العامة.

أولاً- علاقة الهيئة العامة للاستثمار بالموازنة العامة للدولة: ترتبط الهيئة العامة للاستثمار بالموازنة العامة للدولة من خلال صندوق الاحتياطي العام التي تتولى إدارة استثماراته فيتم من خلاله تمويل وتغطية نفقات الميزانية على النحو الذي تقرره الحكومة من وقت لآخر وفقاً للموازنات السنوية التي يعتمدها مجلس الأمة، ويتعين على الدولة أن تحيز كافة السحوبات من "GRF" عند إعداد الميزانية السنوية.

الشكل رقم (03-26) علاقة الهيئة العامة للاستثمار بالموازنة العامة للدولة



Source : Natural Resource Governance Institute, Kuwait Future Generations Fund, Columbia Center on Sustainable Investment, September 2013, P6. Available at: (https://resourcegovernance.org/sites/default/files/NRF_Kuwait_September2013.pdf).

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتنا من آثار الأزمات النفطية

تتولى الهيئة العامة للاستثمار إدارة استثمارات صندوق الاحتياط العام "GRF" وصندوق الأجيال القادمة "FGF" إضافة للأموال التي يعهد بإدارتها إلى الهيئة نيابة عن الدولة، وعليه فإن حجم السحوبات وحجم تدفقات رأس المال من وإلى الهيئة العامة للاستثمار تتم من خلال ما يلي:

- **صندوق الأجيال القادمة "FGF":** يتم بموجب القانون تحويل مالا يقل عن 10% من جميع إيرادات الدولة سنويا وكذلك 10% من صافي الدخل السنوي لاستثمارات صندوق الاحتياطي العام "GRF" إلى صندوق الأجيال القادمة ويتم إعادة استثمار كافة المداخيل الناتجة عن استثمارات صندوق الأجيال القادمة بموجب القانون، كما يتطلب السحب من صندوق الأجيال القادمة إصدار تشريع محدد يحدد إجراءات السحوبات من الصندوق الذي يعد بمثابة منصة لإنقاذ الأجيال، إلا الاستثناء الوحيد لسحب الأموال من صندوق الأجيال القادمة كان خلال الغزو العراقي للكويت في 1990 حيث تم سحب من الصندوق لدفع تكاليف التحرير والتعمير اللاحقة التي قاربت 85 مليار دولار على مدار خمسة سنوات (1990-1994) وقد تم إرجاع كل ما تم سحبه من الصندوق خلال السنوات اللاحقة¹. علما أنه تحكم صندوق "FGF" إستراتيجية استثمار معتمدة من قبل مجلس إدارة الهيئة العامة للاستثمار والتي تحدد الخطوط العريضة للمبادئ التوجيهية التي تتوازي مع أهداف الصندوق المتعلقة بالمخاطر والعوائد، ويتم مراجعة إستراتيجية الاستثمار وتحديثها بصورة منتظمة اعتمادا على المتغيرات والظروف الاقتصادية والمالية الخاصة بالهيئة.

- **صندوق الاحتياطي العام "GRF":** كون الصندوق المستودع الرئيسي لكل إيرادات دولة الكويت من العائدات النفطية فإن أصوله وإيراداته متوفرة لاستخدام الدولة على النحو الذي تحدد عند العرض السنوي لميزانية الدولة على مجلس الأمة وبناء على ذلك يتم الوفاء بجميع بنود ميزانية الدولة من موجودات هذا الصندوق، بحيث يتم إجراء التحويلات من صندوق "GRF" لمواجهة النفقات المدرجة في الميزانية وفقا للقانون، وبهذا يعد صندوق الاحتياط العام بمثابة صندوق استقرار لدولة الكويت يعمل على تحييد الآثار السلبية للنفطية على الموازنة العامة من خلال تغطية النقص على مستوى الإيرادات العامة عند تقلص حجم الإيرادات النفطية السنوية الموجهة للموازنة بسبب تراجع أسعار النفط في أسواق الطاقة وبالتالي يغطي حجم النفقات التي ارتفعت خلال السنوات التي شهدت طفرة في أسعار النفط، وهو الأمر الذي يبرز الدور الفعال الذي تلعبه الهيئة العامة للاستثمار في دعم واستقرار الموازنة العامة في الكويت.

¹ Kuwait Investment Authority, <http://www.kia.gov.kw/ar/Pages/Institutaional-Arrangments.aspx>.

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتها من آثار الأزمات النفطية

ثانياً- دور الهيئة العامة للاستثمار في استقرار الموازنة العامة: باعتبار أن صندوق الاحتياطي العام التابع KIA المستودع الرئيسي لكافة إيرادات الدولة فإنه يلعب دوراً فعالاً في تغطية حجم نفقاتها، كما يعمل على تمويل عجز موازنتها العامة في حال انكماش حجم عائداتها النفطية عند حدوث الأزمات النفطية التي تسببت فيها أسعار النفط المنخفضة ويمكن الوقوف على الدور الذي تقوم به الهيئة في استقرار الموازنة العامة من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (03-14) دور KIA في استقرار الموازنة العامة للدولة (الوحدة: مليون دينار كويتي)

السنوات	2009/2008	2010/2009	2011/2010	2012/2011	2013/2012
الإيرادات النفطية	19710.7	16584.8	19947.3	28569.5	29969.6
الإيرادات غير النفطية	1295.1	1103.1	1554.6	1666.6	2038.9
الإيرادات العامة	21005.8	17687.9	21501.9	30236.1	32008.5
النفقات العامة	18262.2	11250.7	16221.1	17007.4	19307.5
رصيد قبل استقطاع إلى FGF	2743.6	6437.2	5280.8	13228.7	12701
10% المخصص إلى FGF	2100.5	1768.7	2150.1	3023.6	8002.1
الرصيد المحمل على GRF	643.1	4668.5	3130.7	10250.1	4698.8
السنوات	2014/2013	2015/2014	2016/2015	2017/2016	2018/2017
الإيرادات النفطية	29291.9	22501.7	12075.4	11688.8	14282.2
الإيرادات غير النفطية	2519.5	2424.2	1558.5	1410.8	1717.7
الإيرادات العامة	31811.4	24925.9	13633.9	13099.6	15999.7
النفقات العامة	18903.3	21415.4	18245.9	17707.4	19247.5
رصيد قبل استقطاع إلى FGF	12908.1	3510.5	(4612)	(4608.4)	(3247.8)
10% المخصص إلى FGF	7252.8	6231.5	1363.4	1309.9	1599.9
الرصيد المحمل على GRF	4955.3	(2721)	(5975.4)	(5918.3)	(4847.7)

المصدر: من إعداد الطالب اعتماداً على الحساب الختامي لإدارة المالية للدولة، التقارير السنوية لوزارة المالية الكويتية، أعداد مختلفة.

من خلال نظرة فاحصة على بيانات الجدول أعلاه يتضح الدور الفعال الذي تؤديه الهيئة العامة للاستثمار في دعم واستقرار الموازنة العامة للدولة، فبعد اقتطاع 10% من إجمالي إيرادات الدولة السنوية المخصصة لصندوق الأجيال القادمة

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتنا من آثار الأزمات النفطية

وذلك بموجب القانون رقم 106 من عام 1976 (قد تم تخصيص نسبة إضافية قدرها 15% لمخصصات "FGF" خلال السنوات المالية¹ (2013/2012) (2014/2013) (2015/2014) لتصبح بذلك نسبة مخصصات "FGF" 25% خلال هذه السنوات)² علما أن مخصصات صندوق الأجيال القادمة تدرج ضمن النفقات العامة التي يتم تغطيتها بالكامل من صندوق الاحتياطي العام الذي يمثل أيضا المصدر الأساسي لتغطية الفجوة التمويلية (العجز) للموازنة العامة، فخلال الفترة (2010-2014) التي شهدت مستويات مرتفعة في أسعار النفط حققت الموازنة العامة فائض في أرصدها ل يتم تحويل هذه الفوائض إلى صندوق الاحتياطي العام، إلا أن التذبذب السلبي لأسعار النفط بداية من صيف 2014 قاد إلى تحول رصيد الموازنة العامة من فائض إلى عجز بداية من السنة المالية (2015/2014) التي بلغ العجز فيها 2721 مليون دينار وارتفع من جديد إلى 5918 مليون دينار في السنة المالية (2017/2016) ليتراجع إلى 4847 مليون في السنة المالية (2018/2017) نتيجة لتحسن مستويات أسعار النفط، وقد تم سحب الاحتياجات التمويلية لسد العجز الموازي طوال فترات الأزمة النفطية الأخيرة من رصيد صندوق الاحتياطي العام الذي يمثل بذلك صندوق استقرار أو مصدرة مالية تعمل على امتصاص الصدمات النفطية واحتواء آثارها على الموازنة العامة والأوضاع الاقتصادية بشكل عام. مع استمرار مستويات أسعار النفط المنخفضة وتراجع مداخيل الدولة من الإيرادات النفطية مما أدى إلى عجز في الموازنة العامة طول فترة الأزمة النفطية التي بدأت في النصف الثاني من 2014 تواصل السحب من الاحتياطات المالية لصندوق الاحتياطي العام لتغطية الفجوة التمويلية في الموازنة العامة بحيث وصل حجم السحوبات من "GRF" من عام 2014 إلى النصف الأول من عام 2018 إلى أكثر من 30 مليون دينار كما يوضح الجدول التالي:

الجدول رقم (03-15) السحوبات من صندوق الاحتياطي العام خلال سنوات الأزمة النفطية الحالية

الإجمالي (مليون دينار)	من 2018/4/1 إلى 2018/6/30	2018/2017	2017/2016	2016/2015	2015/2014	البيان
30.207	1.685	5.049	7.458	11.474	4.541	السحوبات من GRF

المصدر: تقرير ديوان المحاسبة عن إصدار السندات الحكومية لسداد العجز بالموازنة العامة للدولة، أكتوبر 2018، ص 8.

¹ السنة المالية في الكويت تبدأ في 1 أبريل من كل سنة وتنتهي في 31 مارس من كل سنة لاحقة.

² تم تحديد نسبة إضافية قدرها 15% من إيرادات الدولة السنوية لمخصصات صندوق الأجيال القادمة وذلك وفقا للمرسوم رقم 5/ 2012 والمرسوم رقم 2013/120 والمرسوم رقم 2014/92.

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتنا من آثار الأزمات النفطية

ووفقا لكتاب العضو المنتدب للهيئة العامة للاستثمار إلى وكيل وزارة المالية والمؤرخ في 2017/6/13 فإن الهيئة تتبع إستراتيجية تنص بأن الحد الأدنى من الأصول السائلة وشبه سائلة في صناديق الاحتياط العام يجب ألا تقل عن 4 إلى 6 أشهر من التمويل المطلوب من الهيئة العامة لتسديده لوزارة المالية وذلك لتغطية نفقات الدولة، والجدول الموالي يوضح الأصول السائلة لدى صندوق الاحتياطي العام ونسب عوائدها:

الجدول رقم (03-16) عوائد الأصول السائلة والشبه السائلة بصندوق الاحتياطي العام

2018/06/30			2018/3/31			البيان
نسبة العائد	العوائد	الأصول	نسبة العائد	العوائد	الأصول	
0.6%	34	5.924	1.6%	128	7.796	حسابات جارية وودائع
0.3%	10	3.160	1.8%	75	3.178	محافظ "Stabilization"
0.3%	7	2.543	1%	26	2.512	محافظ "Multi Assets"
0.4%	51	11.627	1.6%	211	13.486	الإجمالي

المصدر: المرجع السابق، ص 8.

المطلب الثالث: الإستراتيجية الاستثمارية للهيئة العامة للاستثمار ودورها في التنوع الاقتصادي

تتولى KIA إدارة استثمارات صندوق الاحتياط لتحقيق عائدات مالية طويلة المدى بغرض توفير بديل للإيرادات النفطية مستخدمة في سبيل ذلك إستراتيجية استثمارية تسعى من خلالها إلى تحقيق التوازن بين الأصول الآمنة والعوائد المرتفعة وفي ضوء هذا الهدف العام وزعت الهيئة أصولها في مجموعة متنوعة من أدوات الاستثمار، من استثمارات آمنة نسبيا تتشكل من أدوات الدين والأوراق المالية ذات العائد المنخفض والمخاطر المنعدمة، إلى الاستثمارات ذات المخاطر المرتفعة مع إمكانية تحقيق عوائد أعلى مثل الأسهم الخاصة والعقارات وصناديق التحوط.

أولاً- توزيعات هيئة الاستثمار الكويتية حسب فئة الأصول وحسب التوزيع الجغرافي: قامت الهيئة العامة للاستثمار بإعداد وثيقة لمراجعة إستراتيجيتها الاستثمارية في عام 2004 التي أوصت بتنوع استثمارات الهيئة نحو فئات الأصول الأخرى مثل الأسهم الخاصة والعقارات والأسواق الناشئة بدل التركيز فقط على الأسهم والسندات، وبناء على تلك التوصيات تم تقسيم استثمارات KIA حسب فئات الأصول وفق لما يلي:

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتنا من آثار الأزمات النفطية

الجدول رقم (03-17) توزيعات الهيئة العامة للاستثمار حسب فئة الأصول

النسبة %	فئة الأصول
55-65%	الأسهم
8-12%	السندات
8-12%	عقارات
3-7%	استثمارات بديلة
3-7%	سيولة

Source :Victoria Barbary, Bernardo Bortolotti, Braving the New World: Sovereign Wealth Fund Investment In The Uncertain Times of 2010, The Monitor Group -FEEM- Annual Report 2010, P69.

من الناحية التاريخية اتبعت هيئة الاستثمار الكويتية إستراتيجية استثمار محافظة تهدف إلى الحفاظ على رأس المال وبناء على ذلك تم استثمار الجزء الأكبر من أصولها في سندات الخزينة الأمريكية، إلا أنه مع وجود إدارة جديدة منذ منتصف العقد الأول من القرن الحالي ابتعدت الهيئة عن السندات الآمنة ذات العائد المنخفض وبدأت في الاستثمار في الأصول البديلة مثل الأسهم الخاص والعقارات وصناديق التحوط، وبما أن للهيئة أفق استثماري طويل المدى يتسم بالقدرة على تحمل المخاطر واستيعاب تقلبات الأسواق على المدى القصير فإن الاستثمار في الأسهم يعتبر أهم فئة من فئات الأصول التي تستثمر فيها بحيث تشكل نسبتها ما بين (55%-65%) من إجمالي استثماراتها ويتم إتباع أسلوب الترجيح في تحديد الوزن النسبي للأسهم داخل محفظة أصول KIA ففي حالات الرواج الاقتصادي ترتفع نسبة الأسهم داخل المحفظة في المقابل تنخفض نسبتها في حالة الكساد، وباعتبار KIA كيان قام على العمل التجاري فإنها لا تستثمر إلا في المشاريع التي تحددت بوضوح أهدافها الربحية، كما لا تستثمر الهيئة في أسهم الشركات التي يشكل القمار والأنشطة ذات الصلة بالكحول مجال عملها، ولا تسعى الهيئة العامة للاستثمار للاستحواذ على نسبة أغلبية أو حصص مسيطرة في الشركات التي تستثمر فيها وعليه لا يسمح بتجاوز نسبة 5% من قيمة المحفظة في استثمار واحد وتستعمل الهيئة مؤشر S&P 500 كمؤشر استدلالي لتقييم محفظة الأسهم، ويأتي الاستثمار في السندات في المرتبة الثانية بنسبة بلغت ما بين (8-12%) من إجمالي استثمارات الهيئة العامة للاستثمار بحيث يجب أن تكون السندات ذات درجة تصنيف عالية AA وأن لا يتجاوز أجل استحقاقها 5 سنوات كما لا يسمح بتجاوز نسبة 10% من قيمة المحفظة ككل في استثمار واحد، كما أن دخول KIA في الاستثمار في استثمارات بديلة يهدف إلى تحقيق أعظم ربح ممكن علماً أن الهيئة تشترط توفر معايير

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتنا من آثار الأزمات النفطية

معينة في هذه الأصول حتى يتم الاستثمار فيها، حيث تشترط تحقيق عائدات سنوية تزيد عن 500 نقطة أساسية على مدى عشر سنوات متتابعة حسب مؤشر Standards and Poors للاستثمار في أسهم الخاصة، كما يتطلب تحقيق فائض في العائدات يصل إلى 100 نقطة أساسية مقابل مؤشر صناديق HFR المركب للاستثمار في الصناديق العقارية¹.

بالإضافة إلى التغييرات المذكورة في إستراتيجية الاستثمار الخاصة بتنوع أصول الهيئة على فئات استثمارية متعددة فقد سعت الهيئة لتنوع استثماراتها عبر مختلف المناطق الجغرافية التي يمكن إعطاء صورة أوضح عنها في الجدول التالي:

الجدول رقم (03-18) توزيعات الهيئة العامة للاستثمار حسب العملات والمناطق الجغرافية

النسبة %	العملة	النسبة %	المنطقة
40%	الدولار	33%	أوروبا
40%	اليورو	33%	أمريكا الشمالية
		11%	أمريكا الجنوبية
20%	عملات أخرى	11%	آسيا
		11%	أسواق الدول الناشئة

Source: Brad Setser and Rachel Ziemba, Understanding The New Financial Superpower: The Management of Gulf Cooperation Council Official Foreign Assets, New York, A Roubini Global Economics, December 2007, P14. And Markus Massi, Mohamed El Abbouri, An Overview Mobilizing the potential of GCC Sovereign Wealth Funds for Mediterranean Partner Countries, The Boston Consulting Group, European Investment Bank, 30 August 2012, P12.

نظرا لوجود علاقات تاريخية وإستراتيجية قوية مع أوروبا والولايات المتحدة الأمريكية فإن حيازات الهيئة العامة للاستثمار في هذين السوقين كبيرة، وباعتبارهما الوجهة الرئيسية لاستثمارات KIA فقد استحوذت دول المنطقتين بالتساوي على 33% من استثمارات الهيئة، في حين توزعت النسب المتبقية بالتساوي 11% على ثلاث مناطق هي أمريكا الشمالية وآسيا وأسواق الدول الناشئة.

ثانيا- توزيعات الهيئة العامة للاستثمار حسب القطاعات: بهدف تنوع مصادر دخلها وتوزيع المخاطر التي تتعرض لها على تشكيلة متنوعة من الأدوات الاستثمارية قامت الهيئة العامة للاستثمار بتوزيع استثماراتها على قطاعات وأنشطة

¹ بوفليح نبيل، دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية الواقع والأفاق مع الإشارة إلى حالة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص152.

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتها من آثار الأزمات النفطية

اقتصادية متباينة بالشكل الذي يضمن لها تحقيق عائد طويل المدى على احتياطياتها المالية المكلفة باستثمارها، ويمكن التفصيل أكثر في توزيعات الهيئة حسب القطاعات الاقتصادية في الجدول التالي:

الجدول رقم (03-19) توزيعات بعض استثمارات جهاز KIA حسب القطاعات الفترة 2007-2017

القيمة	أهم الشركات	القطاع	القيمة	أهم الشركات	القطاع
115	Standard Chartered Plc	البنوك	720	Industrial & commercial Bank of China	البنوك
194	HSBC Holdings Plc	البنوك	1000	Barclays Global Investors	المالية
123	Barclays Plc	البنوك	139	Royal Bank of scotland	البنوك
106	Prudential PLC	التأمين	3400	Merrill Lynch	المالية
46	Lloyds TSB Group Plc	التأمين	48	Aviva Plc	التأمين
26	Invesco Plc	المالية	116	Man Group Plc	المالية
182	Royal Deutsch Shell	نفط وغاز	40	Cairn Energie Plc	نفط وغاز
51	Centrica Plc	غاز	367	BG group Plc	نفط وغاز
57	Scottish & Southern Energy	كهرباء	87	National Grid	كهرباء
550	Global Gas Generation	غاز	2700	E.ON	طاقة
1130	Fisker	الصناعة	7371	Daimler AG	الصناعة
111	HBOS Plc	صناعة	520	GEA Group AG	صناعة
33	Smiths Group Plc	صناعة	39	Rolls Royce Group Plc	صناعة
240	Rio Tinto Plc	حديد	120	Anglo American Plc	ذهب
160	Lonmin Plc	حديد	99	BHP Billton Plc	حديد
30	Standard Life Plc	حديد	121	Xstrata Plc	حديد
75	BT group Plc	اتصالات	387	Group Vodafone	اتصالات
100	Nanthealth LLC	الصحة	29	WPP group Plc	الخدمات
1000	IHH Healthcare	الصحة	176	GlaxoSmithKline Plc	الصحة
1400	TransGrid	عقار	625	Wessal Capital	السياحة

Source: Christophe Balding, A Portfolio Analysis Of Sovereign Wealth Funds, op-cit, P59. And Javeir Santiso, ESADEgeo-Center for Global Economy and Geopolitics,op-cit.

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتها من آثار الأزمات النفطية

قبل حدوث الأزمة المالية 2008 سيطر قطاع المالية على النصيب الأكبر من صفقات واستثمارات الهيئة ومرد ذلك هو مستوى العائد المرتفع في هذا القطاع والتزام مؤسساته من بنوك ومؤسسات مالية بمعايير صرامة عالية توفر الحماية والضمان لأموال الهيئة وتقليل مستوى المخاطر المصاحب لعمليات استثمارها، إلا أن انفجار الأزمة وما ترتب عنها من خسائر جسيمة منيت بها الهيئة العامة للاستثمار الكويتية فرض عليها تقليص استثماراتها في هذا القطاع وكأحسن مثال على تلك الخطوة هو قيامها بتحويل أسهمها الممتازة إلى أسهم عادية في بنك "Citigroup" في نهاية عام 2009 والتنازل عنها مقابل 4.1 مليار دولار أمريكي لتحقيق ربحا قدره 1.1 مليار دولار وهو ما يساوي 37% من استثمارها الأصلي¹. إلى جانب ذلك طرحت الأزمة معطيات جديدة دفعت بالهيئة إلى إعادة النظر في سياساتها وإستراتيجياتها الاستثمارية والتوجه نحو قطاعات اقتصادية أخرى كقطاع الصناعة الذي يشكل أكثر من 50% من استثمارات KIA ويليه قطاع المالية الذي تراجع بفعل الأزمة إلى نسبة 22% وقطاع الصحة والخدمات بنسبة 8.9%، أما قطاع النفط فوصلت نسبته إلى 4.8% من استثمارات الهيئة وتوزعت النسب المتبقية على قطاعات متنوعة كقطاع الاتصالات والسياحة.

ثالثاً- عوائد الهيئة العامة للاستثمار: قامت الهيئة العامة للاستثمار بالعديد من الصفقات والمشاريع الاستثمارية بهدف تشكيل محفظة أصول متنوعة قطاعياً وجغرافياً تحقق لها عائدات مالية طويلة الأجل توفر إيراد بديل للإيرادات النفطية والجدول الموالي يوضح معدل العائدات التي حققتها الهيئة حسب القطاعات خلال الفترة (2000-2008):

الجدول رقم (03-20) عوائد KIA حسب القطاعات خلال الفترة (2000-2008)

النسبة %	عدد الصفقات	القطاع
82	8.938	القطاع المالي
09	0.981	القطاع الصناعي
09	0.981	قطاع العقارات
100	10.9	المجموع

Source: Victoria Barbary, Edward Chin, Testing Time, SWF in the North African and the global Financial Crisis, Monitor Group, May 2009, P112.

¹ علي حسن باكير، الصناديق السيادية الخليجية ودورة الصعود والهبوط وآفاق المستقبل، آراء حول الخليج، تصدر عن الخليج للأبحاث، العدد 65، دبي، متاح على الرابط التالي: (http://araa.sa/index.php?option=com_content&view=article&id=858:2014-06-28) (07-4226&catid=9:article&Itemid=172)

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتنا من آثار الأزمات النفطية

كما سبق ذكره فإن قطاع المالية يعتبر الوجهة الرئيسية لاستثمارات الهيئة العامة للاستثمار مما جعله يمثل أهم مصدر لعائداتها المحققة في الفترة ما قبل الأزمة المالية، بحيث وصلت نسبة عائد هذا القطاع إلى إجمالي العوائد إلى 82% ومبلغ 8.938 مليار دولار ليليه في ذلك القطاع الصناعي والقطاع العقاري بنسب متعادلة بلغت 9%.

في حين أن صندوق الأجيال القادمة يتكون من استثمارات تتم خارج الكويت على أساس إستراتيجية معتمدة في توزيع فئات الأصول التي تستند فيها الهيئة على معدلات نمو البلد فضلا عن عوامل أخرى كقوانين الاستثمار، فإن صندوق الاحتياطي العام يتألف من استثمارات داخل الكويت وفي دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا فضلا عن أصول بالعملة الأجنبية الرئيسية تديرها الهيئة العامة للاستثمار نيابة عن دولة الكويت، ويضم أيضا أصول حكومية أخرى بما في ذلك مشاركة الكويت في مؤسسات عامة مثل الصندوق الكويتي للتنمية الاقتصادية العربية وشركة البترول الكويتية إضافة إلى مشاركتها في المنظمات متعددة الأطراف والهيئات الدولية بما فيها البنك الدولي وصندوق النقد الدولي والصندوق العربي للإئتماء الاقتصادي والاجتماعي وغيرها، وقد بلغ حجم أصول صندوق الاحتياطي العام 46.849 مليون دينار كويتي في نهاية 2014 إلا أن انهيار أسعار النفط خلال نهاية تلك السنة والتي أدت إلى تغطية الاحتياطي العام لعجوزات الموازنة العامة للدولة بالإضافة إلى تحويل ما يخص احتياطي الأجيال القادمة من الإيرادات العامة للدولة وصافي إيرادات الاحتياطي العام بالإضافة إلى سداد الاحتياطي لبعض الالتزامات الأخرى تراجع صافي أصوله إلى 26.521 مليون دينار في نهاية مارس 2018 بنسبة انخفاض قاربت 43.4% بالمقارنة مع عام 2014 بانخفاض قدره 20.328 مليون. بالرغم من تقلص رصيد الاحتياطات المالية لصندوق الاحتياطي العام في السنوات الأخيرة إلا أنه استطاع تحقيق عائدات عن استثماراته يمكن توضيحها في الجدول التالي:

الجدول رقم (03-21) تطورات حجم أصول وعوائد صندوق الاحتياطي العام (الوحدة مليون دينار كويتي)

البيان	2018/2017	2017/2016	2016/2015	2015/2014	2014/2013	2018/6/30
أصول GRF	26.521	30.323	32.462	43.954	46.849	24.261
العائد	647	534	(17)	1712	433	(70)
نسبة العائد %	2.4%	1.8%	(0.05)%	3.7%	0.7%	(0.03)%

المصدر: تقرير ديوان المحاسبة عن إصدار السندات الحكومية لسداد العجز بالوازنة العامة للدولة، أكتوبر 2018، ص 7.

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتها من آثار الأزمات النفطية

شهدت عائدات صندوق الاحتياطي العام تطورات خلال هذه الفترة ما بين الارتفاع والانخفاض، فبعد تحقيق الصندوق عجز قدره 17.63 مليون دينار كويتي في نهاية 2015 حقق فائض قدره 647 و534 مليون دينار خلال 2016 و2017 تباعا كما حقق صندوق احتياطي الأجيال القادمة فائض قدره 11.63 مليار دينار كويتي في نهاية 2017 مقابل عجز قدره 209.5 مليون دينار في نهاية 2016.

المبحث الرابع: فعالية جهاز قطر للاستثمار في الحد من آثار الأزمات النفطية

مع استمرار موجة أسعار النفط المرتفعة خلال العقد الأول من القرن الحالي حققت قطر عائدات متزايدة من تصدير النفط والغاز والصناعة ذات الصلة خاصة بتطوير حقل الشمال الذي يمثل أكبر حقل للغاز الطبيعي غير مسال في العالم لتدرك حكومة قطر أن حجم هذه الإيرادات قد يشكل فرصة جيدة لبناء اقتصاد قوي ومتنوع يعمل على رفاهية الأجيال الحالية والمستقبلية لقطر، وتبنت في سبيل تحقيق ذلك مجموعة من الخطوات من أبرزها خطوة استثمار عائدات النفط والغاز التي أضطلع بتنفيذها جهاز قطر للاستثمار بهدف تعزيز الاقتصاد القطري وتسهيل عملية التنوع الاقتصادي بعيدا عن الأزمات والمخاطر التي تحدثها عائدات قطاع النفط والغاز المتقلبة.

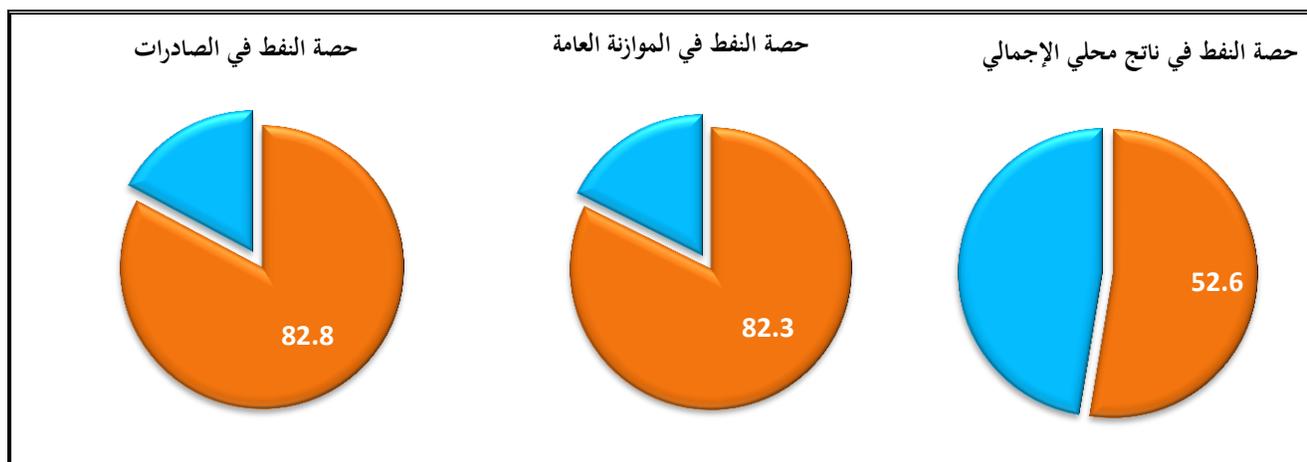
المطلب الأول: نشأة ومهام جهاز قطر للاستثمار QIA

تعود جذور جهاز قطر للاستثمار QIA إلى تأسيس المجلس الأعلى لاستثمار فوائض واحتياطيات الدولة الناتجة عن تصدير النفط والغاز لضمان رفاهية الأجيال القادمة لدولة قطر من خلال تنمية احتياطياتها المالية وتعزيز تنافسية اقتصادها وتنوع الأصول المالية لديها وتوزيعها في مجموعة واسعة من الاستثمارات الإستراتيجية لحماية اقتصادها من الآثار السلبية التي تحدثها الأزمات المتولدة عن قطاع المحروقات.

أولاً- مكانة النفط والغاز داخل الاقتصاد القطري: يحتل النفط والغاز على مكانة هامة ومحورية في الاقتصاد القطري فبعد عمليات الاكتشاف المكثفة وبداية مرحلة التصدير خلال سبعينيات القرن الماضي تم تحقيق عوائد مالية نتيجة المستويات أسعار النفط المرتفعة التي سائرت تلك المرحلة، لتساهم عائدات هذا القطاع في إرساء أسس وقواعد الاقتصاد القطري وتحسين مؤشراتته، ولعل ما يؤكد المكانة المرموقة التي يحتلها قطاع النفط والغاز في قطر هو ارتباط مؤشراتها الاقتصادية بمستويات أسعار النفط والغاز والقيمة المتولدة عنها، بحيث يشكل النفط والغاز المصدر الأساسي لمداخيل الدولة والمكون الرئيسي لإيراداتها العامة.

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصادهما من آثار الأزمات النفطية

الشكل رقم (03-27) قطاع النفط والغاز ومؤشرات الاقتصاد الكلي القطري



المصدر: من إعداد الطلب اعتمادا على التقارير السنوية لإدارة الاستقرار المالي والإحصاء، مصرف قطر المركزي، أعداد مختلفة.

توضح النسب الواردة في الشكل أعلاه أهمية إيرادات النفط والغاز داخل الاقتصاد القطري وتأثيرها على مؤشرات الكلية بحيث تتعدى مساهمة إيرادات النفط والغاز في تشكيل الناتج المحلي الإجمالي لدولة قطر 50%، كما أن النفط والغاز يمثلان مصدر مهم للدخل لدولة قطر ويستحوذان على مكانة متميزة داخل هيكل صادراتها، بحيث مثلت قيمة صادرات النفط والغاز ما نسبته 81.8% من إجمالي الصادرات بقيمة وصلت إلى (391 مليار ريال قطري) خلال عام 2014 وإن تراجعت قيمة صادرات النفط والغاز إلى (170 مليار ريال) نتيجة بيئة أسعار النفط المنخفضة خلال عام 2016 إلا أنها حافظت على الحصة الأكبر من حيث المساهمة في إجمالي الصادرات، إضافة لذلك تشكل إيرادات النفط والغاز مصدر مهم لإيرادات الدولة والمساهم الرئيسي في تغطية نفقاتها العامة، بحيث بلغت حصة مساهمتها في الإيرادات العامة 92.4% في عام 2013 بقيمة وصلت إلى (321.9 مليار ريال) وبتهاوي مستويات أسعار النفط تراجعت قيمتها إلى حدود (140 مليار ريال قطري) لتصل نسبة مساهمتها بذلك في الإيرادات العامة للدولة إلى 82.4%.

ثانيا- نبذة حول جهاز قطر للاستثمار وتطوره التاريخي: تأسس جهاز قطر للاستثمار QIA بموجب القانون الأميري رقم 22 في عام 2005 بهدف وإدارة واستثمار احتياطات الدولة المتراكمة من العائدات النفطية والممتلكات الأخرى التي يكلف بها المجلس الأعلى للشؤون الاقتصادية والاستثمار (SCEAI) في دولة قطر وذلك وفقا للسياسات والخطط المعتمدة من قبل المجلس الأعلى، وقد مر جهاز قطر للاستثمار بمحطات ومراحل مهمة يمكن أن نوجزها في الجدول التالي:

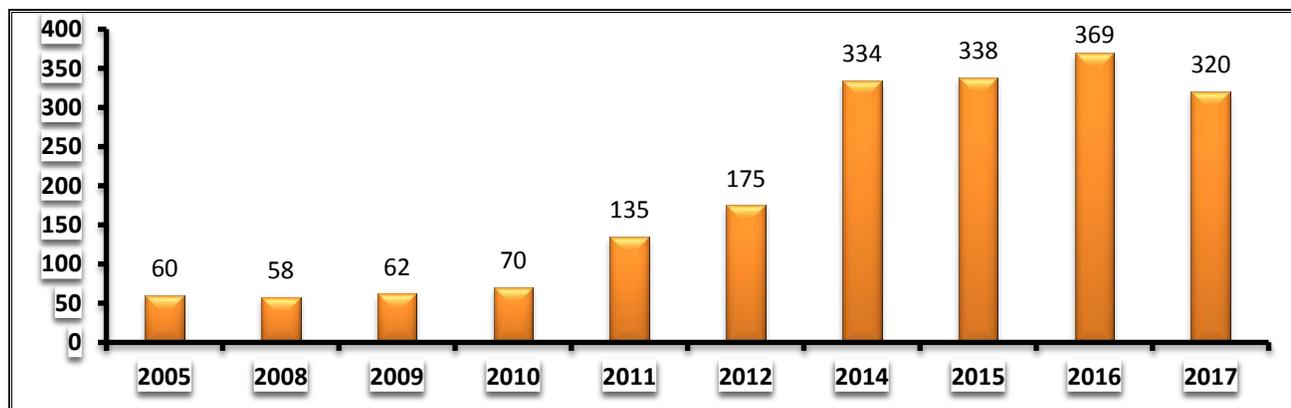
الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتها من آثار الأزمات النفطية

الجدول رقم (03-22) التطور التاريخي لجهاز قطر للاستثمار QIA

الحدث	الفترة
تعود أصول جهاز قطر للاستثمار QIA إلى تأسيس المجلس الأعلى للاستثمار احتياطات الدولة بغرض استثمار فائض إيرادات النفط في قطر.	2002
تأسيس جهاز قطر للاستثمار بشكل رسمي لتطوير واستثمار وإدارة صندوق احتياطي الدولة وغيرها من الأصول التي يعينها المجلس الأعلى للشؤون الاقتصادية والاستثمار (SCEAI) وفقا للسياسات والخطط والبرامج التي وافق عليها المجلس الأعلى.	2005
بداية عمليات الاستثمار وإنشاء المنظمة مع فرق الاستثمار والمخاطر وفرق التشغيل.	2006
خفض الاستثمار تدريجيا في صناديق طرف ثالث وتفعيل الاستثمارات المباشرة.	2008
إنشاء فرق استثمارية جديدة بما في ذلك المحفظة العامة، المؤسسات المالية والعقارات.	2009
تأسيس برنامج تدريب للخريجين القطريين.	2010
تأسيس وحدة إدارة أسواق المال.	2011
زيادة الاستثمار في السلع والتجزئة والبنية التحتية.	2012
تعديل الهيكل التنظيمي لجهاز قطر للاستثمار.	2013
استضافة جهاز قطر للاستثمار المؤتمر السنوي السادس للمنتدى الدولي لصناديق الثروة السيادية (IFSWF) وتعيين رئيس تنفيذي جديد لجهاز QIA .	2014

Source : Qatar Investment Authority, <https://www.qia.qa/About/OurHistory.aspx>.

الشكل رقم (03-28) تطورات حجم أصول جهاز قطر للاستثمار



Source: Sovereign Wealth center, 2017. Available at: <https://www.sovereignwealthcenter.com/fund/24/Qatar-Investment-Authority.html#/.W60Tn3szbIU>

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتها من آثار الأزمات النفطية

يوضح الشكل أعلاه الارتفاع المتواصل لحجم أصول جهاز قطر للاستثمار منذ تأسيسه في عام 2005 الذي تزامن مع موجة أسعار النفط المرتفعة التي حققت على إثرها قطر عوائد مالية معتبرة تم إيداع جزء منها في جهاز QIA تنفيذًا لإستراتيجيتها الهادفة لاستثمار فوائض واحتياطيات الدولة، إلا أن بداية نشاطات استثمار الصندوق تزامنت مع حدوث الأزمة المالية في عام 2008 التي أقلت بضالها على معظم مفاصل الاقتصاد العالمي عامة وأسواق النفط خاصة، ليتقلص نتيجة لذلك حجم الإيرادات الموردة للصندوق من جهة وتراجع عائداته نتيجة اضطراب الأسواق التي يستثمر فيها من جهة ثانية، ومع تعافي الاقتصاد العالمي من تداعيات الأزمة وعدوة الاستقرار للأسواق حقق جهاز QIA ارتفاعات ملحوظة في حجم أصوله التي بلغت 70 مليار دولار في عام 2010 وارتفعت إلى 175 مليار دولار في عام 2012 بيد أن الانخفاضات التي سجلتها أسعار النفط منذ منتصف 2014 وبداية 2015 قلصت من جديد حجم الإيرادات النفطية المغذية لأصول الصندوق ليستقر حجم أصوله في حدود 338 مليار دولار في تلك الفترة، ليتراجع أكثر حجم أصول QIA إلى 320 مليار دولار خلال عام 2017 نتيجة للقيود المفروضة على قطر والتي نشأت في البداية بسبب الضغوطات المالية التي شكلتها تبعات أسعار النفط المنخفضة مما دفعت بالصندوق إلى تحويل 30 مليار دولار من الحيازات المالية التي لديه إلى وزارة المالية، بالإضافة إلى متطلبات السيولة في النظام المصرفي القطري الناجمة عن سحب بنوك التحالف (السعودية، الإمارات، البحرين، مصر) لودائعها من قطر بسبب الحصار المفروض عليها واتهامها بتمويل الإرهاب من قبل دول التحالف بقيادة السعودية، مما دفع بقطر للسحب من الصندوق مرة أخرى وإيداع ما قيمته 10.9 مليار دولار في بنوكها لاستمرارها في نشاطاتها¹.

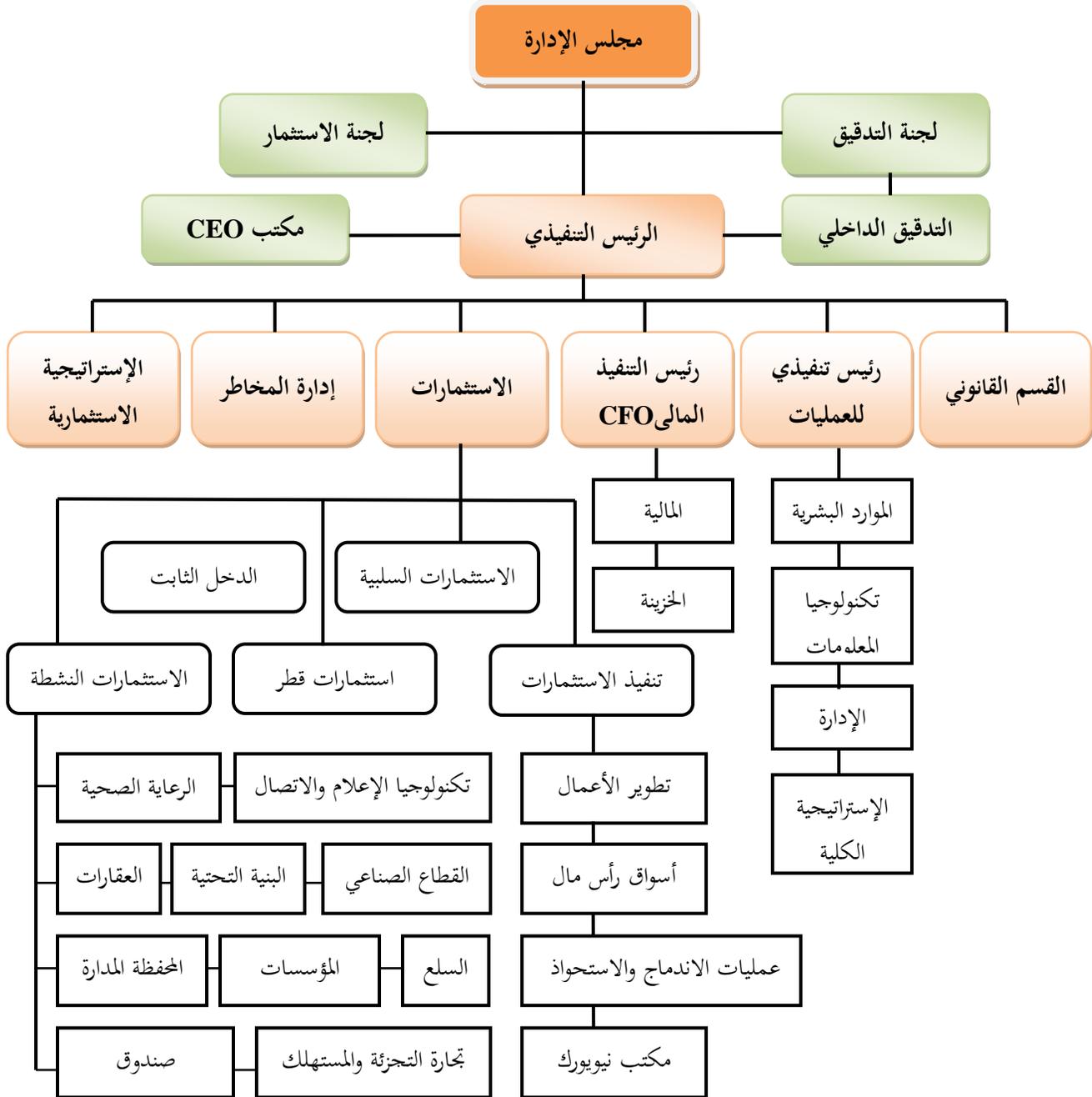
ثالثاً- حوكمة وإدارة جهاز قطر للاستثمار QIA: يحدد إطار حوكمة جهاز قطر للاستثمار تقسيم المهام والأدوار بين المجلس الأعلى للشؤون الاقتصادية والاستثمار (SCEAI) كممثل للمالك (حكومة دولة قطر) ومجلس إدارة جهاز قطر للاستثمار والمدير التنفيذي للصندوق، ويضمن هذا الإطار استقلالية قرارات الاستثمار الخاصة بالصندوق من أية نفوذ سياسية للحكومة القطرية، ويوافق (SCEAI) الذي يترأسه أمير البلاد على سياسة وإستراتيجية استثمار QIA وتخصيص الأصول كما يوافق على ميزانية الصندوق بالإضافة إلى بعض أنظمتها الإدارية. ولتحقيق الهدف المنوط بالصندوق والسير

¹ Tom Finn and Joshua Franklin, Qatar sovereign fund said to plan new foreign investments despite sanctions, Reuters, 16 August 2017. Available at: (<https://www.reuters.com/article/gulf-qatar-qia/update-1-qatar-sovereign-fund-said-to-plan-new-foreign-investments-despite-sanctions-idUSL8N1L22UU>).

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتها من آثار الأزمات النفطية

الحسن لعملياته الاستثمارية تم تقسيم المهام والمسؤوليات بين مختلف المصالح القائمة على إدارة QIA بشكل أكثر تنظيم والتي يوضحها أكثر الشكل الموالي:

الشكل رقم (03-29) حوكمة وإدارة جهاز قطر للاستثمار "QIA"



Source : Qatar Investment Authority, <https://www.qia.qa/About/OrganisationalStructure.aspx>.

– مجلس الإدارة: وهو الجهة المسؤولة عن إدارة الجهاز ويتألف من رئيس ونائب رئيس وعدد من الأعضاء معينين بقرار أميري والذي يحدد أتعابهم أيضا، وبعض الأعضاء المؤهلين في مجال الاستثمار ومستقلين ويمكن أن يشمل عضو أو أكثر

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتنا من آثار الأزمات النفطية

من الخبراء الدوليين، وحاليا يتشكل المجلس من رئيس ونائبه وخمسة أعضاء كلهم محليين، ومجلس الإدارة مسؤول أمام المجلس الأعلى للشؤون الاقتصادية والاستثمار (SCEAI) وله كافة الصلاحيات والاختصاصات اللازمة لتحقيق أهداف "QIA" وتمثل هذه الصلاحيات والاختصاصات في ما يلي¹:

- وضع السياسات العامة "QIA" في إطار السياسات العامة التي يوافق عليها SCEAI؛
- الموافقة على المشروعات والبرامج الاستثمارية التابعة لجهاز QIA ومتابعتها وتنفيذها؛
- تقييم أداء الاستثمارات وفقا لاستراتيجيات المحددة والخطط طويلة الأجل؛
- اعتماد الهيكل التنظيمي لجهاز QIA؛
- إصدار لوائح الموارد البشرية لموظفي QIA وأنظمة المناقصات واللوائح الداخلية الأخرى؛
- الموافقة على السياسات التي له أهمية بالنسبة لجهاز "QIA" بما في ذلك سياسات الحوكمة، السياسة الاستثمارية وإدارة المخاطر وسياسة تحديد العلاقة بين جهاز قطر والشركات التابعة له وسياسة تحديد العلاقة بين الجهاز وأطراف ثالثة؛
- إقرار الميزانية السنوية والحساب الختامي لجهاز "QIA" ورفعها إلى "SCEAI" للموافقة عليها؛
- النظر في التقارير الدورية وتقارير المتابعة المتعلقة بأعمال الهيئة التي يقدمها المدير التنفيذي؛
- تقديم التقارير اللازمة حول أنشطة QIA إلى "SCEAI".

– **لجنة الاستثمار:** وتعمل على مساعدة مجلس إدارة جهاز QIA في تحقيق أهدافه وبالخصوص في النقاط التالية:

- مراجعة قرارات الاستثمار الرئيسية لمجلس الإدارة وتمريها للمدير التنفيذي؛
- مراجعة خطط واستراتيجيات الاستثمار؛
- مراجعة أداء الاستثمار وتقييم المخاطر؛
- الإشراف على الالتزام بسياسات الاستثمار والحدود واللوائح؛
- الإشراف على تنفيذ الأهداف والإستراتيجيات الاستثمارية المعتمد.

– **لجنة التدقيق:** يساعد هذا القسم في مسؤوليته الرقابية للصندوق القطري، ويتمثل دوره الرئيسي في نقطتين رئيسيتين:

تقديم وجهات نظر مستقلة عن العناصر الأساسية لأنظمة الرقابة المتواجدة على مستوى "QIA"، إضافة للتأكد من أن جميع السياسات والإجراءات المعمول بها قد تم إتباعها وتنفيذها على النحو الصحيح.

¹ Qatar Investment Authority, <https://www.qia.qa/About/OurGovernance.aspx>.

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتنا من آثار الأزمات النفطية

– الرئيس التنفيذي (CFO): وهو عضو في مجلس الإدارة والمسؤول الأول عن تنفيذ استراتيجيات الاستثمار وعن الإدارة اليومية لجهاز QIA، وهو المسؤول عن إدارة الشؤون الفنية والمالية والاستثمارية أمام مجلس الإدارة في حدود السياسات والخطط والبرامج والإجراءات المعمول بها في ظل المعايير الدولية المقبولة، ويقوم على وجه الخصوص بما يلي:

▪ شراء وبيع الأسهم والسندات والأوراق المالية الأخرى الصادرة في أو خارج قطر وفقاً لسياسة الاستثمار التي يعتمدها المجلس؛

▪ الاستثمار في العقارات من خلال شراءها وبيعها بالكامل أو عن طريق المشاركة مع أطراف أخرى؛

▪ جعل الودائع النقدية بجميع أنواعها في البنوك والمؤسسات داخل قطر؛

▪ إنشاء محافظ استثمارية في مختلف الأسواق وإدارتها أو تفويض مسؤولية إدارتها لمديري الاستثمار الخارجيين؛

▪ شراء وبيع العملات الأجنبية والذهب والمعادن النفيسة؛

▪ الموافقة على تأسيس شركات أو إقامة مشاريع استثمارية من قبل QIA وحده أو بمباركة طرف آخرن أو المساهمة في شركات أو مشاريع استثمارية دخل قطر أو خارجها؛

▪ إعداد دراسات وتوصيات متعلقة بنشاط QIA؛

▪ إعداد تقرير سنوي عن نشاط QIA ومركزه المالي خلال السنة المالية أو بناء على طلب المجلس؛

▪ اقتراح مشاريع أو سياسات خاصة بجهاز QIA؛

▪ إعداد مشروع الموازنة السنوية والحساب الختامي لجهاز QIA؛

▪ الموافقة على الإجراءات والقرارات التي تنفذ اللوائح والسياسات الخاصة بالمجلس؛

▪ متابعة التطورات الاستثمارية في العالم وإصدار توجيهات للإدارات المعنية للاستجابة لمثل هذه التطورات؛

▪ الإشراف العام على الإدارات التابعة له ومراجعة الخطط الاستثمارية السنوية والتأكد من أنها تتوافق مع إستراتيجية استثمار QIA؛

▪ تكليف مؤسسات الخبرة لإعداد دراسات وتقديم النصائح التي ترفع من أداء جهاز QIA؛

▪ إبداء رأيه في مشاريع القوانين المتعلقة باستثمار حكومة قطر.

– **القسم القانوني:** مكلف بحماية أصول جهاز QIA من المخاطر القانونية وضمان أن تتم معاملاته بالشكل الصحيح

وفقاً لقوانين الدول التي ينشط بها، وهذا من خلال توظيفه لموظفين دوليين من المحامين ومستشاري الضرائب ومسؤولين للامتثال لجميع اللوائح والقوانين.

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتها من آثار الأزمات النفطية

- إدارة المخاطر: تتضمن محفظة الاستثمار الخاصة بجهاز QIA مستويات مخاطرة يتم تحديدها من قبل المجلس الأعلى للشؤون الاقتصادية والاستثمار ومجلس الإدارة، وينقسم قسم إدارة المخاطر إلى ثلاثة فرق وتعكس هذه الأنشطة الأنواع الرئيسية من المخاطر التي يتعرض لها جهاز QIA والمتمثلة في مخاطر السوق ومخاطر السيولة والائتمان والمخاطر التشغيلية ويوفر إطار إدارة المخاطر لدى جهاز QIA القدرة على تحديد وإدارة هذه المخاطر؛

- **قسم الإستراتيجية:** يدعم قسم الإستراتيجية الرئيس التنفيذي والإدارة العليا في قيادة التوجه الاستراتيجي وتعزيز التنظيم ونموذج التشغيل بجهاز قطر للاستثمار، وتشمل المسؤوليات الرئيسية لقسم الإستراتيجية ما يلي:

▪ اقتراح ووضع الإستراتيجية والمراجعة والحفاظ على نموذج عمل QIA؛

▪ قيادة وتنفيذ عمليات التخطيط وإدارة الأداء الاستراتيجي لجهاز QIA؛

▪ دعم الإستراتيجية الاستثمارية لمواجهة الوضع التنافسي والمشاريع الاستثمارية.

- **الرئيس التنفيذي للعمليات:** مسؤول عن إدارة عمليات جهاز قطر للاستثمار اليومية ومراقبتها والتأكد من سيرها على النحو الأمثل ومهامه مبنية على العلاقة مع الرئيس التنفيذي ومتطلباته، ويشرف على قسم الموارد البشرية، قسم تكنولوجيا المعلومات، وقسم الإدارة بأقسامها الفرعية؛

- **الرئيس التنفيذي للشؤون المالية:** له مسؤولية الحفاظ على آلية مراقبة وتسجيل كل ما يتعلق بأموال جهاز قطر للاستثمار وإعداد تقارير مالية عن كل عمليات الصندوق.

ما تجدر الإشارة إليه أن عمليات السحب والتمويل الخاصة بجهاز قطر للاستثمار QIA يتم تحديدها من قبل المجلس العلى للشؤون الاقتصادية والاستثمار، بحيث يحدد هذا الأخير حجم الأموال المحولة للصندوق كما يمكن لوزارة المالية أن تخصص أموال أو فوائض إضافية لصالح الصندوق، فالإضافة إلى ذلك يقوم جهاز QIA بإعادة استثمار قيمة العائدات الناتجة عن الأموال التي تحت إدارته، أما فيما يخص عمليات السحب من الصندوق فإنه باستثناء التوزيعات السنوية لحكومة قطر من الدخل والعائدات الناتجة عن استثمار الأموال التي يديرها الصندوق، يقتصر سحب الأموال من جهاز قطر للاستثمار على الحالات الطارئة التي يحددها المجلس الأعلى للشؤون الاقتصادية والاستثمار¹.

¹ Qatar Investment Authority, <https://www.qia.qa/About/OurGovernance.aspx>.

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتها من آثار الأزمات النفطية

المطلب الثاني: فعالية الإستراتيجية الاستثمارية لجهاز QIA ودورها في التنوع الاقتصادي

يسعى جهاز قطر للاستثمار إلى توظيف عائدات الدولة المترتبة عن صادرات النفط والغاز في تشكيلة واسعة من الاستثمارات الهادفة، وذلك من خلال تبني إستراتيجية استثمارية تتفق مع المبادئ المتعارف في إدارة الأصول والاستثمار المقبولة بشكل عام بهدف زيادة العوائد المالية المعدلة حسب المخاطر وبطريقة تتفق مع سياسة الاستثمار في QIA وتقوم على أساس اقتصادي ومالي بحت دون أي اعتبار إلى أي أمور سياسية، وتدخل سياسة الاستثمار الخاصة بجهاز قطر للاستثمار في إطار مجموعة من الخطوات التي وضعتها حكومة قطر لتعزيز اقتصادها ودعم جهود التنوع الاقتصادي لتجنب المخاطر والآثار السلبية التي تحدثها أسعار النفط المتقلبة.

أولاً- تطورات مراحل تنفيذ الإستراتيجية الاستثمارية لجهاز قطر للاستثمار: يتم تصميم الإستراتيجية الاستثمارية لجهاز QIA بشكل مرن لضمان التفاعل أكثر مع التغيرات التي تطرأ على الأسواق واستغلال الفرص الاستثمارية لتحقيق عائدات استثمار طويلة الأجل وزيادة القيمة السوقية للمحفظة الاستثمارية لصندوق QIA وقد مرت السياسات الاستثمارية الخاصة بالصندوق بثلاث مراحل رئيسية هي¹:

1. مرحلة التأسيس (2005-2008): بعد أن تم رسم السياسة الاستثمارية لجهاز قطر للاستثمار وتخصيص الأصول حسب الفئة وحسب التوزيع الجغرافي بدأ QIA بتنفيذ أول عملياته في عام 2006 التي اعتمد بشكل كبير في إدارتها على أطراف خارجية وكانت استثمارات في الصناديق المدارة من طرف ثالث في المقام الأول كالاستثمار في الأسهم المدرجة والأسهم الخاصة وصناديق التحوط والاستثمار في العقارات.

2. مرحلة النمو الإستراتيجي (2009-2014): على خلفية الأزمة المالية العالمية قرر مجلس إدارة QIA الانتقال إلى نهج الاستثمار المباشر، هذا ما أدى إلى دخوله في مرحلة جديدة من التطور (مرحلة النمو الإستراتيجي) الذي انتهج في سبيل تحقيقها إستراتيجية استثمارية أكثر ديناميكية تم دعمها من خلال تطوير قدرات داخلية وتدريب جيل جديد من خبراء الاستثمار وصناع الصفقات مما ساعد على تخفيض اعتمادها على الأطراف الخارجية في إدارة أصولها، وطوال هذه المرحلة ركز النهج الاستثماري لجهاز قطر للاستثمار بشكل أساسي على استغلال الفرص الإستراتيجية في الأسهم الأوروبية عالية الجودة والأصول العقارية ذات الإمكانيات الإيجابية الكبيرة، وخلال هذه الفترة

¹ Qatar Investment Authority, QIA Review 2016, P 8-9 .

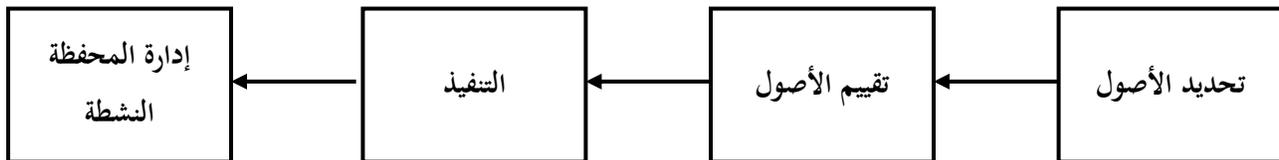
الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتنا من آثار الأزمات النفطية

قام QIA باستثمارات متميزة على المستوى العالمي منها الاستحواذ على حصص معتبرة في شركات وبنوك عالمية مثل (Volkswagen، Barclays، Credit Suisse، Harrods) وتمكن من بناء محفظة استثمارية عالمية متنوعة وجعل جهاز قطر مؤسسة استثمارية عالمية.

3. مرحلة التنويع والاستقرار (بداية من 2015): بعد الانتكاسات التي تعرض لها QIA خلال عام 2015 التي بدأت بأسعار النفط المنخفضة التي خفضت حجم أصوله المتاحة للاستثمار وتراجع أداء بعض استثماراته التي أثرت على أداء الصندوق، مثل اندلاع فضيحة انبعاثات السيارات الألمانية Volkswagen التي كلفت الصندوق خسارة قدرها 5.9 مليار دولار ما بين 18-30 سبتمبر 2015¹، كما أن QIA حققت خسائر بلغت 12 مليار دولار في الربع الثالث من نفس السنة، ليقوم الصندوق على إثر ذلك بتنفيذ إستراتيجية استثمارية جديدة تهدف إلى تنويع قاعدة أصوله وتحقيق الاستقرار في محفظته الاستثمارية إضافة لإعادة هيكلة عملياته الداخلية لموائمتها مع الظروف الاقتصادية العالمية، وقد حاول مجلس إدارة QIA ترجمة هذه الإستراتيجية على الواقع من خلال وضع أفق جديدًا لتحمل المخاطر على المستوى البعيد وزيادة تنويع فئات أصول محفظته الاستثمارية مركزًا على الأسهم الخاصة غير مدرجة والعقارات والبنية التحتية إضافة لأصول الدخل الثابت، وتوزيعها على نطاق جغرافي واسع خاصة في أمريكا الشمالية التي تعتبر الوجهة الرئيسية لأكبر الاستثمارات العالمية، ولاستغلال فرص الاستثمار المتاحة في أمريكا أنشأ جهاز قطر للاستثمار مكتب تمثيلي له في نيويورك يتمثل هدف الرئيسي في البحث عن فرص الاستثمار وتعزيز الشراكات الإستراتيجية للصندوق.

كما أن تنفيذ الإستراتيجية الاستثمارية والقيام بالصفقات على مستوى جهاز قطر للاستثمار يتم من خلال أربعة مراحل أساسية يمكن توضيحها في الشكل التالي:

الشكل رقم (03-30) مراحل تنفيذ الإستراتيجية الاستثمارية لجهاز قطر للاستثمار



Source : Qatar Investment Authority, <https://www.qia.qa/Investments/Investmentsprocess.aspx>

¹ Charles Stein, Qatar Fund Loses \$5.9 Billion on Holdings in VW, Glencore, Bloomberg 28 September 2015, Available at: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2015-09-28/qatar-fund-stands-to-lose-5-9-billion-on-vw-glencore-stakes>.

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتهما من آثار الأزمات النفطية

- **تحديد الأصول:** تبدأ عملية تنفيذ إستراتيجية الاستثمار الخاصة بجهاز QIA أولاً بتخصيص الأصول، ففرق الاستثمار لدى الصندوق تقوم بإبرام صفقات من مصادر متعددة من خلال الشراكات الإستراتيجية مع شبكة واسعة من المؤسسات الرائدة مثل البنوك الاستثمارية وصناديق الأسهم الخاصة والحكومات وغيرها من صناديق الثروة السيادية، ولا تتم هذه الصفقات إلا بعد إجراء فحص وتحليل للتأكد من أن هذه الصفقة تتناسب مع أهداف الصندوق، وتشمل هذه التحليل والفحوصات مدى تناسب الصفقة مع الإستراتيجية الاستثمارية للصندوق خاصة فيما يتعلق بالصناعة والمنطقة وحجم الصفقة، وتحديد مستوى العوائد والمخاطر؛

- **تقييم الأصول:** بعد تحديد الأصول والتأكد من أنها تتلاءم مع طبيعة عمل الصندوق يتم تقييمها بشكل شامل من حيث الجانب المالي والقانوني ويتم تقييم مستوى المخاطر بشكل تفصيلي؛

- **التنفيذ:** بمجرد الموافقة على الدخول في الصفقة يتم تنفيذها من قبل وحدة أسواق رأس المال أو عمليات الاندماج والاستحواذ المتخصصين في عملياً التفاوض وشراء الأصول؛

- **إدارة المحفظة النشطة:** بعد تنفيذ الصفقة يتم إضافتها لمحفظة أصول جهاز قطر للاستثمار من أجل زيادة قيمتها السوقية ويتم تقييمها بشكل مستمر¹.

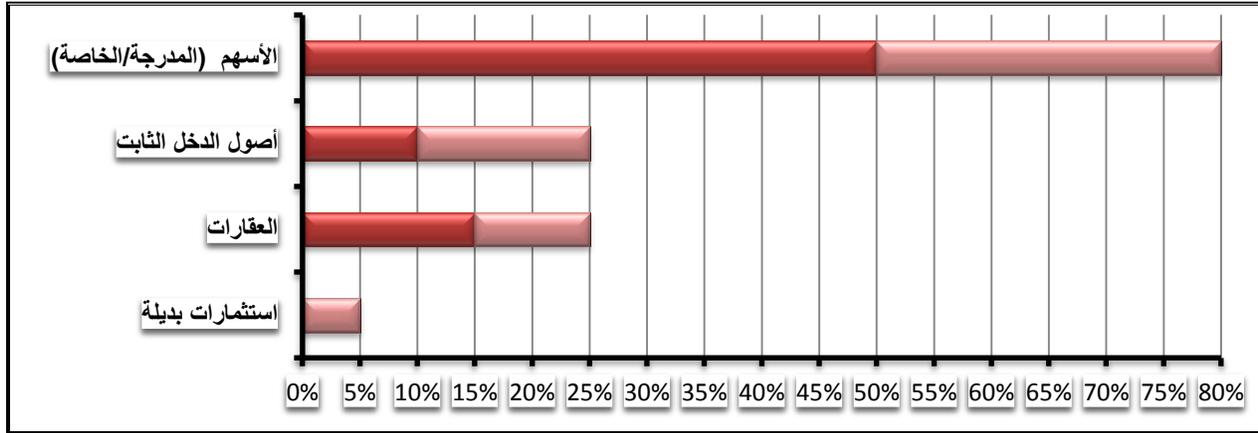
مع العلم أنه يتم تطبيق نفس المراحل عند القيام بالعمليات الاستثمارية في صناديق طرف ثالث، كما أنه يتم اختيار مديرين خارجيين لإدارة جزء من محفظة جهاز قطر للاستثمار QIA وفق لمجموعة من المعايير الدقيقة مثل خبرة المدير ورصيده التشغيلي وفلسفته الاستثمارية ويتم مراقبتهم بعناية وبشكل مستمر من طرف القائمين على إدارة الصندوق.

ثانياً- توزيعات استثمارات جهاز قطر للاستثمار حسب فئة الأصول: تمكن جهاز قطر للاستثمار بفضل قدرته على استغلال الفرص في غضون سنوات قليلة منذ تأسيسه من تنمية محفظة أصوله انطلاقاً من مشروع واحد في عام 2006 إلى مجموعة من الأصول المتنوعة ما بين أسهم وسندات وعقارات واستثمارات بديلة لصالح قطر، بلغت قيمتها أكثر من 320 مليار دولار في عام 2017 موزعة على عدة فئات من الأصول المتنوعة.

¹ Qatar Investment Authority, <https://www.qia.qa/Investments/Investmentsprocess.aspx> .

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتها من آثار الأزمات النفطية

الشكل رقم (03-31) توزيعات جهاز قطر للاستثمار حسب فئة الأصول



Source : Qatar Investment Authority, QIA Review 2016, P 36 .

يعد الاستثمار في الأسهم سواء (أسهم مدرجة/ أسهم خاصة) أهم فئة من فئات الأصول التي يستثمر فيها جهاز قطر للاستثمار وتشكل ما بين (50%-80%) من إجمالي استثماراته ويعتمد في اقتناءها وتقييمها على أهم المؤشرات المالية العالمية، ونجد من أهم استثماراته في هذه الفئة من الأصول حصة 17% من الأسهم العادية و12.8% من الأسهم الممتازة لشركة (Volkswagen) الألمانية المتخصصة في صناعة السيارات بقيمة استثمار بلغت 8.24 و 3.89 مليار دولار على التوالي، وحصة 8.6% في شركة (Glencore International) السويسرية المتخصصة في المعادن والسلع الأولية بقيمة استثمار بلغت 4.83 مليار دولار، بالإضافة إلى حصة 5.07% في بنك (Credit Suisse) بقيمة استثمار بلغت 1.96 مليار دولار وحصة 5.94% في بنك (Barclays) بقيمة استثمار بلغت 2.29 مليار دولار كما يستثمر QIA ما بين (10% - 25%) في الأصول ذات الدخل الثابت معتمداً في تحديد هذه النسبة على تركيبة المحفظة العامة وظروف السوق من أهمها سندات الخزانة الأمريكية، وتشكل العقارات ما بين (15%-25%) من إجمالي استثمارات الصندوق منها استحواذ QIA بالتعاون مع " Brookfield Partners " الكندية على شركة " Songbird Estates-Canary " العقارية في بريطانيا التي تمتلك حي " Canary Wharf " المالي في العاصمة بلندن مقابل 3.9 مليار دولار، بالإضافة إلى المبنى التجاري Harrods في وسط لندن بقيمة 2.3 مليار دولار، ومبنى " Valentino " بروما بمبلغ 731 مليون دولار، أما الاستثمارات البديلة ذات الارتباط المحدود بفئات الأصول الأخرى في المحفظة غالباً ما تستثمر من خلال صناديق التحوط والتي قد تصل نسبتها إلى 5% من إجمالي استثمارات جهاز قطر للاستثمار.

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتنا من آثار الأزمات النفطية

ثالثاً- توزيعات استثمارات جهاز قطر للاستثمار حسب القطاعات: بالإضافة إلى توزيع الصندوق استثماراته في فئات أصول مختلفة فإن جهاز قطر للاستثمار يعمل أيضا على أن تكون هذه الاستثمارات موزعة على أنشطة وقطاعات اقتصادية متنوعة، ويمكن الوقوف على توزيعات استثمارات الصندوق حسب القطاعات في الجدول التالي:

الجدول رقم (03-23) توزيعات جهاز قطر للاستثمار QIA حسب القطاعات

السنة	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
الخدمات المالية	0.39	2.04	12.3	1.8	6.9	2.4	0.66	3.95	9.1
العقارات	-	0.76	3.58	1.79	0.72	1.56	3.21	3.15	9.36
البنية التحتية	-	0.4	0.3	13.26	0.87	3.35	2.42	0.2	0.55
السلع الاستهلاكية	-	-	0.3	10.1	2.28	2.68	0.47	1.1	0.61
المواد الأساسية	-	-	-	1	-	1.33	5.15	0.25	-
إنشاءات	-	-	2.64	-	2.54	-	-	-	-
القطاع الصناعي	-	-	-	-	0.19	-	3.2	-	0.09
طاقة	-	-	-	-	-	1.87	1.15	-	-
أخرى	0.48	0.82	-	-	0.05	0.12	0.43	0.1	0.35

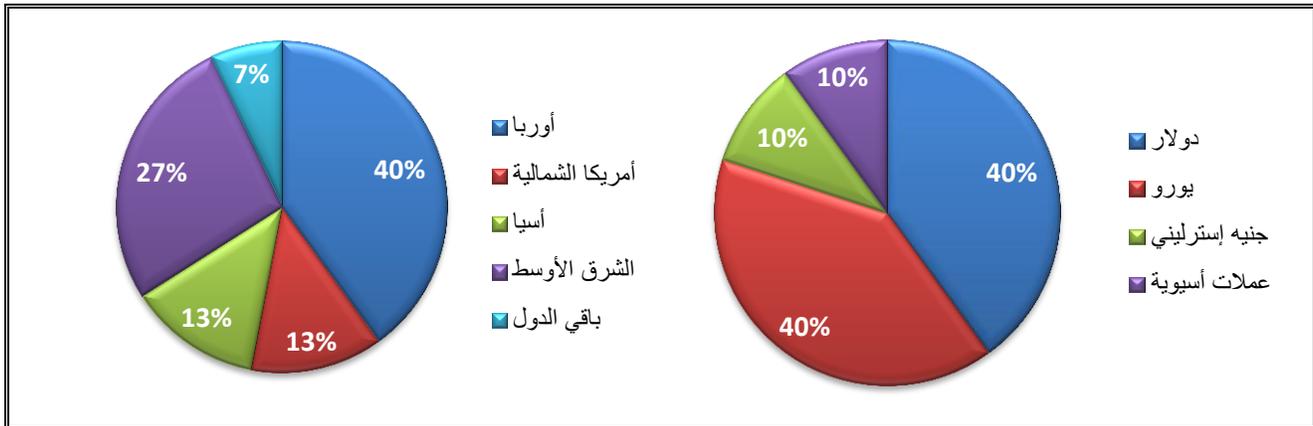
المصدر: بن عيشوية رفيقة، الصناديق الفروة السيادية وتحديات العولمة-دراسة حالة الجزائر - أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر3، 2016/2015، ص 106.

دخل جهاز قطر للاستثمار في شبكة واسعة من الاستثمارات بالرغم من حداثة تأسيسه في مجالات وقطاعات متعددة واستطاع بذلك أن يستحوذ على حصص مهيمنة في شركات عالمية خاصة في قطاع الخدمات المالية والبنية التحتية والرعاية الصحية والعقارات بالإضافة إلى قطاع الصناعة والخدمات، وبما أن إستراتيجية الصندوق تركز على التقليل من مخاطر اعتماد قطر على أسعار الطاقة والقيمة المتولدة عنها، فإن QIA يستثمر غالبا في أسواق عالمية (الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا ودول آسيا) إضافة إلى الاستثمار في قطر خارج قطاع الطاقة.

ثالثاً-التوزيعات الجغرافية لاستثمارات جهاز قطر للاستثمار: يسعى جهاز قطر للاستثمار لتحقيق عوائد مالية مستدامة عند مستوى مقبول من المخاطرة، وتحقيقا لهذا الهدف يستثمر في تشكيلة واسعة من القطاعات الاقتصادية المتنوعة ذات الانتشار الجغرافي الواسع خارج دولة قطر، والتي يمكن إعطاء صورة أوضح عن توزيعاتها في الشكل التالي:

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتها من آثار الأزمات النفطية

الشكل رقم (03-32) توزيعات جهاز قطر للاستثمار حسب العملات والمناطق الجغرافية



Source : Brad Setser and Rachel Ziemba, Understanding The New Financial Superpower: The Management of Gulf Cooperation Council Official Foreign Assets, New York, A Roubini Global Economics, December 2007, P14. And Markus Massi, Mohamed El Abbouri, An Overview Mobilizing the potential of GCC Sovereign Wealth Funds for Mediterranean Partner Countries, The Boston Consulting Group, European Investment Bank, 30 August 2012, P12.

يستثمر جهاز قطر للاستثمار في تشكيلة واسعة من القطاعات المختلفة في العديد من الدول والمناطق المتباينة، بحيث تشكل منطقة أوروبا الوجهة الاستثمارية الأولى للصندوق وتستحوذ على 40% من محفظة أصوله وسبب ذلك عدة اعتبارات منها كون دول هذه المنطقة تعتبر شريك إستراتيجي لقطر خاصة في التجارة الخارجية بالإضافة إلى أنها تتوفر على فرص استثمارية كبيرة نسبياً بفضل شركاتها التي تتميز بالأداء الجيد والثابت، فعلى سبيل المثال تتواجد 80% من استثمارات QIA في العقارات في أوروبا خاصة المملكة المتحدة وفرنسا، وتستحوذ منطقة الشرق الأوسط على 27% من محفظة أصول الصندوق بقيمة استثمارات تجاوزت 8 مليار دولار خلال العقد الحالي موزعة على دول هذه المنطقة التي عرفت نمواً متسارعاً خاصة بعد خطوات الإصلاح الاقتصادي وتحسن مناخ الاستثمار التي أتاحت أمام QIA العديد من فرص الاستثمار الواعدة من أهمها مثلاً شركة قطر وعمان للاستثمار التي تسعى لتنمية قطاعات البنية التحتية والعقارات والرعاية الصحية والتعليم في البلدين، بعد الانتكاسات والخسائر التي تعرض لها جهاز قطر للاستثمار وتراجع أداء بعض استثماراته الكبرى بالإضافة إلى الضغوطات التي نتجت عن الحصار المفروض على قطر من قبل دول التحالف جعلت QIA يركز على الاستثمار في آسيا وأمريكا الشمالية خاصة بعد القيام بفتح مكتب تنفيذي له في نيويورك لاستغلال الفرص في أمريكا، والتزم بذلك باستثمار 35 مليار دولاراً في الولايات المتحدة الأمريكية على مدار السنوات الخمسة المقبلة وهي زيادة تقدر بخمسة أضعاف عن مقتنياته الحالية في هذا السوق، وتم الشروع في تنفيذ هذا الالتزام بحيث دخل جهاز قطر للاستثمار في شراكة مع صندوق استثمار عقاري وهو "Douglas Emette" في استحواذ بقيمة 1.34 مليار

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتنا من آثار الأزمات النفطية

دولار على أربعة مبان مكتبية في لوس أنجلوس، بالإضافة إلى استثمار بلغت قيمته 622 مليون دولار التي تمثل حصة 9.9% في مبنى "Empire State"، كما خصص جهاز قطر للاستثمار ما بين 15-20 مليار دولار للاستثمار في آسيا لاسيما في الرعاية الصحية والبنية التحتية والعقارات وقد تم تنفيذ جزء منها في بعض الاستثمارات مثل شراء QIA برج "Asia Square Tower 1" من "Black Rock" وهو برج مكون من 43 طابق في سنغافورة والذي يقدر بحوالي 2.4 مليار دولار، كما استحوذ كذلك على حصة 20% من شركة "Hongkong Electric" بقيمة مليار دولار وتم ذلك بعض تخصيص مليار دولار لشراء 22.8% من متاجر "Lifestyle International Holdings" في هونغ كونغ بالإضافة إلى الاستحواذ على "Somerset Shinagawa" في طوكيو وهو مبنى سكني فاخر كجزء من صفقة عقارية بلغت 104 مليون دولار. ويمكن التفصيل أكثر حول أهم استثمارات جهاز قطر للاستثمار وتوزيعاتها الجغرافية في الجدول الموالي:

الجدول رقم (03-24) محفظة استثمارات جهاز قطر للاستثمار حسب القطاعات الاقتصادية

اسم الشركة	قيمة الاستثمار	نسبة الملكية	اسم الشركة	قيمة الاستثمار	نسبة الملكية	اسم الشركة	قيمة الاستثمار	نسبة الملكية
Qatar Exchange	800	80%	Al Ahli Bank	320	17.6	Commercial Bank	221	16.6%
Doha Bank	344	16.7%	Qatar Islamic Bank	262	5%	Qatar Bank National	22912	51.9%
Siemens	3520	3.27%	Hassad Food	700	50%	Hochtief	5400	9.1%
Alrayan Financial Insitutions	52500		Hochtief and Qatari Diar JV		51%	Qatari Diar Real Estate	20000	45%
Blc Bank	100	97%	ooredoo	3285	53.5%	Qatar Airways		50%
Fairmont Raffles Holding	84700	40%	Style International Holdings	711	22.8%	National Leasing Holding	1000	100%
Harrods	2300	100%	J Sainsbury	2393	26%	Glencore International	4832	8.6%
Barclys	2298	5.94%	Credit Suisse	3100	5.1%	Credit Suisse Bonds	5300	
Lagardere Group	300	12.8%	Cheelsfield Partners LLP	147	20%	Qatar & Oman Investment	60	60%
Sainsbury plc	1400	26%	Three Delta	3500	50%	Chelsea Barracks	959	
London Stock	2230	10.2%	JSM Indochina	2700	6.17%	Songbird Estates-Canary	3940	21.9%

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتها من آثار الأزمات النفطية

								Exchange
%4.8	320	Refles Medical Group	%50	5000	Qatar Malaysia Fund	%85	1000	Qatar Holding Indonesia
%17	9900	Volkswagen	%5	2848	Porsche	%15	11300	Fisker Automotive
%1	914	LVMH	%10	1000	BlackBerry	%6.5	100	Adecoagro
%45	2000	TFI-Gazprom Bank fund	%51	13260	Qatar Railways Developmen	%86	860	Qatar and Philippines Fund
%5	2700	Banco Santander Brasil	%10	775	European Goldfields	%100	3000	Cegelec
%5	868	Environnement	%36	397	Pavilion Reit	%3.92	2200	Vinci
%50	900	American Express	%8.57	405	Iberdrola	%7.76	437	X stata
%22.8	1000	Lifestyle International Holdings		2400	Asia Square Tower 1	%20	1000	Hongkong Electric
	104	Somerset Shinagawa	%4.1	314	Dufry	%100	546	Blmain
%9.9	622	Empire State	%100	731	Valentino	%10	1100	Elcorte Inglés
	3784	Manhattan West Properties	%100	1750	Printemps	%3.9	364	Tiffany & co
%22.1	452	Société Foncière Lyonnaise	%10.1	8671	Endeavour Energy	%10.6	1400	Heathrow Airport Holdings
%9.75	6760	Rosneft	% 3	6400	Royal Dutch Shell	%2	2000	Total

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على:

Javeir Santiso ESADEgeo-Center for Global Economy and Geopolitics, Op-ciy. And Dinesh Nair, Qatar Names Mansoor Al Mahmoud as \$320 Billion Fund Chief, Bloomberg, 18 September 2018. Available at: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-09-18/qatar-s-qia-chief-is-said-to-leave-320-billion-sovereign-fund>.

بالإضافة إلى الاستثمارات المحلية والعالمية التي يقوم بها QIA بشكل منفرد، دخل في عدة استثمارات مشتركة مع مؤسسات وصناديق سيادية أخرى، منها على سبيل المثال استحواذ جهاز قطر للاستثمار في مارس 2016 بالاشتراك مع شركة الاستثمار الصينية CIC وهو أحد صناديق الصين السيادية على شركة الشحن "Asciano" الأسترالية بقيمة إجمالية بلغت 9.4 مليار دولار، كما استحوذ QIA في نفس الشهر مع مجموعة مستثمرين على حصة مسيطرة في شركة

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتنا من آثار الأزمات النفطية

"Transgrid" في أستراليا المتخصصة في نقل الطاقة مقابل 7.7 مليار دولار، بعد ذلك في ديسمبر 2016 دخل جهاز قطر للاستثمار مع مجموعة من المستثمرين في تحالف يقوده بنك الاستثمار الأسترالي "Macquarie" لشراء حصة 61% من شركة "Cadent Gas" التي تمثل الشبكة الوطنية لتوزيع الغاز في بريطانيا مقابل 6.85 مليار دولار¹، وفي نفس الشهر تم تأسيس QHG Oil Ventures وهي مشروع مشترك بين جهاز قطر للاستثمار وشركة "Glencore" للاستحواذ على حصة 19.5% في الشركة الروسية "Rosneft" المتخصصة في قطاع النفط مقابل 11.6 مليار دولار، مع العلم أن جهاز قطر للاستثمار يسيطر على حصة 18.93% في "Rosneft" ونسبة 0.57% الباقية تسيطر عليها "Glencore" وقد نشرت "QHG Oil Ventures" في بيانها المالي الذي غطى الفترة بين 8 ديسمبر 2016 و31 ماي 2018 أنها حققت أرباحاً ولصت إلى 672 مليون يورو (772.3 مليون دولار) خلا تلك الفترة معظمها من أرباح "Rosneft"، ليتم في سبتمبر 2018 بيع 14.16% من حصة جهاز قطر للاستثمار و"Glencore" في "Rosneft" بقيمة 9.1 مليار دولار إلى مجموعة CEFC الصينية للطاقة، لتبقى حصة 4.8% في الشركة الروسية لجهاز قطر وحصة 0.5% للشركة السويسرية "Glencore"².

¹ Polina Nikolskaya, Qatar-Glencore Venture Values Rosneft Stake at 7/4 billion euros, Reuters 15 August 2018, Available at: <https://www.reuters.com/article/us-rosneft-holding-qia/qatar-glencore-venture-values-its-rosneft-stake-at-7-4-billion-euros-idUSKBN1L01WY>.

² Olesya Astakhova, Chen Aizhu, China invests \$9.1 billion in Rosneft as Glencore, Qatar cut Stakes, 8 September 2017, Available at: <https://www.reuters.com/article/us-rosneft-cefc-glencore/china-invests-9-1-billion-in-rosneft-as-glencore-qatar-cut-stakes-idUSKCN1BJ1HT>.

الفصل الثالث: فعالية صناديق الاستثمار في حماية اقتصاداتها من آثار الأزمات النفطية

خلاصة الفصل:

ساهمت صناديق استثمار الدول المصدرة للنفط في حماية اقتصاداتها من آثار الأزمات النفطية من خلال سد الفجوة التمويلية التي أحدثتها أسعار النفط المنخفضة على الموازنة العامة وتلبية احتياجاتها المالية خلال انكماش الإيرادات النفطية ومثال ذلك صندوق معاشات التقاعد الحكومي النرويجي والهيئة العامة للاستثمار الكويتية التي استطاعت بفضل ضخامة حجم أصولها وتنوع استثماراتها من تمويل العجز الهيكلي في الموازنة العامة وعزلها من الآثار السلبية للأزمات النفطية وبهذا الدور شكلت هذه الصناديق أداة لتحقيق الاستقرار الاقتصادي ومصدرة مالية تعمل على امتصاص الصدمات النفطية واحتواء آثارها على الموازنة العامة ومن ثم على الاقتصاد ككل.

تمكنت الدول النفطية بفضل صناديقها الاستثمارية من تحويل الثروة النفطية الناضبة إلى أصول مالية مستدامة وتقليل إمكانية تعرض اقتصاداتها إلى مخاطر وأزمات التي تنتجها عائدات النفط المتقلبة عن طريق تكوين محفظة أصول متوازنة مستخدمة مجموعة واسعة من إستراتيجيات الاستثمار التي تسعى من خلالها إلى تحقيق التوازن بين الأصول الآمنة والعوائد المرتفعة، وفي ضوء هذا الهدف العام وزعت أصولها في مجموعة واسعة من فئات الأصول مابين محافظ أمنة نسبيا تتشكل من أدوات الدين والأوراق المالية ذات العائد المنخفض والمخاطر المعدمة نسبيا ومحافظ هجومية تتشكل من استثمارات ذات مخاطر مرتفعة مع إمكانية تحقيق عوائد أعلى قد تشكل على المدى البعيد بدائل للإيرادات النفطية وتحقيق الإنصاف بين الأجيال وهو هدف آخر يسعى لتحقيقه كل من صندوق التقاعد النرويجي والهيئة العامة للاستثمار بالإضافة إلى جهاز أبو ظبي للاستثمار وجهاز قطر للاستثمار.

تدخل إستراتيجية استثمار الفوائض النفطية في إطار مجموعة من الخطوات التي وضعتها حكومات الدول النفطية لتعزيز اقتصادها ودعم جهود التنويع الاقتصادي لتجنب المخاطر والآثار السلبية التي تحدثها أسعار النفط المتقلبة، وفي سبيل تحقيق هدف التنويع وتحقيق مزايا تنافسية بخلاف النفط والغاز دخلت صناديق استثمار هذه المجموعة من الدول بالعديد من الصفقات والمشاريع الإستراتيجية في قطاعات حيوية خارج قطاع المحرقات بهدف تقليص الاعتماد على النفط وعائلاته في النشاط الاقتصادي والنهوض بالقطاعات الأخرى كقطاع الصناعة والطيران وتكنولوجيا المعلومات والبنية التحتية والرعاية الصحية والطاقات المتجددة التي من شأنها أن تساعد على دعم القاعدة الاقتصادية للدولة وضمان نمو اقتصادي مستدام وهو الهدف الذي يسعى لتحقيقه صندوق مبادلة للاستثمار.

فعالية صناديق الاستثمار الجزائرية
في الحد من آثار الأزمات النفطية

تمهيد:

لكون أن عائدات النفط في الجزائر تمثل المصل الذي يغذي وينعش مداخيلها من العملات الأجنبية والمحدد الرئيسي لمعدلات نموها فإن أي خلل في التغذية ستظهر عوارضه مباشر على صحة الاقتصاد ومؤثراته، وبما أن العائدات النفطية تتصف بالتذبذب وعدم اليقين وتحكمها عوامل خارجية جعل الاقتصاد الجزائري عرضة لصدمات نفطية متكررة ولتحديد الآثار السلبية لهذه الأزمات على مفاصل الاقتصاد قامت الجزائر كغيرها من الدول المصدرة للنفط بإنشاء صناديق استثمارية يلتزم كل منها بدور معين، فصندوق ضبط الإيرادات يهدف إلى الحفاظ على الموازنة العامة للدولة واستقرارها عبر برجة الإيرادات المتقبلة نحوها من خلال امتصاص فوائض الجباية النفطية الناتجة عن ارتفاع أسعار النفط عن ما هو محدد في قوانين المالية وضخها مرة أخرى لتلبية احتياجات الموازنة المالية عند انخفاض الأسعار في السوق الدولية للطاقة وبهذا الدور يكون الصندوق قد شكل صندوق استقرار أو أداة صد منيعة تعمل على امتصاص الأزمات النفطية واحتواء آثارها على الموازنة العامة للدولة.

وبينما يسعى صندوق ضبط الإيرادات إلى استقرار الموازنة العامة يهدف الصندوق الوطني للاستثمار إلى تنمية الاقتصاد الوطني وتنويع قاعدته الإنتاجية من خلال توفير الموارد المالية اللازمة لتنفيذ المشاريع ذات البعد الإستراتيجي للدولة التي من شأنها أن تساعد زيادة صادراتها غير النفطية لإحلال الواردات وضمان معدلات نمو مستدامة على المدى البعيد وإعطاء الاقتصاد مرونة أكبر في التعامل مع المتغيرات الاقتصادية الدولية خاصة تلك المتعلقة بالأزمات النفطية التي تحدثها أسواق النفط المتقلبة.

في هذا الفصل سوف يتم الوقوف على فعالية كل صندوق من هذه الصناديق في أداء مهامه وقدرته على حماية الاقتصاد الوطني من الآثار السلبية للأزمات النفطية من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: مكانة النفط في الاقتصاد الجزائري

المبحث الثاني: فعالية صندوق ضبط الإيرادات في الحد من آثار الأزمات النفطية على الموازنة العامة للدولة

المبحث الثالث: فعالية صندوق الاستثمار الوطني في دعم التنمية الاقتصادية

المبحث الرابع: إمكانية تعزيز فعالية الصندوق الوطني للاستثمار بين الفرص ولقيود

الفصل الرابع: فعالية صناديق الاستثمار الجزائرية في الحد من آثار الأزمات النفطية

المبحث الأول: مكانة النفط في الاقتصاد الجزائري

لعب النفط دورا بارزا في تحديد مسارات التنمية في الجزائر حيث ساهم في إحداث تغيرات اقتصادية واجتماعية هائلة من خلال توفيره لعائدات مالية كان لها الأثر الأكبر على حجم الناتج المحلي الإجمالي للدولة وحجم دخلها الحكومي الذي تم إنفاقه على سلسلة من النشاطات الاقتصادية والاجتماعية التي تؤثر بدورها على الاستثمار والاستهلاك وتوفر النقد الأجنبي الذي يترتب عليه زيادة الواردات من السلع الرأسمالية والاستهلاكية ودعم المركز المالي للدولة بشكل عام.

المطلب الأول: الإمكانيات النفطية للجزائر

تمتلك الجزائر إمكانيات نفطية هائلة جعلتها تدخل ضمن مصاف الدول المنتجة والمصدرة للنفط وتحتل مكانة مرموقة في السوق النفطية بل وتعد رقم فاعل في معادلة الطاقة على مستوى العالم، وتستمد الجزائر هذه المكانة من خلال ما تزخر به من حجم احتياطات مؤكدة من النفط وقدرتها الإنتاجية التي توفر احتياجات جزء مهم من السوق العالمية النفطية.

أولاً- الاحتياطات النفطية المؤكدة: تمتلك الجزائر احتياطات نفطية هائلة جعلتها تحتل مكانة هامة في السوق النفطية وقد جاءت في المرتبة 16 عالميا والمرتبة 05 عربيا من حيث حجم الاحتياطات، إذ تساهم بما يقارب 1% من إجمالي الاحتياطي العالمي من النفط و1.74% من إجمالي الاحتياطي النفطي للدول العربية حسب بيانات 2016 لمنظمة الأقطار العربية المصدرة للنفط، وقد شهد حجم الاحتياطي النفطي للجزائر تطورات ملحوظة وذلك تماشيا مع حجم الاكتشافات خلال السنوات الماضية.

الجدول رقم (04-01) تطور احتياطي النفط المؤكد في الجزائر للفترة (1975-2016) (الوحدة: مليون برميل)

السنوات	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981
احتياطي النفط المؤكد	7370	6800	6600	6300	8440	8200	8080
السنوات	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
احتياطي النفط المؤكد	9440	9220	9000	8820	8800	8500	9200
السنوات	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
احتياطي النفط المؤكد	9236	9200	9200	9200	9200	9979	9979
السنوات	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002

11314	11314	11314	11314	11314	11200	10800	احتياطي النفط المؤكد
2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	السنوات
12200	12200	12200	12200	12270	11350	11800	احتياطي النفط المؤكد
2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	السنوات
12200	12200	12200	12200	12200	12200	12200	احتياطي النفط المؤكد

Source : OPEC, Annual Statistical Bulletin: 2005-2017.

يوضح الجدول (04-01) التطورات التي مر بها حجم الاحتياطي النفطي في الجزائر، أرست الجزائر بعد تأمين المحروقات في عام 1971 نظام لاستغلال المحروقات قام على تثبيت الملكية والسيادة الوطنية على الثروة النفطية وجعل شركة سوناطراك الفاعل الأساسي في القطاع وسيطرت على القطاع النفطي ونشاط الاكتشافات بالرغم من ذلك لم ينمو حجم الاحتياطات النفطية سوى بما يقارب 19.7% خلال الفترة 1975-1985 ومرد ذلك تأخر الشركة عن التطورات التقنية الحاصلة في مجال الاستكشافات النفطية واكتفائها بالحقول القديمة، إلا أن وبعد تبني الجزائر سياسة جديدة للهوض بالقطاع النفطي تجلت في قانون المحروقات لعام 1986 وما تبعه من تعديلات عام 1991 دخلت في مرحلة جديدة تمثلت في انفتاح القطاع على الاستثمار الأجنبي مما انعكس بالإيجاب على الاحتياطي النفطي الذي عرف تطور ملحوظ بحيث ارتفع بنسبة 44.35% بين عامي 1987-2005 التي سجلت أعلى مستوى في الاحتياطي بمقدار 12270 مليون برميل وسبب ذلك الاكتشافات التي قامت بها سوناطراك وشركائها التي بلغت 62 اكتشاف ليستقر حجم الاحتياطي عند مستوى 12200 مليون برميل منذ 2006 حتى نهاية 2016 بالرغم من الزيادة المستمرة في حجم الإنتاج وسبب ذلك الاكتشافات النفطية التي تجاوزت 100 اكتشاف خلال ذات الفترة.

الجدول رقم (04-02) تطور الاكتشافات النفطية في الجزائر خلال الفترة (1996-2016)

السنة	الاكتشافات النفطية	السنة	الاكتشافات النفطية	السنة	الاكتشافات النفطية
1996	8	2003	3	2010	14
1997	5	2004	3	2011	10
1998	17	2005	5	2012	8
1999	3	2006	12	2013	12
2000	8	2007	5	2014	18

11	2015	2	2008	3	2001
17	2016	4	2009	3	2002

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على تقرير الأمين العام لمنظمة الأقطار العربية المصدرة للنفط، أعداد مختلفة.

ثانيا- حجم الإنتاج النفطي: تعتبر الجزائر من أهم الدول المنتجة للنفط فهي تحتل حسب بيانات أوبك المرتبة 17 علما والمرتبة 05 عربيا من حيث الطاقة الإنتاجية مما جعلها من أهم الفاعلين الأساسيين في السوق العالمية للنفط، حيث تساهم بنسبة 1.45% من حجم الإنتاج العالمي ونسبة 3.44% من حجم إنتاج أوبك ونسبة 4.66% من إنتاج الدول العربية خلال عام 2016¹.

الجدول رقم (03-04) تطور حجم إنتاج النفط في الجزائر للفترة (1975-2016) الوحدة (ألف برميل/يوم)

السنوات	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981
إنتاج النفط	982.6	1075.1	1152.3	1161.2	1153.8	1019.9	797.8
السنوات	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
إنتاج النفط	704.5	660.9	695.4	672.4	673.9	648.2	672.9
السنوات	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
إنتاج النفط	727.3	783.5	803	756.5	747.3	752.5	752.5
السنوات	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
إنتاج النفط	805.7	846.1	827.3	749.6	796	796.6	729.9
السنوات	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
إنتاج النفط	942.4	1311.4	1352	1368.8	1371.6	1356	1216
السنوات	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
إنتاج النفط	1189.8	1161.6	1199.8	1202.6	1192.8	1157.1	1146.3

Source : OPEC, Annual Statistical Bulletin: 2005-2017.

شهد إنتاج النفط في الجزائر عدة تطورات توزعت على عدة مراحل، فمع استعادة الجزائر سيادتها على ثروتها النفطية بعد قانون تأميم المحروقات في 24 فيفري 1971 بدأ إنتاج النفط في الارتفاع منتقل من 785.4 ألف ب/ي خلال عام

¹ منظمة الأقطار العربية المصدرة للنفط، التقرير الإحصائي السنوي 2017، ص32.

الفصل الرابع: فعالية صناديق الاستثمار الجزائرية في الحد من آثار الأزمات النفطية

1971 إلى مستوى 1153.8 ألف ب/ي عام 1979 وسبب ذلك هو أزمة الطاقة الأولى والثانية التي ارتفعت فيها الأسعار مما أدى إلى تحقيق الجزائر لعائدات مالية ساعدت على الاستثمار في قطاع المحروقات لتحسين قدرتها الإنتاجية وقد بلغ حجم استثمارات الدولة في القطاع النفطي ما قيمته 68.2 مليار دينار خلال الفترة 1973-1979.

في مطلع الثمانينات دخلت الجزائر في مرحلة جديدة تميزت بتراجع مستوى الإنتاج الذي انخفض بمقدار 371.7 ألف ب/ي منتقل من 1019.9 ألف ب/ي في عام 1980 إلى 648.2 ألف ب/ي عام 1987 ويعزى هذا التراجع إلى أزمة النفط العكسية التي حدثت في 1986 التي قلصت بدورها حجم العائدات المالية الموردة لدولة مما أدى إلى انكماش حجم الاستثمارات الموجهة لقطاع المحروقات، واستمرت آثارها لسنوات تسعينيات القرن الماضي التي وإن تحسن فيها الإنتاج عما كان عليه في عقد الثمانينيات إلا أنه يبقى بعيد عما حققته الجزائر من إنتاج في السبعينيات.

شهدت بداية العقد الحالي من القرن العشرين ارتفاعات غير مسبوقه في أسعار النفط المدفوعة بمستويات الطلب العالمي المتزايد على النفط مما قاد إلى ارتفاع إنتاج النفط بشكل عام، والجزائر كغيرها من الدول من الدول المنتجة عملت على رفع قدرتها الإنتاجية التي ارتفعت من 796 ألف ب/ي في عام 2000 إلى 1311.4 ألف ب/ي عام 2004 وإلى 1371.6 ألف ب/ي عام 2007 وقد ساعدتها على ذلك حجم العائدات المالية التي حققتها في تلك الفترة التي تم تخصيص جزء منها للنهوض بقطاع المحروقات ورفع طاقته الإنتاجية بالإضافة إلى فتح مجال الاكتشاف أما الشركات الأجنبية بموجب قانون المحروقات 07/05 إلا أن تداعيات الأزمة المالية على سوق النفط قلصت إنتاج الجزائر من النفط الذي تراجع من 1356 ألف ب/ي في عام 2008 إلى 1161.8 ألف ب/ي عام 2011 واستمر هذا التراجع ليصل إلى 1146.3 ألف ب/ي في عام 2016 بسبب الأزمة النفطية الحالية.

ثالثا- حجم الصادرات النفطية: يتسم هيكل صادرات الجزائر بالتركز السلعي المتمثل في الصادرات النفطية التي شهدت تغير جذري في هيكلها منذ مطلع الثمانينات وسيطرت بمقتضاه المشتقات النفطية على هيكل الصادرات النفطية على حساب النفط الخام بعد أن كانت تشكل نسب متواضعة من حيث المساهمة في الصادرات النفطية قبل ذلك، ومع مطلع الألفية الجديدة سجلت عودة النفط الخام من جديد للسيطرة على هيكل الصادرات النفطية على حساب المشتقات.

الفصل الرابع: فعالية صناديق الاستثمار الجزائرية في الحد من آثار الأزمات النفطية

الجدول رقم (04-04) صادرات النفط الخام ومشتقاته في الجزائر للفترة (1975-2016) الوحدة(برميل/ي)

1981	1980	1979	1978	1977	1976	1975	السنوات
521.8	715.5	960.4	1002.8	1034.5	944.4	877.5	النفط الخام
201.8	148.1	69.2	77.9	30.5	40.8	62.1	المشتقات النفطية
1988	1987	1986	1985	1984	1983	1982	السنوات
244	240	255	272	181.6	260.4	228.9	النفط الخام
375	365	376	320	399.9	291.6	404.3	المشتقات النفطية
1995	1994	1993	1992	1991	1990	1989	السنوات
332.8	329.2	308	279.4	344.7	280.6	280.5	النفط الخام
395.6	384	374.6	419.1	400	452.8	393.3	المشتقات النفطية
2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	السنوات
566.2	441.5	461.1	414.6	549.4	373.7	390.8	النفط الخام
527.2	555.8	544.3	599.7	461.9	462.3	406.1	المشتقات النفطية
2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	السنوات
747.5	840.9	1253.5	947.2	970.3	893.2	741	النفط الخام
232.5	456.7	451.3	435.1	451.9	446	528.3	المشتقات النفطية
2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	السنوات
668.3	642.2	623	744	809	843	709	النفط الخام
541.1	605.4	582.6	453	449.2	492	315	المشتقات النفطية

Source : OPEC, Annual Statistical Bulletin: 2005-2017.

مع بداية الثمانينات شهدت الصادرات النفطية مرحلة جديدة تميزت ببروز صادرات المشتقات النفطية ككمون أساسي في هيكل الصادرات النفطية على حساب صادرات النفط الخام التي تراجعت بشكل ملحوظ بعد أن أصبح يتم تحويل الجزء الأكبر من الإنتاج النفطي نحو التكرير، ونتيجة لذلك لم يتعدى حجم صادرات النفط الخام مستوى 400 ألف ب/ي طوال الفترة الممتدة 1982-1997، في المقابل عرفت صادرات المشتقات النفطية انطلاقتها الحقيقية بعد دخول وحدة التكرير بسكيكدة مرحلة الإنتاج عام 1980 لتتضاعف بذلك صادرات المشتقات إلى ثلاث أضعاف في عام 1997

الفصل الرابع: فعالية صناديق الاستثمار الجزائرية في الحد من آثار الأزمات النفطية

تبلغ 462.3 ألف ب/ي بعد أن كانت لا تتجاوز 148 ألف ب/ي في عام 1980، وقد بلغت صادرات المشتقات النفطية أعلى مستوى لها خلال فترة ثمانينات وتسعينات القرن الماضي عام 1999 بمستوى 599.7 ألف ب/ي.

مع بداية العقد الأول من الألفية الجديدة وبالتحديد ابتداء من عام 2002 عادت صادرات النفط الخام من جديد للسيطرة على النسبة الأكبر في هيكل الصادرات النفطية منتقلة من مستوى 566.2 ألف ب/ي عام 2002 إلى أعلى مستوى لها على الإطلاق منذ تأميم المحروقات بقدرة وصلت إلى 1253.5 ألف ب/ي عام 2007، وبذلك أصبحت صادرات النفط الخام تشكل ما نسبته 73.3% من إجمالي الصادرات النفطية بعد ما كانت لا تتعدى 38.3% خلال عام 1990 في حين تراجع نسبة مساهمة المشتقات النفطية إلى 26.5% بعد أن كانت تتجاوز مساهمتها نسبة 59% في عام 1999.

عرفت الصادرات النفطية إجمالا ارتفاعات مستمرة خلال الفترة 2002-2008 نتيجة لزيادة الطلب العالمي على النفط إلا أنه بحدوث الأزمة المالية وتداعياتها على سوق النفط التي اشتد وقعها في 2009 تراجع الصادرات النفطية إجمالا بنسبة 24.5% بالمقارنة بعام 2008 خاصة المشتقات النفطية التي تراجعت بأكثر من النصف وسبب ذلك التزام الدولة بالحصص المحددة لها من طرف منظمة أوبك وذلك في إطار سعي هذه الأخيرة لإعادة الاستقرار إلى السوق النفطية، وبعد تعافي الاقتصاد العالمي من تداعيات الأزمة وعودة الانتعاش لأسواق النفط استقرت صادرات النفط إجمالا في حدود 8000 ألف ب/ي طوال الفترة 2010-2013 لتتراجع بعل الأزمة النفطية التي حدثت في النصف الثاني من 2014 واشتد وقعها في 2015 صادرات النفط الخام إلى 623 ألف ب/ي بعد أن كانت تصل إلى 843 ألف ب/ي عام 2011، في حين ارتفعت صادرات المشتقات النفطية إلى أعلى مستوى لها خلال العقود الأربع الماضية لتصل إلى 605.4 ألف ب/ي في عام 2015.

المطلب الثاني: انكشاف الاقتصاد الجزائري على النفط

يرتكز الاقتصاد الجزائري في تحريك عملية التنمية الاقتصادية على قطاع النفط وعائداته المالية التي تشكل مصدرا حيويا للنتائج الداخلي الإجمالي والمورد الرئيسي لإيرادات الموازنة العامة للدولة والداعم الأساسي لحجم احتياطياتها الأجنبية، إن تنامي الوزن النسبي للنفط داخل مؤشرات الاقتصاد الجزائري يعكس بوضوح مدى هشاشة وانكشاف هذا الأخير اتجاه مخاطر وأزمات قطاع النفط الذي يتعرض إلى تقلبات كبيرة في أسعاره مما ينعكس على تذبذب الإيرادات النفطية وبالتالي عرقلة مسيرة خطط التنمية الاقتصادية التي تحتاج إلى مصادر تمويلية ثابتة ومستقرة على المدى البعيد.

الفصل الرابع: فعالية صناديق الاستثمار الجزائرية في الحد من آثار الأزمات النفطية

أولاً- النفط والنتاج المحلي الإجمالي: يشكل النفط قاطرة النمو الاقتصادي من حيث موقعه ضمن الناتج المحلي الإجمالي في الجزائر ويظهر ذلك جليا من خلال نسبة مساهمته المتزايدة التي لامست النصف تقريبا ضمن هيكل الناتج المحلي الإجمالي ليصبح بذلك حجم الناتج المحلي ومعدلات نموه مرهونة بقطاع النفط وقيمة العائدات المتولدة عنه.

الجدول رقم (04-05) مساهمة النفط في الناتج الداخلي الخام للفترة (2000-2017)

السنوات	نتاج المحلي الإجمالي (مليار دينار)	العائدات النفطية (مليار دينار)	نسبة العائدات النفطية إلى الناتج الإجمالي	معدلات نمو العائدات النفطية
2000	4098.8	1616.3	39.4%	-
2001	4227.1	1443.9	34.2%	(10.66)
2002	4541.9	1477	32.5%	26.5%
2003	5247.5	1868.9	35.6%	5.58%
2004	6510.4	2319.8	37.7%	24.1%
2005	7563.6	3352.9	44.3%	44.8%
2006	8520.6	3882.2	45.6%	15.8%
2007	9408.9	4089.3	43.5%	5.3%
2008	11043.7	4997.6	45.3%	22.2%
2009	9968.0	3109.1	31.2%	(37.8%)
2010	11991.6	4180.4	34.9%	34.5%
2011	14588.6	5242.5	35.9%	25.4%
2012	16208.7	5536.4	34.2%	(5.6%)
2013	16647.9	4968.0	29.8%	(10.3%)
2014	17228.6	4657.8	27%	(6.2%)
2015	16702.1	3134.2	18.8%	(32.7%)
2016	17406.7	3025.6	17.4%	(3.5%)
2017	18906.6	3608.8	19.1%	19.3%

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على التقرير السنوية لبنك الجزائر، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر، أعداد مختلفة.

الفصل الرابع: فعالية صناديق الاستثمار الجزائرية في الحد من آثار الأزمات النفطية

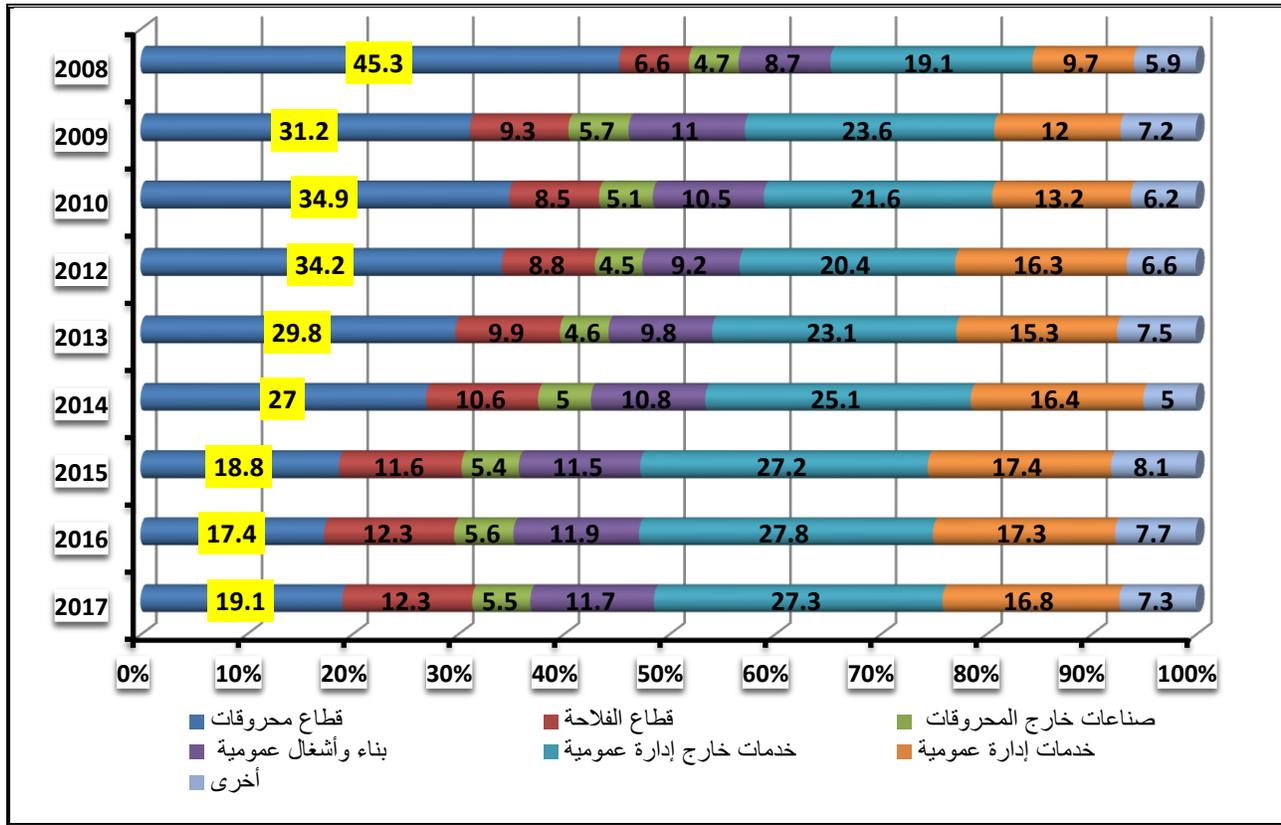
شهد حجم الناتج المحلي الإجمالي في الجزائر تقلبات عدة في معدلات نموه تتناسب مع تقلبات أسعار النفط التي مارست بدورها تأثيرا مباشرا على قيمة العائدات النفطية خلال الفترة (2001-2008) فعندما أخذت أسعار النفط منحى الارتفاع الذي انتقلت بموجبه من 23.1 دولار لبرميل في عام 2001 إلى 94.4 دولار للبرميل عام 2008 أخذت العائدات النفطية نفس المنحى وارتفعت من 1443.9 مليون دينار إلى 4997.6 مليون دينار محققة متوسط معدل نمو سنوي قدره 20% خلال ذات الفترة، ليحقق نتيجة لذلك الناتج المحلي الإجمالي متوسط معدل نمو سنوي قدره 15% ليصل إلى 11043.7 مليون دينار في 2008 مقارنة بنحو 4227 مليون دينار فقط عام 2001.

وفي نهاية عام 2008 ألقت الأزمة المالية بضالها على أسواق النفط التي أخذت فيها الأسعار بالانخفاض بشكل حاد إلا أن استقرت عند 61 دولار للبرميل في عام 2009 ما ترتب عنه تراجع كبير في قيمة العائدات النفطية لتصل إلى 3109.1 مليون دينار محققة نسبة تراجع بلغت 38.7% بالمقارنة بالعام السابق والتي أدت بدورها إلى انخفاض الناتج المحلي الإجمالي ليصل إلى 996.8 مليون دولار في عام 2009.

ونظرا لأن العائدات النفطية تشكل الجزء الرئيسي من الناتج المحلي الإجمالي فقد صاحب تقلبات العائدات النفطية الناتجة عن بتذبذب مستويات أسعار النفط خلال الفترة (2010-2017) تقلب مماثل في الناتج المحلي الإجمالي، فعند عودة الانتعاش للاقتصاد العالمي وتعافيه من تبعات الأزمة المالية تزايدت الطلب على النفط لترتفع الأسعار وتتجاوز 100 دولار للبرميل خلال عامي 2012 و 2013 مما دفع بالعائدات النفطية للارتفاع لتصل إلى 4968 مليون دينار وفي ضوء ذلك ارتفع الناتج المحلي الإجمالي ليصل إلى 16647.9 مليون دينار خلال عام 2013، في المقابل كان انخفاض الأسعار ومن ثم العائدات خلال عام 2015 بنسبة 32.7% مقارنة بعام 2014 لتصل إلى 3134.2 مليون دينار ومسايرة لحركة أسعار النفط المنخفضة استمرت في التراجع لتصل إلى 3025.6 مليون دينار عام 2016 الأثر السلبي على الناتج المحلي الإجمالي الذي تراجع بدوره إلى 16702.1 مليون دينار بعد أن كان يصل إلى 17228.6 مليون دينار خلال عام 2014.

مما يشير إلى دور وأهمية القطاع النفطي في تحديد حجم ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي هو حصة مساهمته المتزايدة في تشكيل الناتج التي بلغت كمتوسط لها خلال الفترة 2000-2017 نسبة 41.7% ويتضح من خلال ذلك ضعف مساهمة القطاعات والنشاطات الاقتصادية الأخرى في بناء الناتج المحلي الإجمالي في الجزائر، وهو الأمر الذي يمكن الوقوف عليه من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (01-04) التوزيع القطاعي لإجمالي الناتج المحلي في الجزائر الوحدة (٪)



المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على التقرير السنوية لبنك الجزائر، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر، أعداد مختلفة.

إن قطاع المحروقات في الجزائر يمثل حجر الأساس لعملية التنمية الاقتصادية نظرا لما يوفره من حوافز مباشرة وغير مباشرة للصناعات المختلفة سواء للسوق المحلية أو للتصدير، فهو يلعب دورا مزدوجا في عملية التنمية فمن ناحية يساعد على التوسع في النشاطات الاقتصادية المختلفة لاسيما الصناعية منها ومن جهة ثانية فإن التوسع في النشاطات يؤدي إلى التوسع في الطلب على المحروقات مما يترتب عليه زيادة العائدات النفطية ليكون له الأثر الأكبر على التنمية الاقتصادية.

وعند فحص تطور هيكل الناتج المحلي الإجمالي يتضح سيطرة قطاع المحروقات على حساب القطاع الأخرى التي لم تساهم إلا بنسب ضئيلة نسبيا إذا ما قورنت بالقطاع النفطي، فعلى سبيل المثال لم تتجاوز مساهمة قطاع الصناعة خارج المحروقات في الناتج نسبة 5% طوال الفترة 2008-2017 كما لم تتجاوز أيضا مساهمة كل من قطاع الفلاحة وقطاع البناء والأشغال العمومية نسبة 12% خلال ذات الفترة، في حين نمت حصة مساهمة قطاع خدمات خارج الإدارة العمومية من 19.1% عام 2008 إلى 27.3% عام 2017 شانه في ذلك شان قطاع خدمات الإدارة العمومية الذي ارتفعت نسبة مساهمته من 9.7% إلى 16.8% خلال ذات الفترة.

الفصل الرابع:

فعالية صناديق الاستثمار الجزائرية في الحد من آثار الأزمات النفطية

ثانياً- النفط والموازنة العامة للدولة: تمثل الإيرادات النفطية الجزء الرئيسي ضمن بنود الإيرادات العامة للموازنة مما يعني أن وضع وسلوك الموازنة العامة في الجزائر يتأثر بشكل مباشر بتقلبات الإيرادات النفطية التي تمتاز بعدم الاستقرار والتذبذب في حصيلتها نتيجة لارتباطها بشكل أساسي بمستويات أسعار النفط الذي تتصف بعدم الاستقرار وعدم وضوح الرؤيا المستقبلية في أسوقها.

الجدول رقم (04-06) مساهمة النفط في الموازنة العامة للدولة للفترة (2000-2017)

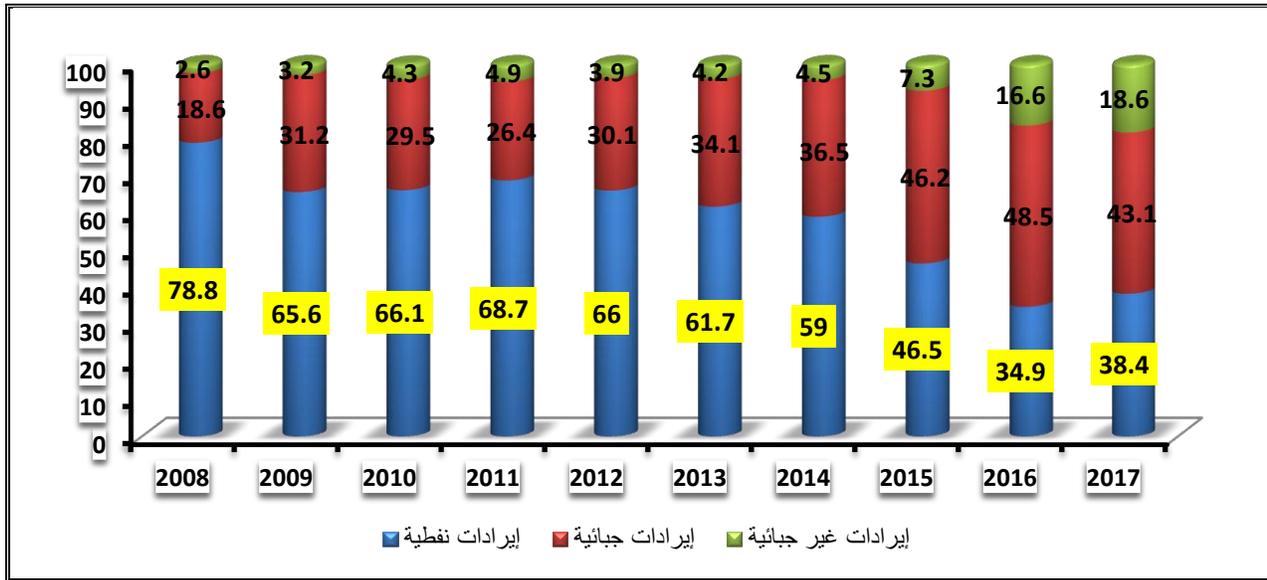
السنوات	الإيرادات العامة (مليار دينار)	الإيرادات النفطية (مليار دينار)	نسبة مساهمة الإيرادات النفطية %	معدلات نمو الإيرادات النفطية
2000	1578.1	1213.2	76.9%	-
2001	1505.5	1001.4	66.5%	(17.5)
2002	1603.2	1007.9	62.8%	0.6%
2003	1974.4	1350	68.3%	33.9%
2004	2229.7	1570.7	70.4%	16.5%
2005	3082.6	2352.7	76.3%	49.8%
2006	3639.8	2799	76.9%	18.9%
2007	3687.8	2796.8	75.8%	(0.8%)
2008	5190.5	4088.6	78.8%	46.2%
2009	3676	2412.7	65.6%	(41%)
2010	4392.9	2905	66.1%	20.4%
2011	5790.1	3979.7	68.7%	37%
2012	6339.3	4184.3	66%	5.2%
2013	5957.5	3678.1	61.7%	(12.1%)
2014	5738.4	3388.4	59%	(7.8%)
2015	5103.1	2373.5	46.5%	(29.9%)
2016	5110.1	1781.1	34.9%	(24.9%)
2017	6182.8	2372.5	38.4%	33.2%

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على التقرير السنوية لبنك الجزائر، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر، أعداد مختلفة.

تتبع الأهمية النسبية للإيرادات النفطية في تحديد معالم وضع الموازنة العامة للجزائر من خلال نسبة مساهمتها المتزايدة ضمن بنود الإيرادات العامة التي نجد عند تتبع التطورات التي مرت بها هذه الأخيرة أنها تتحدد أساسا بحجم الإيرادات النفطية التي ترتبط بدورها بمستويات أسعار النفط في الأسواق الدولية مما يعني أن الموازنة العامة تتأثر بشكل مباشر بالتغيرات التي تسجلها أسعار النفط، فعند انخفاض أسعار النفط ومن ثم الإيرادات النفطية من 1213.2 مليار دينار عام 2000 إلى 1001.4 مليار دينار عام 2001 ترتب عن ذلك انخفاض مماثل في الإيرادات العامة التي تراجعت من 1578.1 إلى 1505.5 مليار دينار وتقلصت بذلك نسبة مساهمة الإيرادات النفطية في الإيرادات العامة من 76.9% إلى 66.2% خلال ذات الفترة، في حين أدت فورة أسعار النفط بداية من عام 2004 إلى زيادة كبيرة في الإيرادات النفطية التي تضاعفت إلى ثلاثة أضعاف عام 2008 لتصل إلى 4088.6 مليار دينار بعد أن كانت لا تتجاوز 1350 مليار دينار عام 2003، هذا ما أدى إلى تعزيز مساهمة الإيرادات النفطية في هيكل الإيرادات العامة التي انتقلت من 62.8% عام 2002 إلى 75.8% عام 2007 وصولا إلى أعلى نسبة مساهمة لها وهي 78.7% عام 2008.

بعد أن عرفت الإيرادات العامة تراجع كبير في قيمتها خلال عام 2009 الذي بلغت قيمته 1514.5 مليار دينار دفعة واحدة لتصل إلى 3676 مليون دينار بسبب التدهور الكبير الذي سجلته الإيرادات النفطية التي حققت انخفاض قدره 1675.9 مليار دينار مقارنة بعام 2008، عادت للارتفاع من جديد خلال السنوات اللاحقة لتصل إلى 6339.3 مليار دينار في عام 2012 وذلك عندما وصلت الإيرادات النفطية لقيمة 4184.3 مليار دينار إلا أن الانهيارات المتلاحقة التي شهدتها أسعار النفط خلال 2015 ساهمت في تقلص حجم الإيرادات النفطية التي انخفضت من 3388.4 مليار دينار عام 2014 إلى 2373.5 مليار دينار عام 2015 وإلى 1781.1 مليار دينار عام 2016 وهو أدنى مستوى لها منذ عام 2004 وكمحصلة للتراجع الكبير في الإيرادات النفطية تراجعت الإيرادات العامة إلى 5110.1 مليار دينار عام 2016 بعد أن كانت تصل إلى 5975.5 مليار دينار عام 2013. إن تحليل التطورات التي مرت بها الإيرادات العامة يجعل منها متغير تابعا للإيرادات النفطية في المقابل يبين مدى ضعف مساهمة الإيرادات الغير نفطية (الإيرادات الجبائية وغير جبائية) في تشكيلها وهو الأمر الذي يوضحه أكثر الشكل التالي:

الشكل رقم (04-02) هيكل الإيرادات العامة في الجزائر خلال الفترة (2009-2017) الوحدة (%)



المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا التقرير السنوية لبنك الجزائر، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر، أعداد مختلفة.

بفحص هيكل الإيرادات العامة يتضح جليا أن حجم ومعدل نمو الإيرادات العادية مرتبط بشكل أساسي بالعائدات النفطية التي أسهمت بشكل كبير في زيادة الناتج المحلي الإجمالي وزيادة القيمة المضافة المتولدة عن القطاعات غير نفطية الأمر الذي وسع من حجم الوعاء الضريبي من ناحية ومن ناحية أخرى يؤدي كذلك ارتفاع العائدات النفطية إلى زيادة توفر النقد الأجنبي وزيادة حجم الواردات ومن ثم زيادة الإيرادات الجمركية للدولة¹.

إن السمة التي يمكن استخلاصها من تطورات نسب مساهمة الإيرادات العادية في مجمل الإيرادات العامة هي درجة ارتباطها بأداء الإيرادات النفطية، فعند انخفاض نسبة مساهمة الإيرادات النفطية من 78.8% عام 2008 إلى 65.6% عام 2009 بسبب الانتكاسة التي تعرضت لها أسعار النفط ومن ثم قيمة الإيرادات المتولدة عنها قابل ذلك ارتفاع في نسبة مساهمة الإيرادات العادية من 21.2% إلى 34.4% خاصة بسبب الارتفاع القوي في حصيلة الإيرادات الجبائية التي انتقلت من 1101.8 مليار دينار عام 2008 إلى 1263.3 مليار دينار في 2009 مدفوعة بزيادة حصيلة الضرائب على الدخل والأرباح التي ارتفعت لوحدها بمقدار 130 مليار دينار.

وبعودة الاستقرار إلى الأسواق النفطية وانتعاش أسعارها استقرت نسبة مساهمة الجباية النفطية عند 68.7% و 66% عام 2011 و 2012 على التوالي لتراجع بفعل الأزمة النفطية إلى 46.5% عام 2015 وإلى 34.9% في عام 2016

¹ بلقلة براهيم، سياسات الحد من الآثار الاقتصادية غير المرغوبة لتقلبات أسعار النفط على الموازنة العامة في الدول العربية المصدرة للنفط مع الإشارة إلى حالة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص 157.

الفصل الرابع: فعالية صناديق الاستثمار الجزائرية في الحد من آثار الأزمات النفطية

وهو أدنى مستوى لها منذ عام 1997 لتفتح بذلك المجال أمام الإيرادات العادية التي ارتفعت نسبة مشاركتها إلى 65.1% في عام 2016 وارتفعت معها نسبة تغطيتها للنفقات العامة إلى 45.6% في 2016 بعد أن كانت لا تتعدى 33.6% عام 2010.

ما تجدر الإشارة إليه هنا أن زيادة مساهمة الإيرادات العادية ضمن هيكل الإيرادات العامة مؤخرا لا يعني إتباع الدولة لسياسة ضريبية جديدة أو تحسن في إيرادات القطاع العام من النشاطات الاقتصادية وإنما هي زيادة ظاهرية كانت نتيجة انخفاض مساهمة الجباية البترولية في مجمل الإيرادات العامة، وبناء على ذلك يجب على الدولة تبني بعض الإصلاحات والسياسات الرامية لتنوع مصادر إيراداتها بعيدا عن النفط المتفاقم من خلال زيادة حصيلته الإيرادات الضريبية بهدف رفع مرونة الموازنة العامة وتعزيز قدرتها في التصدي للأزمات المترتبة عن انخفاض أسعار النفط.

ثالثا- النفط وإجمالي الصادرات: يعتبر التغير في رصيد الميزان التجاري محصلة للتغيرات الحاصلة في كل من الصادرات والواردات وفي ظل هيمنة النفط على هيكل إجمالي الصادرات في الجزائر، فإن نتيجة رصيد الميزان التجاري ما هي إلا انعكاس لتقلبات أسعار النفط التي تمارس أثرا مباشرا على عائدات صادرات المحروقات التي تمثل حجر الزاوية لبنية الاقتصاد الجزائري.

الجدول رقم (04-07) مساهمة النفط في إجمالي الصادرات للفترة (2001-2017)

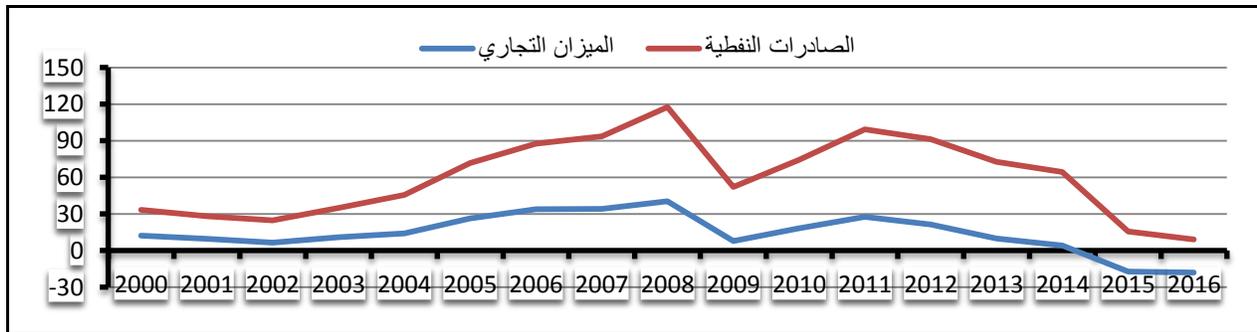
السنوات	إجمالي الصادرات (مليون دولار)	الصادرات النفطية (مليون دولار)	نسبة مساهمة الصادرات النفطية	معدلات نمو الصادرات النفطية
2001	19132	18484	96.6	-
2002	18825	18090	96.1%	(2.13%)
2003	24465	23988	98.05%	32.6%
2004	32217	31550	97.9%	31.5%
2005	46334	45588	98.4%	44.5%
2006	54741	53608	97.9%	17.6%
2007	60590	59605	98.4%	11.2%
2008	78590	77194	98.2%	29.5%
2009	45186	44415	98.3%	(42.5%)

26.5%	98.3%	56121	57091	2010
27.7%	98.3%	71661	72888	2011
(1.5%)	98.4%	70584	71736	2012
(9.7%)	98.4%	63663	64713	2013
(8.3%)	97.3%	58362	59996	2014
(43.4%)	95.7%	33081	34566	2015
(15.6%)	95.2%	27918	29310	2016
18.9%	96.1%	33202	34569	2017

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على التقرير السنوية لبنك الجزائر، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر، أعداد مختلفة.

يتبين من خلال البيانات الواردة في الجدول أعلاه هيمنة الصادرات النفطية على الحصة الأكبر في إجمالي الصادرات الجزائرية التي تحطت حاجز 95% طوال الفترة (2001-2017) أما في ما يخص الصادرات خارج المحروقات فتبقى مستوياتها ضعيفة هيكلية وبعيدة عن القدرة الكامنة للاقتصاد الوطني في هذا المجال بالإضافة لضعف تنافسياتها، هذا ما جعل رصيد الميزان التجاري للجزائر عرضة للتقلبات تتناسب مع التقلبات التي تشهدها أسعار النفط التي تمارس أثرا سلبيا على عائدات صادرات النفط، ويشهد على ذلك تحول رصيد الميزان التجاري من فائض بلغ 4306 مليون دولار عام 2014 إلى عجز بلغ 17034 مليون دولار عام 2015 وإلى 17844 مليون دولار عام 2016 نتيجة لانهيار أسعار النفط خلال تلك الفترة.

الشكل رقم (03-04) تطورات العلاقة بين رصيد الميزان التجاري والصادرات النفطية (2000-2017)



المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على معطيات الجدول رقم (04-07)

الفصل الرابع: فعالية صندوق ضبط الإيرادات في الحد من آثار الأزمات النفطية

المبحث الثاني: فعالية صندوق ضبط الإيرادات في الحد من آثار الأزمات النفطية على الموازنة العامة للدولة

تتصف الإيرادات النفطية بالتذبذب وعدم اليقين كما أن مصدرها خارجي إضافة إلى أن الأصل المشتق منها ناضب فهذه الخصائص خاصة الثلاث الأولى منها تؤثر في مسار الإنفاق العام ومن ثم على وضعية الموازنة العامة للدولة بشكل عام ولتحديد آثار الأزمات النفطية التي تحدث نتيجة التذبذب واللايقين في أسعار النفط ومن ثم حجم الإيرادات النفطية على الموازنة العامة شكلت الجزائر صندوق يعمل على ضبط الإيرادات من خلال امتصاص فائض الإيرادات الجباية النفطية الذي يفوق تقديرات قانون المالية من ناحية وتمويل عجزها عند انكماش مواردها من ناحية ثانية ليشكل بذلك صندوق استقرار يعمل على امتصاص الصدمات النفطية واحتواء آثارها على الموازنة العامة.

المطلب الأول: ماهية صندوق ضبط الإيرادات

أدى الاعتماد المتزايد على الإيرادات النفطية التي ترتبط بتقلبات أسعار النفط كمورد أساسي لتغطية حجم نفقاتها المتزايدة إلى تقلب وعدم استقرار الموازنة العامة للدولة ولتلافي عدم استقرار وضعية الموازنة أنشأت الجزائر كغيرها من الدول النفطية صندوق استقرار يعمل على ضبط إيراداتها المالية عبر برمجة تدفق الإيرادات النفطية المتقلبة نحو الموازنة العامة.

أولاً- لمحة تاريخية حول صندوق ضبط الإيرادات: ساعدت الظروف المواتية التي تميزت بارتفاع الإيرادات النفطية منذ مطلع عام 2000 على تحقيق الجزائر لفوائض مالية معتبرة، وقصد الاستفادة من هذه الفوائض واستغلالها للحفاظ على استقرار الموازنة العامة للدولة أنشأت الجزائر صندوق ضبط الإيرادات الذي تأسس بمقتضى المادة 10 من قانون المالية التكميلي الذي صدر في 27 جوان 2000 التي نصت على فتح في حسابات أو كتابات الخزينة حساب تخصيص رقم 103-302 بعنوان "صندوق ضبط الإيرادات" تتمثل مصادر تمويله في فائض الجباية النفطية التي تتجاوز تقديرات قانون المالية بالإضافة إلى كل الإيرادات الأخرى المتعلقة بسير الصندوق، ليتم استعمالها في تمويل العجز في الموازنة العامة الذي قد يحدث مستقبلاً في حالة انخفاض أسعار النفط، بالإضافة إلى التكفل بالتنسيق مع البنك المركزي بتسديد وتخفيض المديونية الخارجية¹.

¹ المادة 10 من قانون المالية التكميلي سنة 2000، المؤرخ في 27 جوان 2000، ص 7.

الفصل الرابع: فعالية صناديق الاستثمار الجزائرية في الحد من آثار الأزمات النفطية

وتزامن مع شروع الحكومة في تنفيذ سياسة الدفع المسبق للمديونية العمومية أضاف قانون المالية لسنة 2004 في باب الإيرادات تسبيقات بنك الجزائر الموجهة للتسيير للنشط للمديونية الخارجية لتكون مصدرا من مصادر تمويل الصندوق¹. وجاء قانون المالية التكميلي لسنة 2006 ليوسع أهداف الصندوق لتشمل تمويل عجز الخزينة دون أن يقل رصيد الصندوق عن "740 مليار دينار جزائري"² هذا ما يعني أن هدف الصندوق يتمثل في تمويل أي عجز يشمل الخزينة العمومية مهما كان سبب هذا العجز، بالإضافة إلى أن رصيد الصندوق يجب أن لا يقل عن 740 مليار دينار، وبهذا فقد أصبح صندوق ضبط الموارد يشكل مصدرة مالية تستعملها الحكومة لتحديد الأزمات النفطية المتمثلة في الانخفاض الكبير لأسعار النفط ومن ثم الإيرادات النفطية واحتواء أثارها على الموازنة العامة للدولة. وقد مر صندوق (FRR) بمراحل هامة في تاريخه نوجزها في الجدول التالي:

الجدول رقم (04-08) التطور التاريخي لصندوق ضبط الإيرادات (FRR)

الحدث	الفترة
تحديد سعر المرجعي للنفط بقيمة 19 دولار/برميل وتأسيس صندوق ضبط الإيرادات	2000
إضافة تسبيقات بنك الجزائر لتكون ضمن مصادر صندوق ضبط الإيرادات	2004
توسيع نطاق عمل الصندوق ليشمل تمويل عجز الخزينة العمومية شرط أن لا يقل رصيد الصندوق على 740 مليار دينار	2006
رفع السعر المرجعي للنفط إلى 37 دولار/ برميل ووصول رصيد الصندوق إلى 4280 مليار دينار	2008
رصيد الصندوق يصل إلى أعلى قيمة له منذ تأسيسه التي بلغت 5633 مليار دينار	2012
رصيد الصندوق يصل إلى أدنى مستوى له منذ تأسيسه وهو 784.5 مليار دينار	2016
تم رفع سعر المرجعي للنفط إلى 50 دولار للبرميل بعد صدور قانون المالية عام 2017	2017
تم إلغاء الحد الأدنى الإلزامي لرصيد الصندوق (740 مليار دينار) الذي جاء به قانون المالية التكميلي لعام 2006	2017
نفاذ موجودات صندوق ضبط الإيرادات	2018

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا بيانات متفرقة.

ثانيا - دوافع إنشاء صندوق ضبط الإيرادات: ساهمت مجموعة من العوامل الداخلية والخارجية في إنشاء صندوق ضبط الإيرادات يمكن حصرها في ما يلي:

¹ وفقا للمادة 66 من قانون رقم 23-22 المؤرخ في 28 ديسمبر 2003 المتضمن لقانون المالية لسنة 2004، ص28.

² وفقا للمادة 25 من قانون رقم 06-04 المؤرخ في 15 يوليو 2006 المتضمن لقانون المالية التكميلي لسنة 2006، ص8.

الفصل الرابع: فعالية صناديق الاستثمار الجزائرية في الحد من آثار الأزمات النفطية

1. العوامل الداخلية: يعاني الاقتصادي الجزائري من اختلالات هيكلية خطيرة نتيجة ارتباطه القوي بقطاع المحروقات الذي يظهر تأثيره على الاقتصاد وفقا للمستويات التالية¹:

أ- تأثير قطاع المحروقات على الناتج المحلي الإجمالي: يشكل قطاع المحروقات أكثر من ثلث الناتج المحلي الإجمالي أي أن حركة أسعار هذا القطاع مابين الارتفاع والانخفاض ستترك أثرا مباشرا على ثلث الناتج المحلي مما يعني أن معدل النمو الاقتصادي في الجزائر يتحدد بشكل كبير بمعدل النمو الذي يسجله قطاع المحروقات.

ب- تأثير قطاع المحروقات على الميزان التجاري: تعاني الجزائر من التركيز السلبي في مجمل صادراتها بحيث تستحوذ الصادرات النفطية على أكثر من 97% منها الأمر الذي زاد من حدة ارتباط ميزانها التجاري بأداء صادرات النفط بشكل جعله يتعرض لتقلبات حادة بسبب التغيرات في أسعار النفط التي تحددها مجموعة من العوامل في مقدمتها اتجاهات معدل النمو الاقتصادي العالمي. معدل نمو

ج- تأثير قطاع المحروقات على الموازنة العامة للدولة: تعد الجباية النفطية المورد الرئيسي للإيرادات العامة للدولة بحيث تتجاوز حصتها ثلثي الإيرادات العامة مما يعني أن وضعية الموازنة العامة تتأثر بشكل مباشر بالتغيرات التي تسجلها أسعار النفط على مستوى الأسواق العالمية، وباعتبار أن تمويل السياسات الاقتصادية العامة للدولة يتم بواسطة الموازنة العامة من خلال قناة الإنفاق العام يمكن القول أن أداء المحروقات يعد المحدد الرئيسي لاستقرار واستمرار تنفيذ مختلف السياسات الاقتصادية في الجزائر.

د- ضعف الطاقة الاستيعابية للفوائض المالية: بالرغم من قيام الجزائر ببرامج تنمية طموحة منذ الاستقلال استنفذت الجزء الأكبر من عوائدها إلا أن مشكلة الطاقة الاستيعابية لم تحل بعد لأنها لا تكمن فقط في ضيق أفق مجال استثمار الفوائض المالية المتراكمة وتحسين المؤشرات الاقتصادية وتحقيق العدالة في توزيع الثروة، ولكن المشكلة الحقيقية تكمن في العجز في تحويلها إلى رأس مال عيني ووسائل إنتاج قادرة على خلق مناصب شغل وقيمة مضافة تؤدي في النهاية وفي إطار سياسة تنمية واضحة إلى تحولات هيكلية اقتصادية واجتماعية تقلل من الاعتماد الكلي على البترول.

¹ بوفليح نبيل، مرجع سبق ذكره، ص 200.

2. العوامل الخارجية: ساهمت إضافة إلى العوامل الداخلية بعض العوامل الخارجية في حث الجزائر على إنشاء صندوق ضبط الإيرادات تتمثل في ما يلي:

أ- تقلبات أسعار النفط في الأسواق العالمية: تتسم أسعار النفط بالتذبذب وعدم الاستقرار على مستوى الأسواق الدولية للطاقة نظرا لارتباطها بمجموعة من العوامل الاقتصادية كالطلب على النفط التي تحدده الحركية والنشاط الاقتصادي في الدول المتقدمة والدول الناشئة والعرض النفطي الذي تحدده الطاقة الإنتاجية ونظام الحصص التي تضعها منظمة الأوبك بالإضافة للعوامل المناخية والجيوسياسية، وهو ما يجعل اقتصاديات الدول النفطية ومن بينها الجزائر عرضة للصدمات النفطية التي تحدثها أسعار النفط المنخفضة، وأمام هذه التحديات وجدت الحكومة نفسها مضطرة للبحث عن آلية كفيلة بامتصاص الفوائض المالية النفطية المتراكمة في حال ارتفاع أسعار النفط والاحتفاظ بها في شكل احتياطات توجه لاحتواء ارتدادات الصدمات النفطية على الاقتصاد الوطني؛

ب- التحسب للنضوب المستقبلي للنفط: منذ أزمة الطاقة الأولى وانتصار العرب على الكيان الصهيوني والدول الغربية تحاول تفرغ سلاح النفط من مضمونه من خلال ترشيد استهلاك الطاقة والتفكير الجدي في البحث عن مصادر بديلة للنفط وفي سبيل ذلك تبنت الدول الغربية على رأسها الولايات المتحدة الأمريكية وبعض دول أوروبا استراتيجيات متعددة منها استخدام الطاقات المتجددة كالطاقة الشمسية والرياح والتوسع في بناء محطات الطاقة النووية للأغراض السلمية، مما يؤثر على مستقبل استخدام النفط كمصدر للطاقة ما يشير إليه البعض بانتهاء عصر النفط¹، بالإضافة إلى العمر الافتراضي القصير للاحتياطات المؤكدة للجزائر من النفط مما ينذر بنفاذها في المستقبل القريب.

ج- رواج فكرة إنشاء صناديق الثروة السيادية بين الدول النفطية: لاقت فكرة إنشاء صناديق الثروة السيادية نجاحا لافت في اقتصاديات الدول المصدرة للنفط على غرار الكويت والإمارات السعودية والنرويج مما حث الجزائر على إنشاء صندوق ضبط الإيرادات وإن كانت خطوة متأخرة وتجربة حديثة إذا ما قورنت بالتجارب السابقة.

¹ محمد ناصر شحاتة، الخليج والطفرة النفطية الثانية.. أولويات الإنفاق، مجلة السياسات الدولية، المجلد 43، العدد 171، القاهرة، يناير 2008، ص 65.

الفصل الرابع: فعالية صناديق الاستثمار الجزائرية في الحد من آثار الأزمات النفطية

ثالثاً- موارد وحجم صندوق ضبط الإيرادات: يعتمد نمو حجم صندوق ضبط الإيرادات على نمو الجباية النفطية التي تمثل الممول الرئيسي لحجم أصوله والتي ترتبط بدورها بوضعية أسعار النفط في الأسواق العالمية، لذا تلعب هذه الأخيرة دوراً مهماً في تغذية موجودات الصندوق وأن أي خلل في هذه التغذية تنعكس عوارضه مباشرة على موارد الصندوق.

الجدول رقم (04-09) الجباية النفطية المنصبة في صندوق ضبط الإيرادات خلال الفترة (2000-2017)

السنة	مجموع الجباية النفطية	الجباية النفطية المنصبة في الموازنة العامة	الجباية النفطية المنصبة في (FRR)	نسبة تمويل (FRR) من الجباية النفطية (%)
2000	1.173.237	720.000	453.237	38.63%
2001	964.464	840.600	123.864	12.84%
2002	942.904	916.400	26.504	2.81%
2003	1.284.974	836.060	448.914	34.93%
2004	1.485.699	862.200	623.499	41.96%
2005	2.267.836	899.000	1.368.836	60.35%
2006	2.714.000	916.000	1.798.001	66.25%
2007	2.711.848	9.73.000	1.738.848	64.12%
2008	4.003.559	1.715.400	2.288.159	57.15%
2009	2.327.675	1.927.000	400.675	17.21%
2010	2.820.010	1.501.700	1.318.310	46.74%
2011	3.829.720	1.529.400	2.300.320	60.06%
2012	4.054.349	1.519.040	2.535.309	62.53%
2013	3.678.131	1.615.900	2.062.231	56.06%
2014	3.388.050	1.577.730	1.810.320	53.43%
2015	2.275.132	1.722.940	552.192	24.27%
2016	1.781.100	1.682.550	98.550	5.53%
2017	2.126.987	2.126.987	0	0%

المصدر: من إعداد الطالب اعتماداً على الملحق رقم (10).

شهدت إمدادات صندوق ضبط الإيرادات من الجباية النفطية تطورات ومراحل عدة منذ أن تم إنشائه إلى انتهاء موارده فخلال الفترة 2002-2008 التي سجلت فيها أسعار النفط ارتفاعات غير مسبوقه ارتفعت حصيلة الجباية النفطية المنصبة في الصندوق لتصل إلى 2.288.159 مليون دينار عام 2008 وهو ما يمثل 57.15% من إيرادات الجباية النفطية الكلية بعدما كانت لا تتجاوز 26.504 مليون دينار جزائري عام 2002 أو ما يمثل 2.81% فقط من إجمالي الجباية النفطية، ويفعل تداعيات الأزمة المالية على أسعار النفط التي تراجعت بشكل لافت تراجعت حصيلة الجباية النفطية المنصبة في الصندوق بنسبة 82% لتصل إلى 400.675 مليون دينار في عام 2009 وهي السنة التي لم تتجاوز فيها حصيلة الصندوق من الجباية النفطية نسبة 17.2% من إجمالي الجباية النفطية.

ونتيجة لمستويات أسعار النفط المرتفعة خلال الأربع سنوات الأولى من العقد الثاني للألفية الجديدة حققت الجباية النفطية ارتفاع مستمر في حصيلتها الإجمالية فانتقلت من 2.820.010 مليون دينار في عام 2010 إلى 3.678.131 مليون دينار في عام 2013 الأمر الذي مكن الدولة من تغطية كافة نفقاتها المدرجة في الموازنة العامة وتحقيق فائض في الجباية النفطية قدره 2.062.231 مليون دينار أو ما يعادل نسبة 62.5% من إجمالي الجباية النفطية لعام 2013 تم تحويله إلى صندوق ضبط الإيرادات، بيد أن انخيار أسعار النفط بداية من النصف الثاني لعام 2014 وما تبعها من انخفاضات متتالية في حصيلة إجمالي الجباية النفطية قلصت من حجم الإمدادات نحو الصندوق بحيث لم يتحصل سوى على 552.192 مليون دينار في عام 2015 وتراجعت أكثر حصته من الجباية النفطية خلال عام 2016 لتصل إلى 98.550 مليون دينار وهو ما يعادل 5.5% فقط من إجمالي الجباية النفطية.

مر حجم صندوق ضبط الإيرادات بتطورات عدة تتماشى والتطورات التي عرفتها الجباية النفطية التي تمثل المغذي الأساسي لموجودات الصندوق، والجدول التالي يوضح تطورات حجم الصندوق ومعدلات نموه ووزنه في الاقتصاد:

الجدول رقم (04-10) حجم صندوق ضبط الإيرادات خلال الفترة (2000-2016)

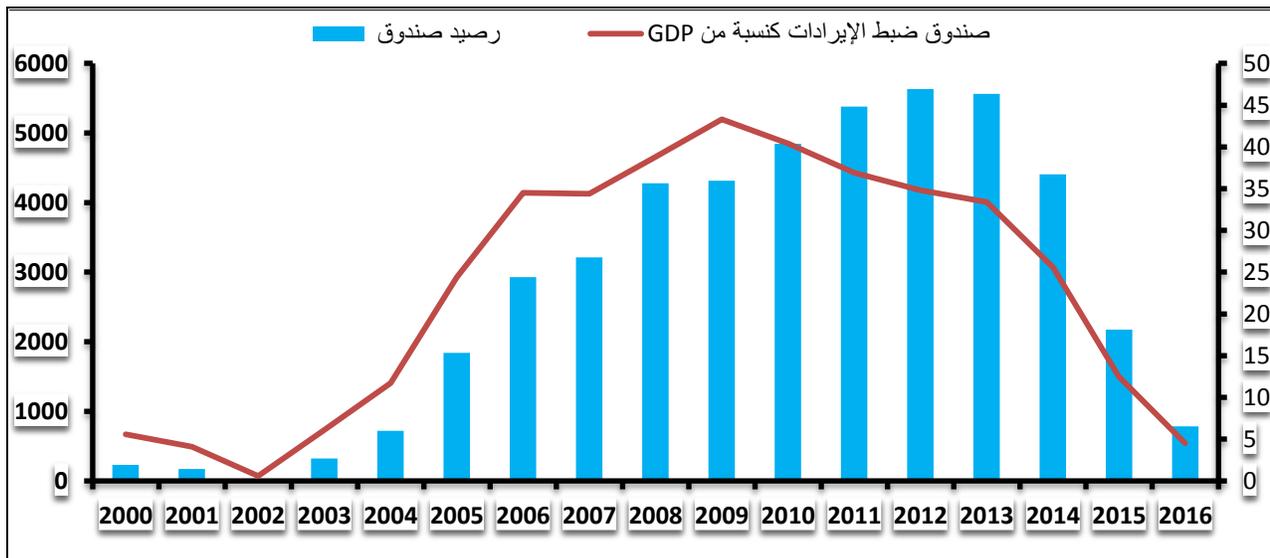
السنة	حجم الصندوق مليار دينار جزائري	نسبة نمو حجم الصندوق (FRR) (%)	نسبة موارد (FRR) من الإيرادات العامة للدولة	نسبة (FRR) من الناتج المحلي الإجمالي
2000	232.137	-	14.7%	5.6%
2001	171.534	(26.1)%	11.39%	4.1%
2002	27.978	(83.68)%	1.74%	0.6%
2003	320.892	1146.9%	16.25%	6.1%

11.7%	32.36%	124.9%	721.688	2004
24.4%	59.77%	155.33%	1842.686	2005
34.5%	80.52%	59.06%	2931.045	2006
34.4%	87.19%	9.70%	3215.531	2007
38.8%	82.46%	33.10%	4280.072	2008
43.3%	117.42%	8.50%	4316.465	2009
40.4%	110.24%	12.19%	4842.838	2010
36.9%	92.94%	11.12%	5381.703	2011
34.8%	88.87%	4.68%	5633.752	2012
33.4%	93.38%	(1.24)%	5563.511	2013
25.6%	76.82%	(20.76)%	4408.159	2014
12.5%	40.64%	(52.95)%	2073.846	2015
4.5%	15.35%	(62.17)%	784.458	2016

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على معطيات الجدول (04-05) و على الملحق رقم (10) وعلى:

- Ministère Des Finances : Rapport de Présentation du Projet de La Loi de Finances Pour 2016, P33.
- Ministère Des Finances : Rapport de Présentation du Projet de La Loi de Finances Pour 2017 et Prévisions 2018-2019, P41.

الشكل رقم (04-04) تطورات حجم صندوق ضبط الإيرادات خلال (2016-2000)



المصدر: من إعداد طالب بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (04-10).

من خلال الجدول والشكل المرفق له يتبين أن رصيد صندوق ضبط الإيرادات قد تراجع خلال عام 2002 إلى 27.9 مليار دولار بعد أن حقق رصيد قدره 232.1 مليار دينار سنة تأسيسه لينطلق بعد ذلك في مرحلة جديدة خلال الفترة (2000-2013) تميزت بالارتفاع المتواصل في رصيده فانتقل من 320.9 مليار دينار في عام 2003 إلى 2931.1 مليار دينار في عام 2006 وسبب ذلك هو اقتصر عمل الصندوق على تسديد الدين العمومي دون تمويل أي عجز في الموازنة العامة نتيجة لارتفاع أسعار النفط وتجاوزها السعر المرجعي* المحدد من طرف وزارة المالية.

مع إدخال تعديلات على أهداف الصندوق في عام 2006 لتشمل تمويل عجز الخزينة العمومية تم استخدام موارد الصندوق بالإضافة إلى الاستمرار في تسديد المديونية وتسديد تسبيقات بنك الجزائر تمويل عجز الخزينة العمومية المتزايد من سنة لأخرى نتيجة التوسع في الإنفاق الحكومي، إلا أن هذا لم يمنع الصندوق من أن يواصل نموه ولكن بمعدلات أقل مما كان عليه في السنوات السابقة ليصل إلى أعلى قيمة له وهي 5633.7 مليار دينار في نهاية عام 2012.

وتخلى الصندوق عن الارتفاعات المتواصلة التي حققها خلال السنوات السابقة نتيجة تراجع مداخيل الصندوق من الجباية البترولية التي تعد الممول الرئيسي له وسلك مسار منحدر بداية من عام 2014 التي وصل فيها رصيده إلى 4408.2 مليار دينار ليتراجع أكثر في عام 2015 حتى وصل إلى 2173.8 أي بنسبة انخفاض بلغت أكثر من 60% مقارنة مع عام 2013 وتبعاً لبيئة أسعار النفط المنخفضة وتراجع حصيلة الجباية المنصبة في الصندوق انخفض رصيده مرة أخرى إلى 784.5 مليار دينار في عام 2016 لتستنفذ موجودات الصندوق بالكامل خلال عام 2017.

الطلب الثاني: دور صندوق ضبط الإيرادات في استقرار الموازنة العامة للدولة

إن الدور الأساسي لصندوق ضبط الإيرادات هو تحقيق الاستقرار المالي للموازنة العامة وحمايتها من آثار الأزمات النفطية وذلك عند انخفاض حصيلة الإيرادات العامة نتيجة تدني وتراجع أسعار النفط في الأسواق العالمية بسبب التقلبات الاقتصادية التي تحصل بين الفينة والأخرى لأسباب متعددة، ويتحقق هذا الدور من خلال ضبط وبرمجة تدفق الإيرادات النفطية الموجهة لتغطية النفقات العامة وتمويل عجز الموازنة العامة للدولة.

* سعر النفط المرجعي تم تحديده بقيمة 19 دولار للبرميل في عام 2000 وانتقل إلى 37 دولار للبرميل في 2008 ليتم رفعه مرة أخرى إلى 50 دولار للبرميل بعد صدور قانون المالية عام 2017.

الفصل الرابع: فعالية صناديق الاستثمار الجزائرية في الحد من آثار الأزمات النفطية

أولاً- دور الصندوق في تخفيض المديونية العمومية: بعد أزمة الدين الخارجي التي عقتب الصدمة الخارجية 1986 وتفاقمه بشكل متزايد ليصل إلى 70% من إجمالي الناتج المحلي خلال عام 1994 لجأت الدولة إلى إعادة جدولة الدين الخارجي بين 1994 و1998 وانهجت إستراتيجية تهدف إلى تقليص المديونية العمومية التي تمثل أحد أهم الأهداف المحددة لصندوق ضبط الإيرادات (FRR).

الجدول رقم(04-11) دور صندوق ضبط الإيرادات في تخفيض المديونية العمومية

السنوات	حجم المديونية الخارجية (مليار دولار)	حجم المديونية الداخلية (مليار دينار)	المديونية الخارجية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي %	المديونية الداخلية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي %	دور (FRR) في تسديد المديونية (مليار دينار)
2000	25.261	1022.9	46.1	24.95	221.100
2001	22.701	1001.5	41.5	23.5	184.467
2002	22.642	982.5	39.9	21.7	170.060
2003	23.353	982.2	34.4	18.7	156.000
2004	21.821	1000	25.6	16.3	222.703
2005	17.192	1038.9	16.7	13.7	247.838
2006	5.612	1847.3	4.8	21.7	618.111
2007	5.795	1103.9	4.1	11.7	314.455
2008	5.921	734	3.3	6.6	465.438
2009	5.687	816.3	4.2	8.2	0
2010	5.536	1107.4	3.4	9.2	0
2011	4.410	1214.8	2.2	8.3	0
2012	3.694	1312.1	1.8	8.1	0
2013	3.396	1176.6	1.6	7.1	0
2014	3.735	1238.0	1.7	7.2	0
2015	3.020	2444.0	1.8	14.6	0
2016	3.849	3991.8	2.4	22.9	0

0	30.6	2.5	5790.8	3.989	2017
---	------	-----	--------	-------	------

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على كل من التقرير السنوية لبنك الجزائر، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر، أعداد مختلفة. وبيانات المديرية العامة للتنبؤ والسياسات بوزارة المالية لعام 2017.

يتبين من الجدول أعلاه الدور الفعال الذي قام به صندوق ضبط الإيرادات في تخفيض حجم المديونية التي مرت بمرحلتين: الفترة ما بين 2000-2008: اعتمدت الجزائر على موارد صندوق ضبط الإيرادات في قيمة تسديد المديونية العمومية وتميزت هذه المرحلة بما يلي:

- تذبذب حجم المديونية العمومية الداخلية فبعد أن تراجعت من مستوى 1022.9 مليار دينار عام 2000 إلى 982.2 مليار دينار عام 2003 عادت للارتفاع من جديد لتصل إلى 1847.3 مليار دينار عام 2006 ومرد هذا الارتفاع الأخير لجوء الحكومة للاقتراض الداخلي لتمويل عجز الموازنة العامة والاكتفاء باستعمال موارد صندوق ضبط الإيرادات لتسديد الدين العام الخارجي، لتسلك المديونية الداخلية مرة أخرى منحى تنازلي وانخفضت إلى 734 مليار دينار عام 2008 والسبب هذه المرة يعود إلى توسيع استخدام موارد الصندوق ليشمل تمويل عجز الخزينة وتقليل الاعتماد على الدين الداخلي في تمويل العجز بعد نجاح الصندوق في تقليص المديونية الخارجية، وفي هذا السياق تراجعت نسبة الدين الداخلي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي من 24.9% عام 2000 إلى 6.6% فقط عام 2008، وكانت أعلى تحويلات صندوق (FRR) الموجهة لتسديد المديونية خلال هذه المرحلة 618.111 مليار دينار خلال عام 2006.

- بعد استقرار حجم المديونية الخارجية خلال الفترة 2000-2003 في حدود 23 مليار دولار سجلت تراجع كبير في قيمتها ابتداء من عام 2004 التي بلغت فيها ما قيمته 21.8 مليار دولار لتخفيض إلى 17.2 مليار دولار عام 2005 لتسجل أدنى مستوى لها خلال هذه المرحلة عام 2006 وهو 5.6 مليار دولار لتستقر عند 5.9 مليار دولار في عام 2008، يعزى تراجع حجم المديونية الخارجية من 46% من الناتج المحلي الإجمالي في 2000 إلى 3.3% من الناتج المحلي الإجمالي عام 2008 إلى تنفيذ الحكومة لسياسة التسديد المسبق للمديونية بداية من 2004 والتوقف عن الاقتراض الخارجي نتيجة لارتفاع مستويات أسعار النفط وتحقيق فوائض مالية معتبرة على مستوى صندوق ضبط الإيرادات التي بلغت إجمالي تحويلاته الموجهة لتسديد المديونية العمومية خلال هذه الفترة أكثر من 2600 مليار دينار .

الفترة ما بين 2009-2017: توقفت الجزائر على استخدام موارد صندوق ضبط الإيرادات لتسديد المديونية العمومية نظرا لتحسن الوضعية المالية الخارجية للدولة بارتفاع أسعار النفط خاصة النصف الأول من هذه الفترة، وبمنظرة فاحصة على تطور حجم الدين الخارجي نجد أنه قد استمر في التراجع الذي حققه خلال المرحلة الأولى مؤكدا بذلك الاتجاه التنافسي الذي عرفه منذ 2004 بحيث تراجع من 5.6 مليار دولار عام 2009 إلى 4.4 مليار دولار عام 2011 وإلى أدنى مستوى له على الإطلاق خلال القرن الحالي وهو 3.02 مليار دولار في عام 2015 ولم يشكل بذلك سوى 1.8% من الناتج المحلي الإجمالي¹. في المقابل سجل حجم الدين العمومي الداخلي ارتفاع محسوس فانتقل من 816.3 مليار دينار عام 2009 إلى 1312.1 مليار دينار عام 2012 وتفسر هذه الزيادة أساسا بتمويل عمليات التطهير مؤسسات عمومية اقتصادية خلال عام 2012²، وبعد تراجعه إلى 1238 مليار دينار في عام 2014 عاود الارتفاع من جديد ليصل إلى أعلى مستوى له خلال هذه الفترة وهو 5790.8 مليار دينار عام 2017 ويعزى هذا الارتفاع إلى كل من تعبئة الموارد المالية التي تمت في إطار القرض الوطني للنمو الاقتصادي بمبلغ 569.1 مليار دينار وعمليات تطهير الأوضاع المالية للمؤسسات العمومية بمبلغ إجمالي قدره 605.8 مليار دينار لعام 2016³.

ثانيا- دور الصندوق في تمويل عجز الخزينة العمومية: يهدف صندوق ضبط الإيرادات إلى استقرار الموازنة العامة للدولة من خلال امتصاص فائض إيرادات الجباية النفطية الناتجة عن مستوى أعلى لأسعار النفط على تلك المتوقعة ضمن قانون المالية (الموجهة للموازنة العامة) وتمويل عجزها عند حدوث نقص في مواردها مرة أخرى عند تراجع أسعار النفط.

الجدول رقم (04-12) دور صندوق ضبط الإيرادات في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة (مليون دينار)

السنوات	الإيرادات العامة للدولة	النفقات العامة للدولة	رصيد الموازنة العامة للدولة	رصيد الخزينة العمومية	مساهمة (FRR) في تمويل الخزينة	نسبة (FRR) في تمويل الخزينة
2000	1124.924	1178.122	-53.198	-54.381	0	-
2001	1389.737	1321.08	68.709	55.226	0	-
2002	1576.684	1550.646	26.038	-16.065	0	-
2003	1525.551	1690.175	-164.624	-10.256	0	-

¹ بنك الجزائر، التقرير السنوي 2015 التطور الاقتصادي و النقدي للجزائر، نوفمبر 2016، ص 67.

² وزارة المالية، مذكرة ر مشروع قانون المالية لسنة 2014، ص 6.

³ وزارة المالية، مذكرة ر مشروع قانون المالية لسنة 2018 وتقديرات 2019-2020، ص 17.

-	0	-187.312	-285.372	1891.769	1606.397	2004
-	0	-472.165	-338.045	2052.037	1713.992	2005
%14.14	91.530	-647.310	-611.089	2453.014	1841.925	2006
%41.49	531.952	-1281.954	-1159.519	3108.569	1949.050	2007
%54.89	758.180	-1381.158	-1288.603	4191.051	2902.448	2008
%32.71	364.282	-1113.701	-970.972	4246.334	3275.362	2009
%52.92	791.937	-1496.476	-1392.296	4466.940	3074.644	2010
%71.35	1761.455	-2468.847	-2363.759	5853.569	3489.810	2011
%70.33	2283.260	-3246.197	-3254.143	7058.173	3804.030	2012
%96.67	2132.472	-2205.945	-2128.816	6024.131	3895.315	2013
%93.08	2965.672	-3185.994	-3068.021	6995.769	3927.748	2014
%90.00	2886.505	-3172.340	-3103.789	7656.331	4552.542	2015
%59.22	1387.938	-2343.735	-2285.913	7297.494	5011.581	2016
%49.32	784.458	-1590.283	-1234.745	7282.630	6047.885	2017

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على بيانات المديرية العامة للتنبؤ والسياسات بوزارة المالية لعام 2017.

بعد أن ساعدت موارد صندوق ضبط الإيرادات في السنوات الأولى من إنشائه على تخفيض حجم المديونية العمومية لمستويات متدنية تم استخدامها لتمويل عجز الموازنة العامة للدولة الذي بعد أن حقق فائض قدره 1.6% و 0.6% إلى الناتج المحلي الإجمالي خلال 2001 و 2002 على الترتيب أصبح يشكل بداية من عام 2003 ظاهرة دورية تزايدت من سنة لأخرى بحيث انتقل من 164 مليار دينار عام 2003 إلى 611 مليار دينار في 2006 وإلى نحو 1288 مليار دينار عام 2008 (11.7% من الناتج المحلي الإجمالي) ويعزى هذا الارتفاع المتواصل في عجز الموازنة العامة إلى تبني الحكومة لسياسة مالية توسعية ترمي إلى تحفيز النمو الاقتصادي الذي يعبر عنها ارتفاع الإنفاق الحكومي الاستثماري ضمن برنامج دعم النمو (2005-2009) الذي خصص له غطاء مالي قدره 150 مليار دولار لترتفع خلاله نسبة الإنفاق العام إلى الناتج المحلي الإجمالي من 32% عام 2003 إلى 38% عام 2008 وإلى نحو 42% عام 2009 التي قابلتها من جهة ثانية معدلات نمو أقل في الإيرادات العامة التي حققت نمو قدره 29% عام 2003 و 26.3% عام 2008 وأخيرا 33% عام 2009. وتباينت سياسات الحكومة في تمويل عجز الموازنة العامة فخلال الفترة 2000-

2005 اعتمدت على القرض الداخلي العام "التمويل البنكي" و"التمويل غير بنكي" لتمويل العجز لتتوسع خلال الفترة 2006-2009 لتشمل موارد صندوق ضبط الإيرادات لتمويل عجز الموازنة العامة للدولة.

ساعدت بيئة أسعار النفط المرتفعة خلال بداية العقد الحالي الجزائر على الاستمرار في انتهاز سياسة مالية توسعية التي تجسدت ضمن برنامج توطيد النمو (2010-2014) الذي خصص له غطاء مالي قدره 286 مليار دولار مما أدى إلى التوسع في حجم الإنفاق الحكومي ليصل إلى أكثر من 7058 مليار دينار عام 2012 أي ما يمثل 43.5% من الناتج المحلي الإجمالي في حين لم تشكل الإيرادات المالية سوى 23.5% من الناتج المحلي الإجمالي ليحقق نتيجة لذلك عجز الموازنة أعلى مستوى له خلال هذا البرنامج ووصل إلى أكثر من 3254 مليار دينار عام 2012 بنسبة تقارب 21% من الناتج المحلي الإجمالي ليستقر العجز في حدود 17.8% من الناتج المحلي الإجمالي عند نهاية البرنامج عام 2014.

باعتتماد الحكومة لبرنامج التنمية الخماسي (2015-2019) بغطاء مالي قدره 262 مليار دولار يعمل على تدعيم الاستثمارات العمومية واصل الإنفاق الحكومي ارتفاعه ليتقل من 6024 مليار دينار عام 2013 إلى أعلى مستوى له منذ بداية شروع الحكومة في مخططات التنمية وهو 7656 مليار دينار ليشكل ما نسبته 45.8% من الناتج المحلي الإجمالي مقابل 36% عام 2013، على عكس الإيرادات العامة التي لم تتعدى نسبتها 27.2% من الناتج المحلي الإجمالي عام 2015 متأثر بالانهيارات التي شهدتها أسعار النفط منذ سبتمبر 2014، ونتيجة لهذه التطورات في كل من الإيرادات والنفقات حقق عجز الموازنة العامة للدولة ارتفاع من 2128 مليار دينار عام 2013 إلى عجز قدره 3103 مليار دينار عام 2015 وهو ما يمثل 19% من الناتج المحلي الإجمالي ليتراجع خلال عام 2016 إلى 13% وإلى 6.5% خلال 2017 وهو أدنى مستوى له منذ عام 2006. على عكس معظم سنوات الفترة (2010-2016) أين كان يتم تمويل عجز الموازنة العامة من خلال اقتطاعات من موارد صندوق ضبط الإيرادات تطلب تمويل عجز الرصيد الإجمالي للخزينة العمومية ومنه عجز الموازنة لعام 2017 علاوة على آخر اقتطاع من هذا الصندوق الذي بلغ 784 مليار دينار ليستنفذ الصندوق كلياً، تم اللجوء إلى تمويلات أخرى من طرف البنك المركزي في إطار التمويل غير تقليدي¹. ما تجدر الإشارة إليه أن صندوق ضبط الإيرادات ساهم في تمويل عجز الموازنة العامة خلال (2000-2017) بطريقتين:

¹ بنك الجزائر، التقرير السنوي 2017 التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر، جويلية 2018، ص 57.

الفصل الرابع: فعالية صناديق الاستثمار الجزائرية في الحد من آثار الأزمات النفطية

الطريقة غير مباشرة: امتدت خلال الفترة (2000-2005) استخدمت فيها الحكومة الدين العام الداخلي في تمويل عجز الموازنة مما أدى إلى ارتفاع حجم المديونية الداخلية وهنا يظهر دور صندوق ضبط الإيرادات من خلال مساهمته في تخفيض حجم المديونية الداخلية، مما يعني أن الصندوق ساهم بطريقة غير مباشرة في تمويل عجز الموازنة.

الطريقة المباشرة: بداية من عام 2006 أصبح صندوق ضبط الإيرادات يعنى بتمويل عجز الخزينة العامة أي أن الصندوق تدخل بشكل مباشر لتمويل جزء معين من عجز الخزينة العمومية، فبعد أن ساهم الصندوق في تمويل عجز الخزينة بقيمة 91.5 مليار دينار عام 2006 بنسبة تغطية بلغت 14.1% انتقلت إلى 52.9% عام 2010 بقيمة مساهمة قدرها 791 مليار دينار واستقرت في حدود 70% خلال عام 2012 بقيمة اقتطاعات بلغت أكثر من 2283 مليار دينار وانتقلت قيمة الاقتطاعات إلى 2965.6 مليار دينار عام 2014 وإلى 2886.5 مليار عام 2015 بنسبة تغطية بلغت 93% و90% على التوالي من العجز الكلي للموازنة، ومرد هذا الارتفاع في اقتطاعات من الصندوق هو ارتفاع عجز الموازنة العامة الذي انتقل من 2218.8 مليار دينار عام 2013 إلى 3068 مليار دينار عام 2014 وإلى 3103.8 مليار دينار عام 2015 المدفوع بدوره بارتفاع حجم الإنفاق من ناحية وتراجعت الإيرادات بسبب انخفاض أسعار النفط من ناحية ثانية، قامت الحكومة في محاولة منها لتكيف مع معطيات صدمة أسعار النفط وانحسار الموارد بتصحيح أوضاع المالية العامة عبر ضبط وتيرة الإنفاق العام وتعبئة المزيد من الإيرادات غير نفطية ليتقلص بذلك رصيد الموازنة العامة إلى 2285.9 مليار دينار عام 2016 وإلى 1234.7 مليار دينار في 2017 لتتراجع احتياجات التمويل من قبل صندوق ضبط الإيرادات الذي ساهم في تمويل العجز بقيمة 1387.9 مليار دينار في 2016 بنسبة تغطية بلغت 59.2% ونسبة 49.3% في 2017 بالرغم من تآكل موجودات الصندوق بأخر اقتطاع. على ضوء ما سبق تبين أن صندوق ضبط الإيرادات شكل أداة مالية ساعدت على استقرار الموازنة العامة للدولة عبر امتصاص فوائض الجباية النفطية الناتجة عن ارتفاع أسعار النفط والاحتفاظ بها في شكل احتياطات وقائية يتم استخدامها لحماية وعزل الموازنة العامة من الآثار السلبية غير المرغوبة التي تحدثها أسعار النفط المنخفضة، وبهذا الدور يكون الصندوق قد شكل مصدرة مالية تعمل على امتصاص الصدمات النفطية واحتواء آثارها على الموازنة العامة. إلا أن اعتماد موارد صندوق ضبط الإيرادات على مورد أحادي يتمثل في فائض الجباية البترولية من ناحية واستخداماتها بشكل مكثف لسد الفجوات التمويلية في الموازنة العامة دون مراعاة التغيرات المفاجئة والسريعة في أسعار هذا المورد من ناحية ثانية عجل بنفاذ موجودات الصندوق في ظرف وجيز، بالإضافة إلى هذا توفرت جملة من العوامل ساعدت على نفاذ موجودات الصندوق من أهمها:

- صندوق ضبط الإيرادات لا يخضع لرقابة السلطة التشريعية "البرلمان" نظرا لانتمائه إلى الحسابات الخاصة للخزينة وبالضبط إلى حسابات التخصيص الخاص التي تتميز بأنها مستقلة عن الموازنة العامة للدولة أي أنها لا تخضع لقواعد ومبادئ إعدادا وتنفيذ الموازنة العامة، فضلا عن عدم نشر تقارير دورية تفصيلية حول الصندوق والاكتفاء بنشرها في قانون المالية السنوي وحرمان الرأي العام من الإطلاع على تطور وضعية الصندوق؛
- إن اعتماد موارد صندوق ضبط الإيرادات على مورد أحادي يتمثل في فوائض الجباية النفطية المحددة بمستويات أسعار النفط التي تحكمها عوامل خارجية جعل التدفقات المالية الواردة للصندوق شديدة الحساسية اتجاه التطورات في الأسعار العالمية للنفط فعند انخفاض أسعار النفط تكون تحويلات الحكومة إلى الصندوق أقل من سابق الحال وهذا ما اتضح في الآونة الأخيرة عند تفاقم الأزمة النفطية خلال 2014؛
- تبني الحكومة لسياسة مالية توسعية تجلّى خلالها الارتفاع المتزايد للإنفاق العام وتفاقم عجز الموازنة العامة للدولة من سنة لأخرى جعلها في كل مرة تلجأ إلى الاقتطاع من موارد صندوق ضبط الإيرادات لتوفير الاحتياجات المالية للموازنة العامة وتمويل عجزها الأمر الذي ساهم في عدم نمو موارد الصندوق وعجل بنفاذها، كما أن القانون الأساسي لإنشاء صندوق ضبط الإيرادات لم يتضمن أي قواعد مالية تحدد الحد الأعلى لاستخدامات الصندوق وحجم السحوبات السنوية منه لتغطية عجز الموازنة العامة للدولة؛
- استخدام الحكومة لموارد صندوق ضبط الإيرادات في التسديد المسبق للمديونية العمومية الخارجية خلال الفترة 2000-2009 ساهم في تقليص حظوظ نمو موارد الصندوق على المدى الطويل؛
- يمثل صندوق ضبط الإيرادات خزان مالي يحتوي على فوائض مالية مكدسة تم استنزافها مع مرور الوقت وبالتالي فوت على الجزائر فرص استثمار هذه الفوائض سواء داخليا أو خارجيا في مجالات وقطاعات متنوعة تحقق عوائد مالية إضافية تعود بالفائدة على الاقتصاد الوطني؛
- على اعتبار أن وزارة المالية هي الهيئة المكلفة بتسيير الصندوق جعله لا يتمتع كأقرانه من صناديق الاستثمار بالاستقلالية المالية والقانونية كما لا يتمتع بهيكل تنظيمي وإداري مستقل عن الوزارة ولا يخضع الصندوق لرقابة مستقلة خارجية كمجلس المحاسبة مثلا كما لا يخضع لرقابة البرلمان مما جعله أداة تستخدمها الحكومة لاعتبارات ومناورات سياسية على حساب الاعتبارات الاقتصادية؛

المبحث الثالث: فعالية صندوق الاستثمار الوطني في دعم التنمية الاقتصادية

يساهم الصندوق الوطني للاستثمار في توفير الموارد المالية اللازمة لتنفيذ المشاريع الاقتصادية ذات البعد الإستراتيجي للدولة ودعم سياساتها الاقتصادية للنهوض بقطاعات معينة تعزز تنمية الاقتصاد الوطني وتنوع قاعدته الإنتاجية بما يضمن خلق إنتاج مستمر يحقق النمو المستدام على المدى الطويل وذلك من خلال إقامة مجموعة واسعة من الصناعات وتطوير البنية التحتية والاستثمار في مختلف المجالات التي تعطي للاقتصاد الوطني مرونة أكبر للتعامل مع المتغيرات الاقتصادية الدولية لاسيما تلك المتعلقة بالأزمات النفطية التي تحدثها أسعار النفط المتقلبة في السوق العالمية.

المطلب الأول: ماهية الصندوق الوطني للاستثمار

الصندوق الوطني للاستثمار هو عبارة عن هيئة منبثقة من إعادة هيكلة البنك الجزائري للتنمية ويندرج إنشاء هذه الهيئة ضمن حركية الدعم المالي للاستثمار والاقتصاد خاصة في ظل ضعف الوساطة البنكية والمالية وعدم قدرتها على توفير التمويل اللازم للاستثمار لاسيما على المدى الطويل بالإضافة إلى تعزيز أدوات جديدة لتدخل الدولة في تمويل التنمية.

أولاً- الخلفية التاريخية للصندوق: الصندوق الوطني للاستثمار يعتبر مؤسسة مالية عمومية مختصة أسندت لها مهمة تمويل المشاريع الاستثمارية ذات الطابع الإستراتيجي خارج قطاع المحروقات والمدرجة في ميزانية الدولة والمدعومة بتمويلات مشتركة، وتشجيع الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى جانب تعزيز البنوك المحلية للمشاريع الكبرى التي من شأنها أن تدعم تنمية الاقتصاد الوطني وتنوع قاعدته الإنتاجية وقد مر الصندوق بعدة مراحل في مهامه نوجزها في ما يلي:¹

المرحلة من 1963-1970: كان الصندوق معروف باسم الصندوق الوطني للتنمية في هذه الفترة ومكلف بما يلي:

- تنفيذ ميزانية الاستثمار بحيث انه كان يمنح قروض بشكل مباشر على المدى البعيد أو يعير توقعه للبنوك من أجل إعادة حسم السندات على المدى المتوسط التي اكتتبها المستفيدون؛
- تسيير عدد ن القروض الحكومية الموضوعة تحت تصرف الجزائر وبشكل خاص من طرف لدول الاشتراكية والمخصصة لتمويل التنمية؛
- أخذ عدد من الإسهامات في رؤوس أموال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تم تأسيسها في شكل مؤسسات مختلطة "عامة/خاصة".

¹ موقع الصندوق الوطني للاستثمار، على الرابط التالي: www.fni.dz

المرحلة من 1970-1988: منذ بداية هذه الفترة أصبح الصندوق يعرف بالبنك الوطني للتنمية واعتبر متدخلا رئيسيا في تمويل الاستثمارات المخططة، وأصبحت مهامه تشمل مجالات رئيسية ثلاث هي:

- التجهيزات العمومية الممولة عن طريق مساعدات نهائية من ميزانية الدولة وتغطي بشكل رئيسي المنشآت الاجتماعية الاقتصادية، منشآت السكك الحديدية، المائية، الاجتماعية التربوية والمنشآت الصحية؛
- تمويل القطاع الإنتاجي الذي يرمي إلى وضع استثمارات إنتاجية في القطاع العام، كما يتكفل البنك الجزائري للتنمية من موارد ميزانيته بالقروض الداخلية طويلة المدى، فضلا عن مهمة المراقبة المالية لجميع المشاريع؛
- التمويل الخارجي باللجوء إلى المساعدات الخارجية التي دفعت البنك الجزائري لتنمية إلى السعي جاهدا في مجال البحث وإعداد وتسيير التمويلات الخارجية المتنوعة لدى المؤسسات المصرفية الخاصة أو المؤسسات الحكومية الجهوية أو متعددة الأطراف، وسرعان ما تم توسيع هذه الوظيفة إلى التسيير لصالح الدولة، بتطبيق الاتفاقيات ما بين الحكومات المتعلقة بقروض حكومية صادرة عن بلدان اشتراكية أو الاتفاقيات متعددة الأطراف مثل الاتفاقيات المالية الخاصة بالتعاون مع المجموعة الاقتصادية الأوربية انطلاقا من سنة 1981 والقروض الممنوحة من طرف الجزائر للبلدان الصديقة لاسيما بلدان إفريقيا.

المرحلة من 1988-1994: منذ عام 1986 دفع انطلاق الإصلاحات الاقتصادية بالدولة إلى الشروع في سلسلة من الإجراءات منها على وجه الخصوص توسيع الشراكة مع المؤسسات النقدية الدولية كالبنك الدولي لإنشاء والتعمير صندوق النقد الدولي، صندوق النقد الإفريقي، والتخلي التدريجي للدولة فيما يتعلق بالتمويل المباشر للقطاع الإنتاجي، وامتد إلى مجال الإدارة والتسيير، ليجد بنك الجزائر للتنمية نفسه مكلفا بالإدارة المالية:

- تسيير وإدارة القروض الممنوحة للدولة من قبل المؤسسات المالية الجهوية ومتعددة الأطراف (البنك الدولي لإنشاء والتعمير، البنك الإفريقي للتنمية، الصندوق الدولي للتنمية الزراعية، الصندوق العربي للتنمية الاقتصادية والاجتماعية البنك الأمريكي للتنمية...)
- التوقيع باعتباره مقترض لدى مقدمي الأموال الذين تم تعيينهم بموجب الاتفاقية ما بين الحكومات على معاهدات تنفيذ التمويلات؛
- مهمة تنفيذ البرنامج ساري المفعول على أكمل وجه، بحيث تتسق مع الأولوية الجديدة التي تتمثل في التحصيل التام للقروض الداخلية ذات المدى البعيد لدى المستفيدين والتي تم منحها إلى ذلك الوقت.

المرحلة من 1995-1999: تعد سنة 1995 حاسمة في تطور البنك الوطني للتنمية فهي تسجل نهاية تدخل البنك في تمويل القطاع الإنتاجي انطلاقا من موارد الميزانية، والواقع أنه تم تحديد تاريخ 1994/12/31 كأجل أخير لتوزيع القروض الداخلية ذات المدى البعيد التي تم الاستمرار في منها للقطاع الإنتاجي تحت اسم "البرنامج ساري المفعول"، بين هذا الحدث الضرورة الملحة لإعادة هيكلة البنك التي بدأ الشعور بها منذ تخلي الخزينة العمومية عن التمويل، وقد باشر بنك الجزائر للتنمية ابتداء من 1995 برنامج واسع النطاق يهدف إلى تطهير الحافظات وحسابات الشركات مع العمل على تحسين نظامه لتمكين ظهور نشاطات جديدة والتكفل بها.

المرحلة من 1999-2009: سجل البنك منذ 1999 أعماله في منظور إعادة الهيكلة واندماجه ضمن المنظومة المالية والمصرفية الوطنية، وشهدت هذه الفترة انخفاض نشاطه بصفة عامة، وقد سعى البنك لتوفير شروط إعادة هيكلته خاصة عن طريق مواصلة تطهير حافظته وحساباته، كما انتعش حجمه منذ 2006 بفضل البرامج الحكومية لتمويل المشاريع الكبرى للتجهيز العمومي وتمويل الاستثمارات من موارد الخزينة، بالموازاة مع ذلك قدم البنك في عام 1999 و 2001 ثم في عام 2005 مقترحات لإنعاش نشاطاته تدرج ضمن التصور الجديد للقطاع المصرفي والمالي الذي بدأ يرسم في الأفق.

المرحلة بعد عام 2009: بادرت السلطات العمومية بإنشاء الصندوق الوطني للاستثمار المنبثق عن إعادة هيكلة البنك الجزائري للتنمية بموجب قانون المالية التكميلي لعام المؤرخ في 22 يوليو 2009 بحيث نصت المادة 55 منه على استبدال تسمية البنك الجزائري للتنمية باسم "الصندوق الوطني للاستثمار- البنك الجزائري للتنمية" وحددت المادة 56 رأسمال الصندوق بقيمة 150 مليار دينار جزائري مع الحفاظ المؤقت على القانون الأساسي للبنك الجزائري للتنمية، بغرض تعزيز أدوات ضرورة جديدة لتدخل الدولة في تمويل التنمية، وتندرج هذه الخطوة في إطار استكمال عملية إصلاح القطاع المالي والمصرفي التي شرعت فيها الدولة، ليتم بموجب المادة 37 من قانون المالية التكميلي لعام 2011 إعادة تسمية "الصندوق الوطني للاستثمار- البنك الجزائري للتنمية" باسم الصندوق الوطني للاستثمار ويدعى اختصارا (ص.و.إ).¹

ثانيا- مهام الصندوق الوطني للاستثمار: تتمثل المهام الرئيسية للصندوق الوطني للاستثمار على وجه الخصوص في العمليات المالية للقطاع الاقتصادي من خلال تدخل الصندوق في شكل قروض مباشرة والتمويل المشترك مع المصارف أو من المشاركة في رأس المال من أجل ما يلي:

■ تمويل المشاريع الاستثمارية الاقتصادية؛

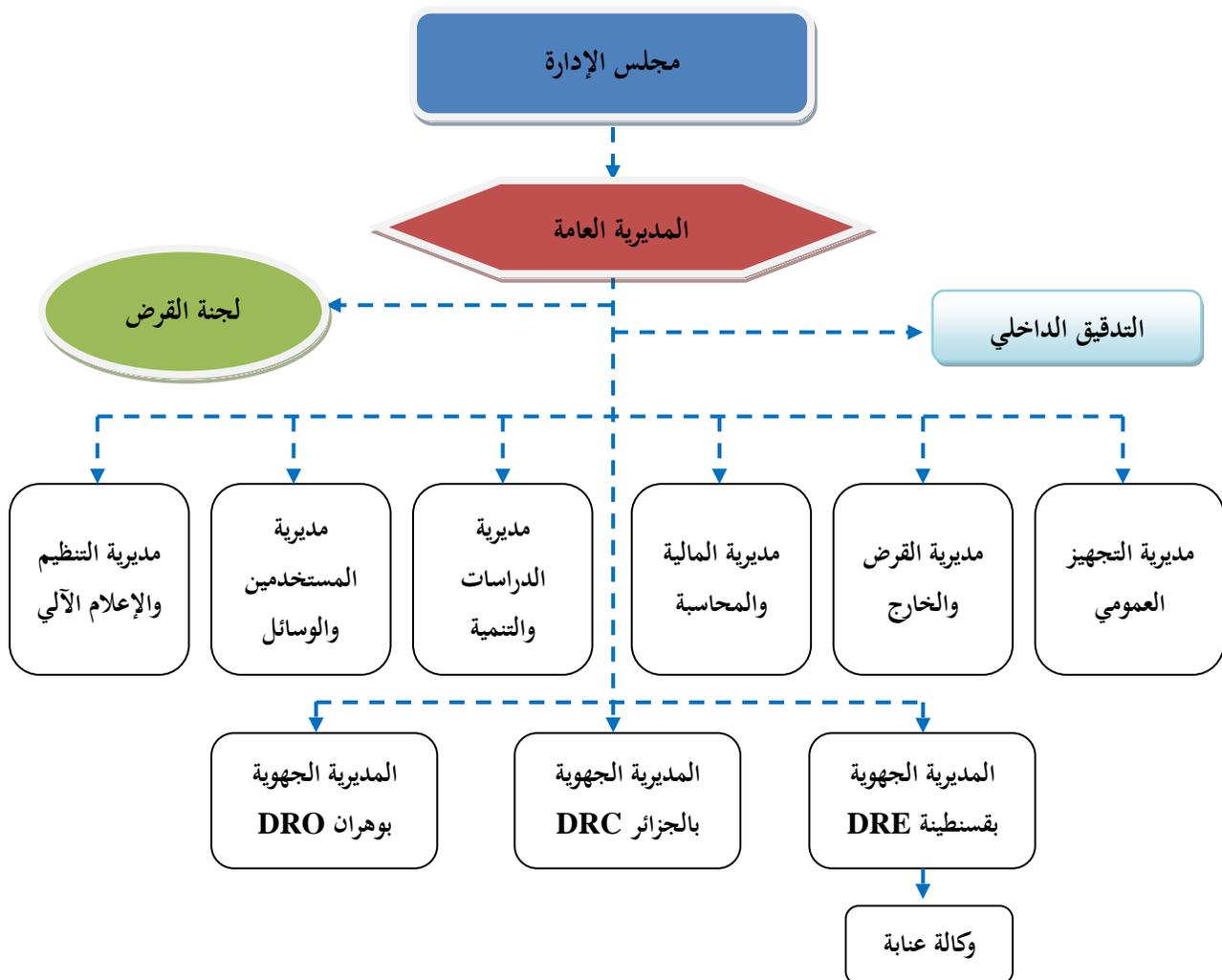
¹ القانون رقم 11-11 مؤرخ في 18 يوليو 2011 المتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2011، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 40، الصادر في 20 يوليو 2011، ص12.

الفصل الرابع: فعالية صناديق الاستثمار الجزائرية في الحد من آثار الأزمات النفطية

- الشراكة مع مؤسسات القطاع العام و/أو المستثمرين الأجانب لإنجاز مشاريع التنمية؛
- تعزيز تمويل البنوك المحلية اللازم للمشاريع الكبرى؛
- توفير الضمانات.

للقيام بذلك بالإضافة إلى أمواله الخاصة فإن الصندوق الوطني للاستثمار يمكنه تعبئة موارد إضافية من خلال القروض والسلفيات المقدمة من الخزينة العمومية أو استخدام سوق السندات مع أو من دون ضمانات الدولة، كما يتصرف الصندوق الوطني للاستثمار بوصفه المحاسب المكلف والمراقب المالي ويتم تمويل مشاريع التجهيز العمومي المدرجة في ميزانية الدولة من خلال المساهمات النهائية أو هي التي يغطيها تمويل مشترك (الميزانية/الخزينة).

الشكل رقم (04-05) الهيكل التنظيمي للصندوق الوطني للاستثمار



المصدر: الموقع الرسمي للصندوق الوطني للاستثمار: www.fni.dz

الفصل الرابع: معالجة صناديق الاستثمار الجزائرية في الحد من آثار الأزمات النفطية

-مجلس الإدارة: يأتي في قمة الهرم التنظيمي للصندوق ويتشكل من سبعة أعضاء وهم رئيس مجلس الإدارة أو المدير العام للصندوق وعضوية ممثلين عن وزارة المالية، ممثل عن بنك الجزائر، ممثل عن البنك الوطني الجزائري، ممثل عن بنك الجزائر الخارجي وممثل عن القرض الشعبي الجزائري، ومجلس الإدارة هو المسؤول عن تسيير شؤون الصندوق؛

-المديرية العامة: تتولى إدارة الصندوق الوطني للاستثمار تحت إشراف المدير العام والأمين العام بالإضافة إلى مستشارين وتتضمن هذه المديرية:

لجنة المدير: تتألف اللجنة من المدير العام كرئيس لها والأمين العام والمستشارين بالإضافة إلى المدراء المركزيين والمدراء الجهويين وتختص هذه اللجنة بمتابعة تنفيذ برامج العمل وتقييمها من طرف مجلس المديرية العامة بعد اعتمادها.

لجنة القرض: يترأسها المدير العام بمساعدة مدير المالية والحاسبة ومدير التمويل الخارجي ومدير التجهيز العمومي وتتولى هذه اللجنة المهام التالية:

- قيادة سياسة الإقراض لدى الصندوق الوطني للاستثمار؛
- تقييم مخاطر القروض انطلاقاً من اقتراحات وآراء الهيكل المعنية؛
- الفصل في ملفات القروض خارج التمثيل والشؤون الصعبة؛
- تحديد وكالات القرض عبر مختلف المستويات؛
- تحديد إجراءات التنفيذ ومتابعة الضمانات لتطبيق وتعديل الشروط؛
- الفحص والموافقة على شرط مقابلة القروض المطبقة على العمليات المستمدة من التمويل؛
- فحص حالات استعمال القروض بشكل دوري؛
- تنظيم معالجة الشؤون الصعبة التي تؤدي إلى تدخل العديد من الهياكل؛
- إبداء الرأي حول ارتفاع المساعدة أو بالعكس حول إيقاف العلاقات وانطلاق الإجراءات المتنازع عليها؛
- متابعة تطور ملفات القضايا التنازعية الأكثر أهمية وتعقيداً والبحث عن جميع الحلول الكلية أو الجزئية التي تسمح للصندوق بتغطية ديونه؛
- فحص الديون المشكوك فيها وتحديد المؤونات؛

الفصل الرابع: فعالية صناديق الاستثمار الجزائرية في الحد من آثار الأزمات النفطية

- اعتماد الإستراتيجية المالية للصندوق ومتابعة تنفيذها عن طريق مراقبة بنية الميزانية، تقديم المؤشرات الأساسية، مردودية الاستثمارات وإبداء الرأي حول قرض الاستثمار الإستراتيجي أو حول تدعيم رؤوس الأموال الخاصة أو حول الموارد طويلة المدى.

-التدقيق الداخلي: يباشر المهام التالية:

- القيام بفحص وتقييم مجمل نشاطات الصندوق الوطني للاستثمار؛
 - السهر على حماية وحفظ أملاك الصندوق الوطني للاستثمار وتحسين مقاييسها؛
 - السهر على تطبيق الإجراءات الداخلية؛
 - تقييم فعالية إجراءات الصندوق واقتراح التوجيهات الضرورية.
- مديرية الدراسات والتنمية: تنقسم مديرية الدراسات والتنمية إلى قسمين هما قسم التحليل وقسم إدارة المعطيات والتنمية، ومديرية الدراسات أهداف ومهام عديدة نوجزها في ما يلي:
- أ- الأهداف: يسعى هذا القسم إلى تحقيق ما يلي:

- ضمان وتنمية مهمة الدراسات لبناء الأسس المتعلقة بالهندسة والتحليل المالي واختيار المشاريع والشركات؛
 - وضع مخطط لتنمية الصندوق الوطني للاستثمار؛
 - إنشاء وتسيير بنك المعلومات والمعطيات الاقتصادية والمالية لخدمة المؤسسة.
- ب- المهام: يضطلع هذه القسم بالمهام التالية:

- تقييم المشاريع ذات المخططات التقنية الاقتصادية والمالية؛
- المراقبة والإطلاع على المشاريع الممولة من طرف الصندوق؛
- تشخيص نتائج المؤسسات وذلك بفحص الوضع المالي للمؤسسات؛
- ضمان متابعة الإستراتيجية؛
- القيام بكل التحاليل والاقتراحات والدراسات المفيدة للصندوق؛
- وضع سياسات الأسعار والتعريفات المالية والمصرفية؛
- ضمان الاتصال الخارجي والداخلي.

- مديرية التجهيز العمومي: تنقسم المديرية إلى قسم عمليات للتجهيزات العمومية وقسم الحاسبة والخزينة وقسم الإعانات وهذه المديرية أهداف ومهام عديدة من أبرزها:

الفصل الرابع: فعالية صناديق الاستثمار الجزائرية في الحد من آثار الأزمات النفطية

■ تسيير لصالح الخزينة جميع العمليات والتجهيزات العمومية المسجلة في ميزانية الدولة والاستفادة من التمويل الخارجي؛

■ يسير الصندوق أيضا الإعانات لصالح المؤسسات العمومية ذات الطابع الصناعي والتجاري؛

■ ضمان مهمة المراقب المالي للعمليات المكلف بها؛

■ تسيير قروض الدفع الموضوعة تحت تصرف الهياكل المتمكنة.

—مديرية المالية والمحاسبة: تنقسم المديرية إلى قسم المالية وقسم المحاسبة وتقوم بالمهام التالية:

■ المساهمة في سياسة التنمية لدى الصندوق وتنفيذها بوسائل مالية ملائمة لتحقيقها على شكل أهداف؛

■ التأكد من مستوى ثروات الصندوق وذلك بوضع نظام قياس وتقدير والمراقبة لضمان استقرار والارتفاع المتزايد

للربح الصافي للصندوق وخصوصا الحصول على معدل مردودية تنافسي على الأصول وكذا رؤوس الأموال

الخاصة؛

■ وضع كل حالة مالية ومحاسبية التي تسمح للهياكل الأخرى بالصندوق بتسيير المخاطر المالية والمصاريف العامة؛

■ ضمان وظيفة محاسب الصندوق الوطني للاستثمار؛

■ وضع العلاقات الوظيفية مع نظام المراقبة (الداخلي والخارجي).

—مديرية القرض والعلاقات الخارجية: من أجل القيام بمهامها وتحقيق أهدافها تم تقسيمها إلى عدة أقسام منها قسم

القرض الخارجية وقسم المؤسسات المالية للتنمية، قسم المؤسسات الكبرى، قسم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، قسم

الدراسات والمخاطر، وتتكفل هذه المصلحة بالمهام التالية:

■ المساهمة في تعريف وتنفيذ سياسة الصندوق في الميدان الخارجي؛

■ وضع وعرض السياسة العامة للقرض أمام لجنة القرض بالصندوق؛

■ تسيير ومتابعة الإنجازات المالية والمصرفية مع الممولين الأجانب؛

■ تطبيق وتنفيذ لحساب الدولة أي تمويل المشاريع أو التنمية التي يتولى الصندوق تسييرها بتطبيق الاتفاقات بين

الحكومات مقابل المساعدات بين الصندوق والخزينة العمومية؛

■ تنفيذ وتطبيق الاتفاقيات المسيرة من قبل الصندوق؛

■ وضع إستراتيجية متعلقة بالقرض الداخلية والخارجية وذلك لمعرفة الأعمال الواجب تمويلها؛

■ متابعة عمليات القرض.

الفصل الرابع: فعالية صناديق الاستثمار الجزائرية في الحد من آثار الأزمات النفطية

-مديرية المستخدمين والوسائل: تنقسم مديرية المستخدمين والوسائل إلى قسم الموارد البشرية والمادية وقسم العتاد وتسهر هذه المديرية على ما يلي:

- تنظيم ومراقبة الوسائل من المستخدمين اللازمين لتأدية وظيفة الصندوق، لذلك تعتمد رقابة المجلس على مجموع الكيانات حتى تسمح لها برفع مردودية وفعالية المستخدمين التي تكون مسؤولة عليهم؛
- تنظيم وتسيير منقولات وعقارات الصندوق وضمان العناية بها؛
- استشارة المديرية العامة في مجال تسيير العلاقات الاجتماعية؛
- تنفيذ وضمان متابعة سياسة متناسقة وديناميكية لتسيير الموارد البشرية والمادية للصندوق، وفي هذا المجال تتكفل المديرية خاصة بالانتقاء والتوظيف وتسيير الحياة المهنية والمكافآت... أما في مجال تسيير موارد المادية فتقوم بتسيير والصيانة، حفظ الأمن والأرشيف.

-مديرية التنظيم والإعلام الآلي: وتضم ثلاثة أقسام: قسم التنظيم، قسم الدراسات والإنجازات الإعلامية، قسم الاستغلال وصيانة الإعلام الآلي، ويهتم هذا القسم بما يلي:

- وضع سياسة و مخطط التنظيم الخاصة بالصندوق؛
- إعداد نظام الإعلام بالصندوق ووضع المخططات الإعلامية الموجهة؛
- المحافظة على أجهزة الصندوق وملحقاته.

-المديريات الجهوية: من أجل مباشرة مهام الصندوق وتحقيق أهدافه تقوم المديريات الجهوية بالمهام التالية:

- استقبال توجيهات تعليمية من طرف المديرية العامة؛
- متابعة وتسيير الحسابات المالية وتطهيرها؛
- تقييم ومراقبة المشاريع؛
- المشاركة في إعداد إستراتيجية الصندوق وأهدافه؛
- تحمل تكاليف عمليات التجهيز العمومي وكذا المساعدات المالية للهيئات العمومية ذات الطابع التجاري والصناعي واللامركزية؛
- تحضير ودعم الميزانية ومتابعة إنجازها.¹

¹التجاني طهراوي، دور مؤسسات رأس المال الاستثماري في تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة-دراسة حالة الصندوق الوطني للاستثمار-، رسالة ماجستير، جامعة الجزائر 3، 2015/2014، ص ص 181-184.

الفصل الرابع: معالجة صندوق الاستثمار الجزائرية في الحد من آثار الأزمات النفطية

المطلب الثاني: مساهمة الصندوق الوطني للاستثمار في دعم التنمية الاقتصادية

يساهم الصندوق الوطني للاستثمار في دعم التنمية الاقتصادية من خلال توفير التمويل اللازم للمشاريع الاقتصادية ذات الأولوية الإستراتيجية للدولة التي قد تساهم في تنويع القاعدة الإنتاجية للدولة وتنمية الصادرات خارج المحروقات ورفع مساهمتها في توليد القيمة المضافة مما يساعد على معالجة الاختلالات الهيكلية التي يعاني من الاقتصاد الوطني والحد من مخاطر الاعتماد على الموارد النفطية كمصدر وحيد للدخل .

أولاً- صيغ مساهمات الصندوق في تمويل المشاريع الاستثمارية: يهدف الصندوق الوطني للاستثمار إلى تمويل تنمية الاقتصاد الوطني من خلال دعم المشاريع الاقتصادية ذات الأهمية الكبرى بالنسبة للدولة خاصة في مجال الشراكة ودعم المشاريع التي تهدف إلى زيادة الصادرات خارج المحروقات وإحلال الواردات من السلع والخدمات، إضافة إلى هدف تشجيع ودعم الاستثمار الأجنبي المباشر عن طريق المساهمة المباشرة في رأس المال أو تقديم الضمانات في القطاعات ذات الأولوية الإستراتيجية للدولة (كالصناعة، الفلاحة، البناء والأشغال العمومية، النقل والإمدادات، الطاقات المتجددة، السياحة، الخدمات المالية وتكنولوجيا المعلومات والاتصال) ويتدخل الصندوق الوطني للاستثمار في تمويل المشاريع الاستثمارية من موارده الخاصة وموارد الخزينة العمومية عبر الصيغ التالية:

— **قروض مباشرة على المدى البعيد:** موجهة لتمويل المشاريع العمومية والخاصة بشروط تفضيلية حسب طبيعتها (إنشاء المؤسسات، ترميم الموجودات والتأهيل..) التي تستجيب لشروط الصندوق وتساهم في أهداف التنمية ويتدخل الصندوق على وجه الخصوص بتمويل القطاعات ذات القدرات العالية في مجال التنمية على فترات طويلة مقارنة بالبنوك التجارية.

— **المساهمات:** يتدخل الصندوق على شكل مساهمات لاسيما في رأسمال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للقطاع الخاص التي ترغب في ذلك في قطاعات النشاط ذات الصلة بتوجهات الصندوق الإستراتيجية، وإن معايير الاستثمار للصندوق في شكل مساهمات تكون في شكل طابعين من أجل الحصول على الموافقة أولاً يجب على المشروع أن يستجيب لجميع المعايير الاقتصادية لتوظيف المال وثانياً يكون له أثر إيجابي على التنمية الاقتصادية وتقتصر هذه المساهمات على مدة يتم الاتفاق عليها بين الطرفين وتساهم في:

■ الاستثمارات المتعلقة بإنشاء المؤسسات وتوسيعها وتأهيلها؛

- عمليات زيادة رأسمال المؤسسات الخاصة الوطنية المعنية بما في ذلك تلك التي تتحسب لإبرام شراكة مع متعامل أجنبي في ظل احترام الأحكام التشريعية الدقيقة؛
- تضبط مستويات المساهمة بنسبة 34% حسب الشروط المطابقة للقانون الأساسي للصندوق وتحدد باتفاقية يتفاوض بشأنها الطرفان المعنيان.

— **الضمانات:** يقدم الصندوق بمنح الضمانات على القروض الخارجية بطلب من المتعاملين الاقتصاديين ولصالح البنوك والمؤسسات المالية الأجنبية التي منحتهم القروض مقابل عمولة قدرها 1% من مبلغ القرض والأقساط المستحقة تكون كل ستة أشهر كما يمنح الصندوق ضمانات تجارية لفائدة المتعاملين الوطنيين بأمر من بنوك الموردين الأجانب للسلع والخدمات وهذا في إطار إنجاز المشاريع في الجزائر، وتشمل هذه الضمانات¹:

- ضمانات التعهد في إطار المناقصات التي تغطي عجز المتعهد؛
- ضمانات إرجاع التسبيقات وتكون على التمويل أو على الأشغال؛
- ضمانات حسن الإنجاز.

— **التمويل بموارد الخزينة:** يسير الصندوق لصالح الخزينة العمومية القروض طويلة المدى التي تمنحها الخزينة إلى المؤسسات العمومية، وتحدد الخزينة شروط التمويل وتحمل خطر القرض، يضمن الصندوق الوطني للاستثمار تنفيذ القرض وخدمة التحصيل في إطار اتفاقية بين الصندوق والمستفيد، وبالنسبة للتسيير المالي الخاص بالمنح والإعانات الواردة لبرامج التجهيز العمومي يتصرف الصندوق كمحاسب مكلف ومراقب مالي في إطار عمليات يتم تمويلها من مساعدات نهائية (غير قابلة للتسديد) للدولة.

ثانيا- فعالية الصندوق الوطني للاستثمار في تمويل مشاريع التنمية: تسعى إستراتيجية الصندوق الوطني للاستثمار إلى تعزيز وتنمية الاقتصاد الوطني وفك ارتباطه المتزايد بقطاع المحروقات من خلال النهوض بقطاعات إستراتيجية حيوية تساعد على توسيع القاعدة الاقتصادية للدولة وضمان نمو اقتصادي مستدام ومتوازن بعيدا عن النفط وعائداته المتقلبة.

1. مساهمات الصندوق من خلال القروض: يساهم الصندوق الوطني للاستثمار في تمويل العديد من المشاريع الاستثمارية ذات الطابع الاستراتيجي التي تساعد على تحقيق التنمية الاقتصادية وذلك في شكل قروض طويلة المدى

¹مریم بوكابوس، دراسة تقييمية لصناديق الثروة السيادية ودورها في تحقيق التنمية، أطروحة دكتوراه علوم في علوم التسيير، جامعة البليدة-02، 2014/2015، ص359.

الفصل الرابع: فعالية صناديق الاستثمار الجزائرية في الحد من آثار الأزمات النفطية

وفقا لشروط ملائمة لنوع المشروع الذي يتم تمويله بحيث يطبق الصندوق أسعار فائدة منخفضة مقارنة بالأسعار المطبقة في البنوك وهذا بغرض تطوير وتنمية المؤسسات خاصة العمومية منها من أجل تسديد ديونها، ومن أهم القطاعات التي استفادة من قروض الصندوق الوطني للاستثمار ما يلي:

الجدول رقم (04-13) توزيع استثمارات الصندوق حسب القطاعات (الوحدة (مليار دينار)

القطاعات	استثمارات 2014	نسبة %	إجمالي استثمارات إلى 2014/12/31
النقل والإمدادات	44349	64.3	568169
السياحة	10556	15.3	21816
الصناعة	9690	14.1	23413
الأشغال العمومية	2839	4.2	10039
الصناعة الصيدلانية	1048	1.5	2000
الماء	337	0.5	1406
صناعة النسيج	102	0.2	102
الطاقة والمناجم	-	-	17279
المجموع	68921	100	644223

المصدر: التقرير السنوي للصندوق الوطني للاستثمار، 2014، ص13.

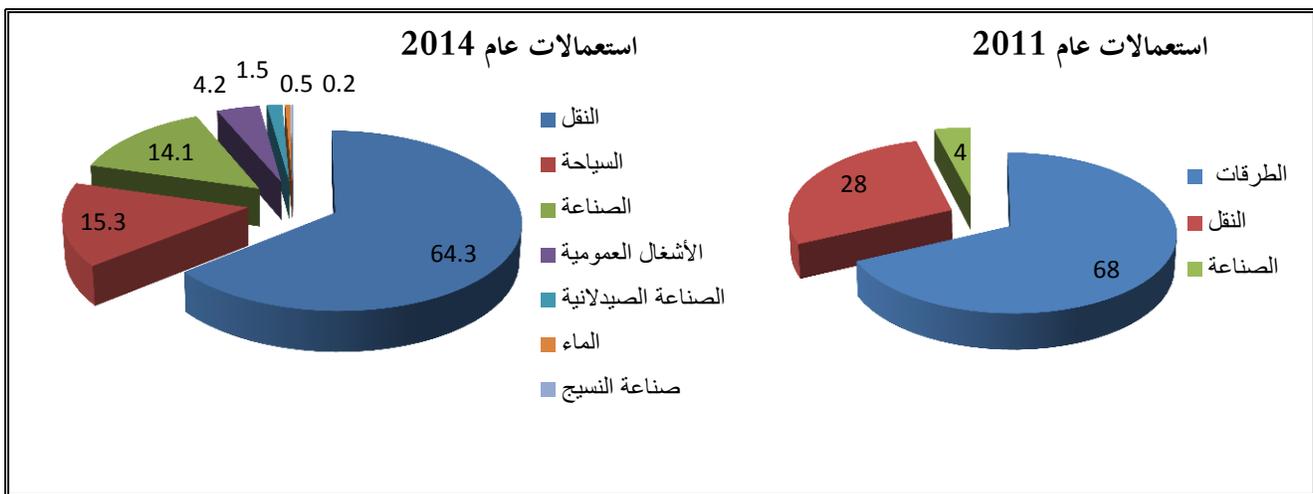
بهدف تمويل وتنمية الاقتصاد الوطني وتنويع قاعدته الاقتصادية قام الصندوق الوطني للاستثمار بتمويل العديد من المشاريع الإستراتيجية بمبلغ إجمالي قدره 105 مليار دينار في عام 2011 توزعت على كل من قطاع الطرقات الذي استفاد من 71 مليار دينار منها أي ما يعادل 68% من إجمالي القروض خصصت لتغطية الأعمال المتعلقة بالطريق السريع (شرق-غرب) الذي ساهم في خلق ما يقارب 300 ألف منصب دائم، كما استفاد قطاع النقل والإمدادات من 29 مليار دينار من إجمالي استثمارات الصندوق، في حين لم يتحصل قطاع الصناعة سوى على 5 مليار دينار من إجمالي القروض ما تجدر الإشارة إليه أن تركيز الصندوق على قطاع البنية التحتية والمواصلات يعود إلى أهمية هذه القطاعات في الحركة التجارية الاقتصادية للبلد التي ترفض البنوك تمويل هذا النوع من المشاريع نظرا لكونها تدرج ضمن المشاريع ذات المنفعة العامة ولا تهدف إلى تحقيق الربح بينما يتمثل دور الصندوق في تمويل هذه المشاريع ومرافقتها خدمة لاقتصاد الوطني، وقد واصل الصندوق الوطني للاستثمار نشاطه خلال عام 2014 في دعم المشاريع التنموية في عدد من القطاعات

الفصل الرابع:

فعالية صناديق الاستثمار الجزائرية في الحد من آثار الأزمات النفطية

الاقتصادية التي تحظى بأولوية عالية في خطط وبرامج التنمية الوطنية وقد حظي قطاع البنية التحتية والنقل والإمدادات على النصيب الأكبر من استثمارات الصندوق بمبلغ قدره 4439 مليار دينار أي ما يعادل 64% من القروض ليصل بذلك إجمالي قروض الصندوق الموجه نحو هذا القطاع في نهاية 2014 إلى 568169 مليار دينار، يليه قطاع الصناعة الذي استفاد من 9690 مليار دينار من استثمارات الصندوق ووصل إجمالي القروض الموجهة لهذا القطاع في نهاية 2014 إلى 23413 مليار دينار، هذا ما يفسر الاهتمام البالغ الأهمية الذي يوليه الصندوق الوطني للاستثمار لهذا القطاع الذي يعد من أهم القطاعات الاقتصادية لما له من دور محوري في مجمل العمليات والأنشطة الاقتصادية المختلفة بحيث يشكل مفتاح تطور وتنوع كل القطاعات الاقتصادية الأخرى، وذلك لدوره الكبير في رفع مستوى الإنتاج وتوليد الدخل وتوفير فرص العمل مما يحفز الادخار والاستثمار، كما يساهم في التطور التكنولوجي وإحلال الواردات من السلع وتنويع الصادرات، وللنهوض بقطاع السياحة الذي أصبح يشكل رافد مهم للتنمية خصص الصندوق مبلغ 10556 مليار دينار لتمويل هذا القطاع في عام 2014 أي ما يعادل نسبة 15% من استثمارات خلال هذه السنة، علما أن إجمالي القروض الموجهة لهذا القطاع وصلت نحو 21816 مليار دينار في نهاية عام 2014 كما وجه الصندوق قروض إجمالية قدرها 17279 مليار دينار نحو قطاع الطاقة، لتتوزع باقي قروض الصندوق على قطاعات هامة مختلفة منها قطاع الأشغال العمومية والصناعة الصيدلانية، ليصل إجمالي قروض الصندوق الموجه لتمويل المشاريع الاقتصادية إلى 644223 مليار دينار في نهاية عام 2014. والشكل الموالي يبرز تطور حجم قروض الصندوق الوطني للاستثمار وتوزيعها على قطاعات متنوعة إستراتيجية تخدم التنمية خلال الفترة 2011-2014:

الشكل رقم (04-06) توزيعات قروض الصندوق الوطني للاستثمار حسب القطاعات



المصدر: التقرير السنوي للصندوق الوطني للاستثمار، 2011، 2014.

الفصل الرابع: فعالية صناديق الاستثمار الجزائرية في الحد من آثار الأزمات النفطية

2. مساهمات الصندوق من خلال الشراكة: إضافة إلى مساهمة الصندوق الوطني للاستثمار في تمويل المشاريع الاستثمارية من خلال القروض قد تمكن رغم حداثة من الدخول في شبكة واسعة من الشراكات الإستراتيجية مع مؤسسات اقتصادية حيوية تنشط في قطاعات متنوعة بهدف إرساء القواعد اللازمة لدعم هذه القطاعات وزيادة نسب مساهمتها في التنمية الاقتصادية، ومن بين أهم المؤسسات التي ساهم فيها الصندوق ما يلي:

الجدول رقم (04-14) محفظة مساهمات الصندوق الوطني للاستثمار (مليار دينار جزائري)

المساهمات	تاريخ الدخول	رأس المال	نسبة المساهمة	مبلغ المساهمة
البنك الجزائري للتجارة الخارجية	1981	17791	50%	8895
المعهد المصرفي للتكوين	1989	300	10%	30
مجمع كوسيدار (Cosider)	2010	4335	100%	4355
تالا الجزائر للتأمين عن الحياة (TALA)	2010	1000	30%	300
أكسا الجزائر للتأمين عن الضرر (AXA)	2011	2000	36%	720
أكسا الجزائر للتأمين عن الحياة (AXA)	2011	1000	36%	360
صيدال نورا للتصنيع	2012	50	2%	1
رونو الجزائر للإنتاج	2013	2120	17%	360.4
السياحة	2014	2300	17%	400
مصنع الحديد والصلب الجزائري القطري	2014	58610	5%	2930
Omnium Telecom Algerie (OTA-Djezzy)	2015	-	51%	244

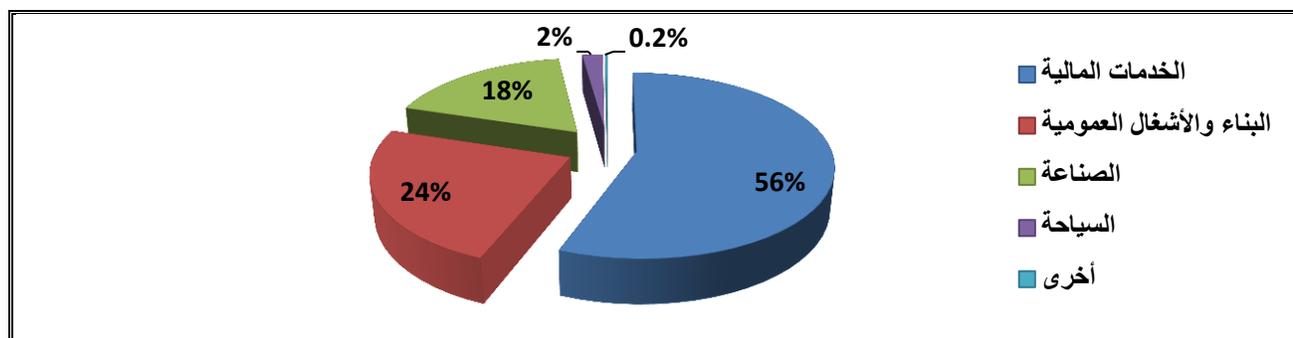
المصدر: التقرير السنوي للصندوق الوطني للاستثمار، 2014، ص 17.

بغرض تخصيص الموارد والإيرادات للاستثمار المحلي وتطوير المشاريع الإنتاجية ذات القيمة الإستراتيجية للاقتصاد الوطني أخذ الصندوق الوطني للاستثمار حصص في شركات متميزة تنشط في قطاعات وصناعات مختلفة لاسيما الصناعات الإستراتيجية التي تتناسب مع أهداف التنمية الاقتصادية بهدف تعزيز نموها وتطويرها كجزء في منظومة اقتصادية متنوعة وفي سبيل تحقيق ذلك قام الصندوق بالعديد من عمليات الشراكة مع مؤسسات محلية وأخرى أجنبية من أهمها شركة كوسيدار (Cosider) المتخصصة في البناء والأشغال العمومية خلال عام 2010 التي تعود ملكيتها بالكامل للصندوق بقيمة تجاوزت 4000 مليار دينار، وبغرض تطوير قطاع الخدمات المالية استحوذ في عام 2010 على حصة 30% من

الفصل الرابع: فعالية صناديق الاستثمار الجزائرية في الحد من آثار الأزمات النفطية

شركة (TALA) للتأمين على الحياة بقيمة 300 مليار دينار، وامتداد لذلك قام الصندوق أيضا بعقدي شراكة مع الشركة العالمية للتأمينات (AXA) العقد الأول خاص بالتأمين على الحياة بمبلغ قدره 360 مليار دينار والعقد الثاني يتعلق بالتأمين على الضرر بمبلغ قدره 720 مليار دينار ليملك بذلك الصندوق حصة 36% من أسهم الشركة المتواجدة في الجزائر، أما في قطاع الصناعة دخل الصندوق في شراكة لتأسيس مؤسسة رونو الجزائر لإنتاج السيارات بمبلغ مساهمة قدره 150 مليون أورو أي ما يعادل 17% من المؤسسة بينما ساهمت المؤسسة الوطنية للسيارات الصناعية 360 مليون أورو في حين ساهمت شركة Renault الفرنسية لصناعة السيارات بقيمة 490 مليون أورو وذلك في إطار قاعدة الاستثمار 51%/49% وقد سمح هذا المشروع بخلق العديد من مناصب الشغل واستقطاب التكنولوجيا وكذا تنويع مصادر أموال الصندوق وتوسيع نشاطه من مجرد مؤسسة مالية تقوم بتمويل المشاريع وتسيير البرامج الحكومية إلى مؤسسة ذات نشاط استثماري واسع وذات دور فعال في الاقتصاد¹. وفي نفس السياق يمتلك الصندوق حصة 5% في مصنع الحديد والصلب الجزائري القطري بمبلغ استثمار قدره 2930 مليار دينار هذا المشروع الذي من شأنه توفير المزيد من فرص العمل وامتصاص البطالة، ولتحسين المنظومة الصحية استحوذ الصندوق على 2% من مؤسسة صيدال- نورا للتصنيع الطبي وهي عبارة عن شراكة جزائرية كويتية كخطوة للمساهمة في تلبية احتياجات الرعاية الصحية خاصة لمرضى السرطان، كما قدم الصندوق على الاستثمار في قطاع السياحة ويأتي ذلك في إطار النهوض بهذا القطاع وزيادة مداخيله أما فيما يخص قطاع تكنولوجيا المعلومات والاتصال تمكن الصندوق في عام 2015 من الاستحواذ على حصة 51% من أسهم شركة (OTA-Djezzy) بمبلغ استثماري قدره 244 مليار دينار، كما يجوز الصندوق على 50% من رأسمال البنك الجزائري للتجارة الخارجية (BACE) المتواجد مقره بزيورخ في سويسرا بالشراكة مع البنك الوطني الجزائري.

الشكل رقم (04-07) مساهمة الصندوق الوطني للاستثمار حسب قطاع النشاط



المصدر: نفس المرجع، ص 17.

¹ مريم بوكابوس، الدور التنموي لصناديق الثروة السيادية "دراسة حالة الجزائر"، مجلة دراسات، العدد الاقتصادي رقم 20، جامعة عمار ثلجي الأغواط، 2013، ص 260.

الفصل الرابع: فعالية صناديق الاستثمار الجزائرية في الحد من آثار الأزمات النفطية

وفي إطار مساهمات الصندوق في تعزيز المشاريع الاستثمارية من خلال الضمانات على القروض الخارجية منح الصندوق الوطني للاستثمار خلال عام 2010 و 2011 ضمانات من هذا النوع قدرها 2301 و 1535 مليون دينار على التوالي، أما فيما يخص الضمانات التجارية فقد تراجعت خلال عام 2014 إلى 20234 مليون دينار بعد أن كانت تصل إلى 32787 مليون دينار خلال عام 2010 وتحصل الصندوق لقاء التزام توقيع الضمانات على عمولات قدرها 88 و 169 مليون دينار خلال عامي 2013 و 2014 على التوالي.

3. مساهمات الصندوق من خلال إدارة برامج التجهيز العمومي: قام الصندوق الوطني للاستثمار بإدارة العديد من المشاريع التي سطرها الحكومة خلال الفترة (2011-2014) بحيث ساهم بشكل فعال في مراقبة وتسيير النفقات المتعلقة بإنجاز المشاريع بصفته المحاسب المكلف والمراقب المالي، ومن بين المشاريع التي قام الصندوق بإدارتها ما يلي:

الجدول رقم (04-15) توزيع إدارة برامج التجهيز العمومي من طرف الصندوق خلال (2011-2014)

عام 2011				القطاعات
النسبة	مبلغ الترخيص	النسبة	عدد العمليات	
41	114	47	27	الفلاحة والموارد المائية
04	12	02	01	الخدمات الإنتاجية
53	149	40	23	البنية التحتية الاقتصادية
02	06	11	06	الخدمات الاجتماعية
100	281	100	57	المجموع
عام 2013				القطاعات
النسبة	مبلغ الترخيص	النسبة	عدد العمليات	
3.9	22	27	11	الفلاحة والموارد المائية
95.9	541	51	21	البنية التحتية الاقتصادية
0.9	0.8	20	08	الخدمات الاجتماعية
0.03	0.2	2	1	التكوين
100	564	100	41	المجموع

عام 2014				القطاعات
النسبة	مبلغ الترخيص	النسبة	عدد العمليات	
10	75	23	22	الفلاحة والموارد المائية
0.03	0.185	01	01	التربية والتكوين
87	637	33	31	البنية التحتية الاقتصادية
3	19	43	40	الخدمات الاجتماعية الثقافية
100	731	100	94	المجموع

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على التقرير السنوي للصندوق الوطني للاستثمار، أعداد مختلفة.

توضح بيانات الجدول أعلاه الأهمية الكبيرة التي توليها الحكومة لقطاع البنية التحتية الذي استولى على معظم مبالغ تراخيص التجهيزات العمومية خلال الفترة 2011-2014 فنجد أن هذا الأخير استحوذ على 53% من مبالغ التراخيص التي بلغت 281 مليار دينار في عام 2011 موزعة على 23 عملية لترتفع هذه النسبة إلى حدود 96% خلال عام 2013 بمبلغ قدره 541 مليار دينار موزعة على 21 عملية، وخلال 2014 تحصل هذا القطاع على ترخيص قدره 637 مليار دينار موزعة على 31 عملية، وتعكس مبالغ تراخيص التجهيزات لعمومية الموجهة لقطاع البنية التحتية رغبة الحكومة المتزايدة لتطوير هذا القطع بهدف تنويع القاعدة الإنتاجية للدولة خارج المحروقات، شأنه في ذلك شأن قطاع الفلاحة والموارد المائية الذي تحصل على 114 مليار دينار من إجمالي تراخيص التجهيزات العمومية في عام 2011 ليتراجع نصيبه إلى 75 مليار دينار في عام 2014 بواقع 22 عملية، وتوزعت باقي التراخيص على قطاعات أخرى كقطاع الخدمات الاجتماعية والتربية والتكوين.

كما قام الصندوق الوطني للاستثمار بتسيير إعانات وقروض لصالح الدولة فضلا عن إدارة العديد من المسابقات لأجل تجهيز المؤسسات العمومية التي يمكن توضيحها أكثر في الجدول التالي:

الجدول رقم (04-16) تسيير الصندوق قروض لصالح الدولة خلال الفترة 2011-2014

القطاعات	عملة القرض	المشاريع	مبلغ القرض	باقي الاستعمال
النقل	اورو	تجهيز مترو الجزائر باقتناء 14 عربة قطار	520968	-
التربية	ريال سعودي	بناء وتجهيز خمس ثانويات ومدرسة أساسية	818.6	14.5
التربية	ريال سعودي	بناء وتجهيز (17) مؤسسة ثانوية ومتوسطة بيومرداس	1753.9	25.6

29.6	1917.9	بناء وتجهيز (16) مؤسسة ثانوية في ولايات مختلفة	ريال سعودي	التربية
10.3	584.7	بناء وتجهيز مركزين للتكوين المهني والمهين بومرداس	ريال سعودي	التكوين المهني
43.2	1403.4	بناء وتجهيز مستشفى الثنية	ريال سعودي	الصحة
11.8	561.4	بناء وتجهيز مركزين للتكوين المهني	ريال سعودي	التكوين المهني

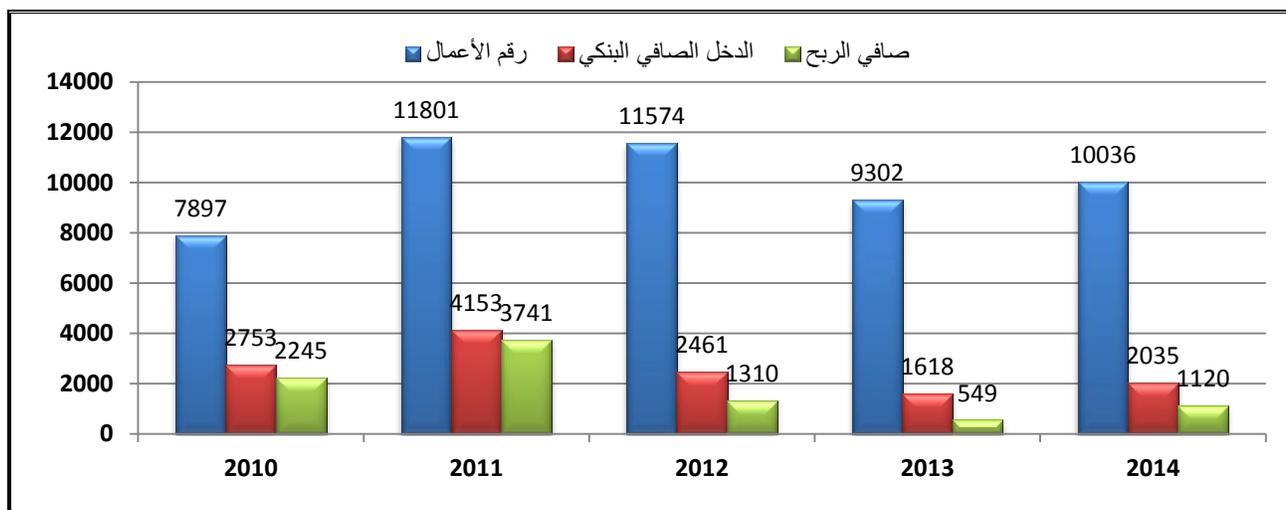
المصدر: التقرير السنوي للصندوق الوطني للاستثمار، أعداد مختلفة.

يدير الصندوق الوطني لاستثمار بصفته المسير المالي قروض خارجية لصالح الدولة وتوجيهها إلى قطاعات هامة وحساسة بالنسبة للاقتصاد الوطني ومن بين أهم المشاريع التي قام الصندوق بإدارتها مشروع ميترو الجزائر من خلال اقتناء 14 عربة قطار لصالح شركة (EMA) بمبلغ إجمالي قدره 55 مليار دينار، إضافة لتسيير الصندوق قروض لصالح الدولة وصل حجمها إلى 4470.4 مليون ريال سعودي موجهة لتطوير وتحسين قطاع التربية والتعليم وتوفير احتياجاته من مباني تعليمية في عدد من الولايات، فضلا عن تسييره لقروض قدرها 1146 مليون ريال سعودي موجهة لتطوير التكوين المهني وقروض آخر قدره 1403.4 مليون ريال سعودي موجه لبناء وتجهيز مستشفى الثنية في ولاية بومرداس بهدف ترقية قطاع الصحة وتوفير الخدمات الطبية المتخصصة في المنطقة.

إن إدارة الصندوق للأموال الخارجية لصالح الدولة يشمل كذلك الإعانات التي تمنحها الدول والمؤسسات الدولية للحكومة مثل تسيير الصندوق لإعانة منحها البنك الدولي لدعم وتنمية منظومة الإحصاءات الفلاحية في الجزائر بلغت قيمتها 40000 دولار وتسييره لإعانة أخرى بلغت قيمتها أكثر من 2416 مليون دينار جزائري مقدمة من قبل الصندوق السعودي للتنمية مخصصة لدعم قطاع الصحة، وكذلك إعانة منحها الصين قدرها 6519.9 مليون دينار موجهة لبناء دار الأوبرا بالجزائر العاصمة.

4. عائدات الصندوق: يمول الصندوق الوطني للاستثمار من موارده الخاصة إضافة إلى تعبئته لموارد إضافية من الخزينة العامة أو استخدام سوق السندات المشاريع التي تندرج ضمن أهدافه الإستراتيجية وتحقق امتيازات اقتصادية ومالية أي مراعاة هدف العائد والربحية وإدارة المخاطر دون حجب المصلحة العامة فيما يتعلق بالسياسة العامة للحكومة كما يجب أن لا يكون لهذه المشاريع تأثيرات سلبية على البيئة. وفي إطار هذا الهدف العام حقق الصندوق الوطني للاستثمار رغم حدوثه عائدات مالية معتبرة يمكن توضيحها أكثر في الشكل التالي:

الشكل رقم (04-08) تطورات عوائد الصندوق الوطني للاستثمار خلال الفترة (2010-2014)



المصدر: التقرير السنوي للصندوق الوطني للاستثمار، أعداد مختلفة.

حقق الصندوق الوطني للاستثمار عن نشاطه الاقراضي إيرادات بنكية بلغت 2753 مليون دينار عام 2010 وانتقلت لتبلغ أعلى قيمة لها في عام 2011 بقيمة وصلت إلى 4153 مليون دينار إلا أنها تراجعت إلى 2461 مليون دينار عام 2012 وإلى 1618 مليون دينار عام 2013 لتسجل ارتفاع مرة ثانية عام 2014 بلغت خلاله 2035 مليون دينار وبناء على ذلك إضافة إلى نشاطاته الاستثمارية المتنوعة حقق الصندوق الوطني للاستثمار عائداً مالية صافية بلغت قيمتها 2245 مليون دينار عام 2010 وارتفعت أكثر خلال عام 2011 لتصل إلى 3740 مليون دينار بنسبة ارتفاع قاربت 67% بالمقارنة مع السنة السابقة، لتشهد انخفاض مماثل في عام 2012 أين سجلت 1310 مليون دينار واستمرت عائدات الصندوق في التراجع لتصل إلى 549 مليون دينار عام 2013 وهي أدنى قيمة لها خلال هذه الفترة إلا أن الصندوق استطاع أن يحقق إيرادات مالية قدرها 1120 مليون دينار في نهاية عام 2014¹.

¹ التقرير السنوي للصندوق الوطني للاستثمار، عدد 2014، ص 23.

الفصل الرابع: فعالية صناديق الاستثمار الجزائرية في الحد من آثار الأزمات النفطية

المبحث الرابع: إمكانية تعزيز فعالية الصندوق الوطني للاستثمار بين الفرص ولقيود

إن تحسين أداء الصندوق الوطني للاستثمار وزيادة فعاليته يتطلب وضع إستراتيجية طويلة المدى تعتمد أساساً على تغيير نظرة الحكومة للصندوق من اعتباره أداة رقابة مالية ومسير مالي إلى أداة مستدامة تعمل على تنويع الاقتصاد الوطني وتوسيع قاعدته الإنتاجية بما يضمن تحقيق معدل نمو مستدام على المدى البعيد وتقليل نقاط الضعف التي طال أمدها لنموذج النمو الاقتصادي المعتمد على عائدات القطاع النفطي.

إن تحقيق هذه الإستراتيجية يتطلب إجراء إصلاحات جذرية على الصندوق الوطني للاستثمار تشمل حوكمة الصندوق واستقلالته في أداء نشاطه ورفع رأسماله الموجه للاستثمار مع وضع إستراتيجية مناسبة له على المدى الطويل تتناسب مع الهدف العام للصندوق وخصائص ومميزات الاقتصاد الوطني.

المطلب الأول: اقتراحات خاصة بالإطار القانوني والمالي للصندوق

تعتمد فرص نجاح الصندوق الوطني للاستثمار على مدى سلامة ووضوح التشريعات واللوائح المنظمة لنشاطه والتي يجب أن تحكمها اعتبارات اقتصادية بحتة بغض النظر عن العوامل السياسية بهدف زيادة استقلالية الصندوق وقراراته الاستثمارية فضلاً عن دعم موارد الصندوق الحالية بموارد مالية إضافية وتوجيهها للاستثمار في مختلف القطاعات التي من شأنها تحقيق قيمة مضافة للاقتصاد الوطني.

أولاً- الإصلاحات التشريعية والمالية: يتم إجراء تعديلات على الصندوق تشمل ما يلي:

1. تعديل اسم الصندوق من الصندوق الوطني للاستثمار ليصبح صندوق الجزائر للاستثمار؛
2. يعهد إلى صندوق الجزائر للاستثمار نيابة عن الحكومة ولحسابها الخاص مهمة إدارة واستثمار فوائض الجباية النفطية المحولة إليه سنوياً (أكبر من السعر المرجعي المحدد في قوانين المالية) وإلغاء حساب صندوق ضبط الإيرادات؛
3. تحويل ما يقارب 10% من الاحتياطات الرسمية نحو صندوق الجزائر للاستثمار ولا يتم اعتبار أصول الصندوق ضمن احتياطات الصرف الأجنبية المدارة من قبل البنك المركزي؛
4. يصبح الصندوق يهدف إلى استقرار الموازنة العامة للدولة وحمايتها من الصدمات النفطية على المدى القصير والمتوسط مع تحديد الحد الأعلى لتدخل الصندوق أو تحديد مجالات اقتصادية يتم تمويلها من موارد الصندوق مثل توفير

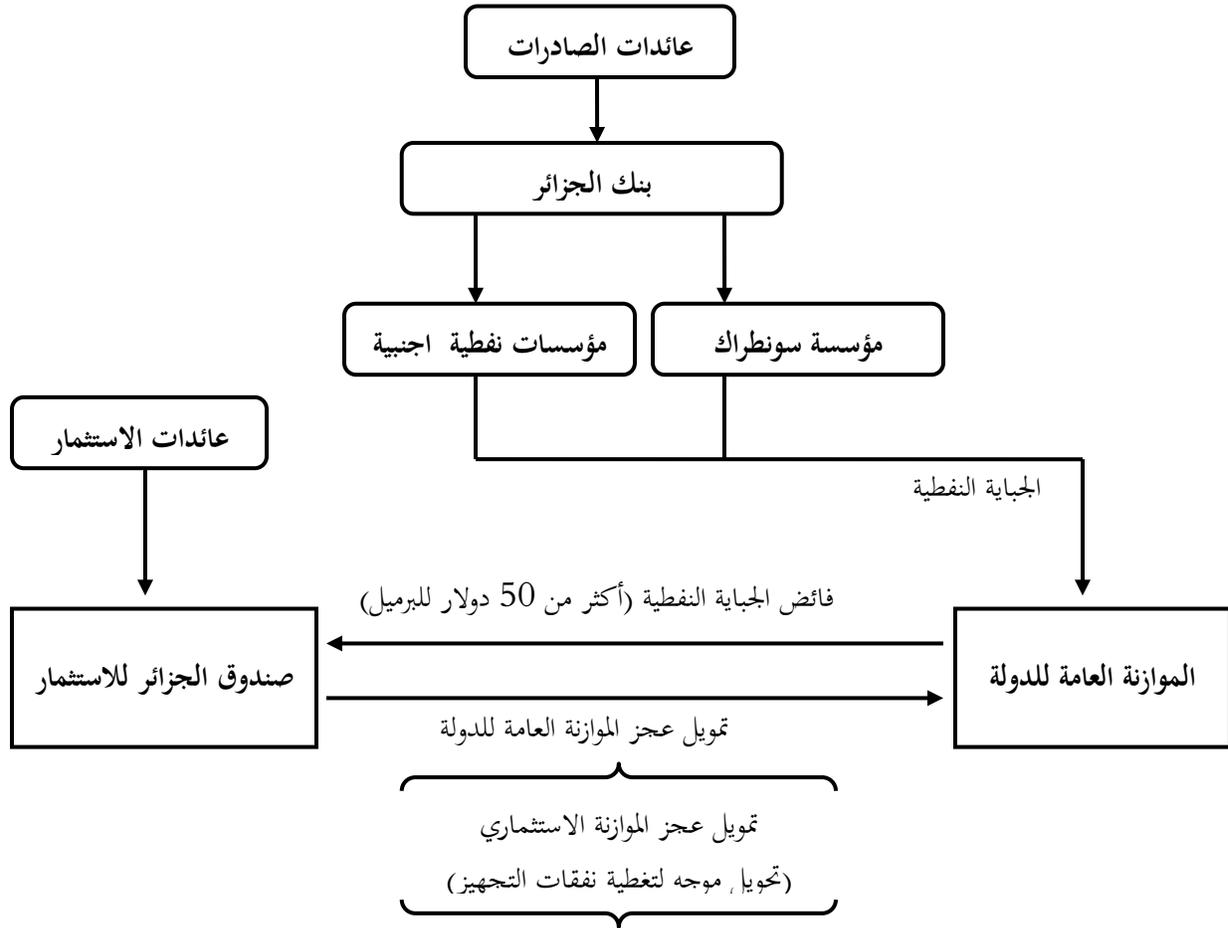
الصندوق للاحتياجات المالية للنفقات الاستثمارية (نفقات التجهيز) عند عجز الموازنة العامة مع توجيه الإيرادات العادية لتغطية نفقات التسيير؛

5. بهدف دعم التنمية يقوم الصندوق بالإضافة إلى الشراكة الحالية بالدخول في شراكات إستراتيجية مع مؤسسات علمية متخصصة في قطاعات متنوعة خارج المحروقات بهدف النهوض بها وزيادة صادرات الاقتصاد غير النفطية؛
6. تعديل مجلس إدارة الصندوق بإضافة أربعة أعضاء متخصصين في مجالات الاستثمار لا يشغلون مناصب عامة يتم تعيينهم بمرسوم رئاسي لمدة أربعة سنوات قابلة للتجديد بهدف زيادة استقلالية مجلس الإدارة في اتخاذ القرار؛
7. بالإضافة إلى أنظمة الرقابة الداخلية في الصندوق يتم خضوع الصندوق إلى رقابة مستقلة من طرف لجنة برلمانية مهمتها مراقبة عمليات وأنشطة الصندوق بالإضافة إلى رقابة مجلس المحاسبة وتدقيقه في القوائم المالية للصندوق؛
8. وزارة المالية بصفتها المالك الرسمي للصندوق مطالبة بتقديم تقارير سنوية عن أنشطة الصندوق للبرلمان؛
9. يجب إعداد تقارير فصلية تتضمن مختلف أنشطة عمليات الصندوق ونتائجها وإتاحتها ونشرها للرأي العام.

بعد توفر الجوانب التشريعية والقانونية اللازمة للصندوق بعد التعديلات المقترحة يأتي جانب دعم تمويل الصندوق بالإضافة إلى موارده الحالية وباعتبار أن وزارة المالية هي مالك الصندوق نيابة عن الحكومة فهي مكلفة بتمويل الصندوق من خلال إلغاء حساب صندوق ضبط الإيرادات أولاً وتحويل فائض الجباية النفطية التي يفوق التقديرات السنوية في قوانين المالية إلى الصندوق، إضافة إلى ذلك يتم تحويل نحو الصندوق 10% من الاحتياطات الرسمية نظراً لحجمها الكبير والمبالغ فيه مقارنة بمدى حاجة الاقتصاد الوطني إلى الاستثمارات خاصة في ظل معاناته من ضعف الاستثمار المحلي وانخفاض الإنفاق الاستثماري مقارنة بحجم الإنفاق التشغيلي وتراجع الاستثمار الأجنبي، فوفق لأهم مؤشرات مدى كفاية الاحتياطات الرسمية وهو مؤشر نسبة تغطية الاحتياطات للواردات الذي يتراوح ما بين 25% كحد أدنى و40% كحد أقصى من الواردات أي أن الاحتياطات (تغطي من 3-6 أشهر من الواردات)¹ وبما أن واردات الجزائر بلغت تقريبا 49 مليار دينار في عام 2017 فإن قيمة المؤشر بالنسبة لها بلغ أكثر من 19 شهر وعليه ولأجل التقليل من تكلفة فرصة الاحتفاظ بهذا الحجم من الاحتياطات المبالغ فيه يتم تحويل جزء منه نحو الاستثمار في قطاعات إستراتيجية لتنويع الاقتصاد من خلال صندوق الجزائر للاستثمار.

¹ زايري بلقاسم، كفاية الاحتياطات الدولية في الاقتصاد الجزائري، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد السابع، جوان 2009، ص 57.

الشكل رقم (04-09) علاقة صندوق الجزائر للاستثمار بالموازنة العامة للدولة

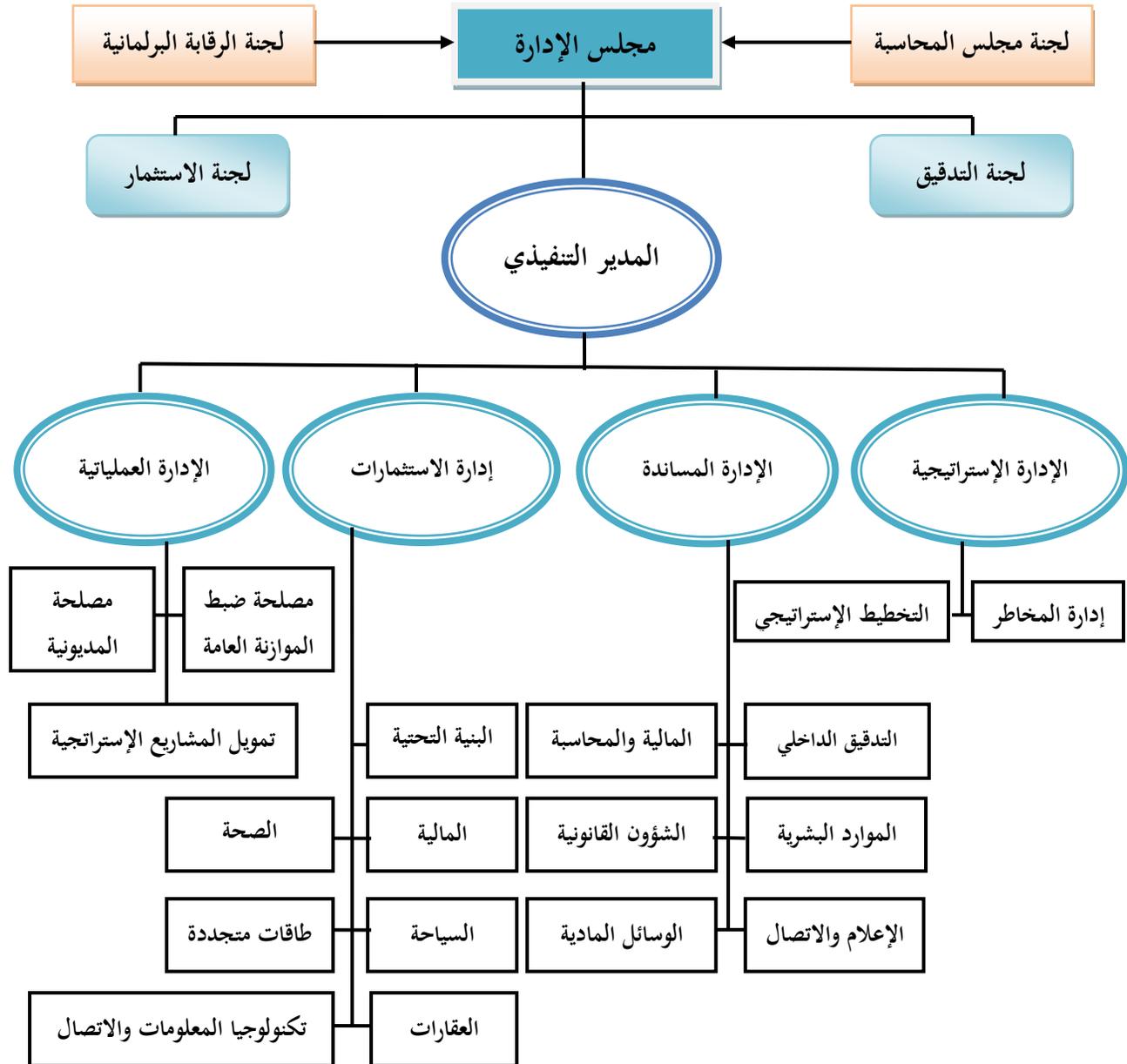


المصدر: من إعداد الطالب.

على خلفية تجربة صندوق ضبط الإيرادات ودوره في استقرار الموازنة العامة للدولة التي لم تستمر على المدى الطويل نظرا لعدة اعتبارات تم ذكرها سابقا ولتفادي نفس السيناريو مستقبلا يجب وضع قواعد ومبادئ توجيهية لاستخدام موارد صندوق الجزائر للاستثمار في تمويل عجز الموازنة العامة مثل تحديد نسبة معينة مسبقا من العجز يتم تمويلها من الصندوق أو تحديد نوع العجز الذي يتم تمويله من الصندوق كتغطية عجز الموازنة الناتج عن عدم قدرة تغطية حصيلة الحماية النفطية المحددة في قوانين المالية السنوية النفقات الاستثمارية (نفقات التجهيز) في حالات تراجع أسعار النفط في أسواق النفط العالمية، تسمح هذه القاعدة على الضبط المالي للموازنة وترشيد الإنفاق العام من ناحية وعدم تآكل موجودات الصندوق من ناحية ثانية.

ثانيا- اقتراحات متعلقة بحوكمة الصندوق: بعد اقتراح الجوانب المتعلقة بالإطار التشريعي والقانونية والإطار التمويلي للصندوق تبقى مهمة توفير هيكل تنظيمي متجانس يتمتع بطاقتهم إداري كفاء ومتمرس في الشأن الاقتصادي بصفة عامة وعمليات الاستثمار بصورة خاصة من أجل نجاح الصندوق في أداء مهامه وتحقيق أهدافه. ويمكن توضيح الهيكل التنظيمي المقترح لصندوق الجزائر للاستثمار في الشكل التالي:

الشكل رقم (10-04) الهيكل التنظيمي لصندوق الجزائر للاستثمار



المصدر: من إعداد الطالب.

- مجلس الإدارة: يعتبر السلطة الأعلى في الصندوق ويتألف من أعضاء مجلس إدارة الصندوق الوطني للاستثمار الحاليين إضافة إلى أربعة أعضاء جزائريين متخصصين في مجالات الاستثمار ويتولى مهمة إعداد الخطط والإستراتيجيات الخاصة بأنشطة الصندوق والإشراف على تنفيذها إضافة إلى:
 - وضع السياسة العامة للصندوق وبرامج الاستثمار ومتابعة تنفيذها؛
 - وضع اللوائح الإدارية والمالية اللازمة للصندوق والسهر على تنفيذها؛
 - اعتماد الهيكل التنظيمي للصندوق؛
 - تعيين من الأربعة أعضاء المستقلين الذين لا يشغلون وظائف عامة مدير تنفيذي للصندوق؛
 - تقييم أداء الاستثمارات وفقا لاستراتيجيات المحددة والخطط طويلة الأجل؛
 - تقديم تقارير فصلية عن أنشطة الصندوق لوزارة المالية.
- لجنة الرقابة البرلمانية: يتم تأسيسها من قبل البرلمان وهي مكلفة بمراقبة نشاط الصندوق من خلال عقد لقاءات دورية مع مجلس الإدارة والمدير التنفيذي للصندوق إضافة إلى إمكانية مراقبتها لنشاطات مختلف مصالح الصندوق.
- لجنة مجلس المحاسبة: يلتزم الصندوق بموجب التعديلات القانونية المقترحة بتقديم تقارير نصف سنوية عن الأصول التي يديرها إلى جهة تدقيق مستقلة هي مجلس المحاسبة الذي يعين كذلك موظفين تابعين له داخل الصندوق لمراجعة أنشطة الصندوق بشكل مستمر.
- لجنة الاستثمار: وهي المسؤولة عن المسائل المتعلقة بالاستثمار والإشراف عليها وتساعد مجلس إدارة الصندوق من خلال مراجعة خطط وإستراتيجيات الاستثمار ومراجعة قرارات الاستثمار وتمريها للمدير التنفيذي، ويتأثر لجنة الاستثمار الرئيس التنفيذي وتضم في عضويتها كل الرؤساء التنفيذيين لقطاعات الأعمال.
- لجنة التدقيق: ترتبط مباشرة بمدلس الإدارة ومكلفة بمراجعة مختلف عمليات التي يقوم بها الصندوق بالإضافة إلى تقييم التدقيق الداخلي ونظام الرقابة الداخلية وتقوم بتقديم تقارير مالية دورية لمجلس للإدارة مع منح توصيات تخص تعيين الجهات الخارجية للتدقيق على أعمال الصندوق.
- المدير التنفيذي: هو المسؤول عن أعمال الصندوق ويشرف على تنفيذ سياسات المجلس وقراراته طبقا للوائح التي يصدرها المجلس كما سوم بإعداد دراسات وتوصيات تتعلق بنشاط الصندوق وتقييم اقتراحات لمجلس الإدارة لتعديل إستراتيجية الاستثمار المتبعة في الصندوق.
- الإدارة الإستراتيجية: وتنقسم إلى قسمين قسم التخطيط الإستراتيجي وقسم إدارة المخاطر:

الفصل الرابع: فعالية صناديق الاستثمار الجزائرية في الحد من آثار الأزمات النفطية

- قسم التخطيط الإستراتيجي: يهدف هذا القسم إلى تنمية قيمة الصندوق من خلال التحليل والتقصي لمختلف الاتجاهات الاقتصادية والاستثمارية عن فئات الأصول وسلوك الأسواق بغرض تمكين الصندوق من اقتناص الفرص وتحقيق الأهداف كما تشمل أنشطة الإدارة الإستراتيجية والتخطيط رصد التطورات الخارجية المتعلقة بأفضل الممارسات في إدارة الاستثمار لإدخال تعديلات على سياسات استثمار الصندوق المتبعة وتقديم اقتراحات لتعديلها.
- قسم إدارة المخاطر: وهي مكلفة برصد المخاطر الصاحبة لعمليات الاستثمار التي يقوم بها الصندوق وتحديثها وقياسها ومراقبتها بهدف التحكم فيها وجعلها ضمن الحدود المقبولة المحددة من قبل مجلس إدارة الصندوق.
- الإدارة المساندة: تتمثل مهامها في توفير الظروف الملائمة لنشاط الصندوق عبر بتوفير الدعم المادي والبشري للصندوق وتتكون من عدة مصالح هي:
 - التدقيق الداخلي: يقوم بفحص وتقييم مختلف عمليات الصندوق للتأكد من أنها تتم وفقا لسياسات وإجراءات الصندوق بالإضافة إلى تقديم تقارير إلى كل من لجنة المراجعة والمدير التنفيذي.
 - الموارد البشرية: وتتمثل مهمتها في توفير الكفاءات البشرية والقدرات التنظيمية اللازمة لقيادة الصندوق؛
 - المالية والمحاسبة: تتمثل مهمته في الحفاظ على أصول الصندوق والتأكد من سلامة المعلومات المحاسبية للصندوق وإعداد التقارير المالية عن أنشطة الصندوق.
 - الشؤون القانونية: مكلفة بحماية أصول الصندوق من المخاطر القانونية والتأكد من أن جميع معاملات الصندوق تتم وفقا للوائح والتشريعات المعمول بها كما تعمل على تسوية جميع المشكلات التي تواجه الصندوق.
 - الوسائل المادية: مكلفة بتوفير مختلف الوسائل المادية الضرورية لنشاط الصندوق.
 - الإعلام والاتصال: وتتضمن مسؤوليات هذا القسم تسيير نظام الإعلام والاتصال بين مختلف مصالح الصندوق.
 - إدارة الاستثمارات: تعتبر أهم قسم في الصندوق وتضم مجموعة من المصالح تشرف على إدارة استثمارات الصندوق:
 - قطاع تكنولوجيا المعلومات والاتصال: يسعى الصندوق من خلال الاستثمار في هذا القطاع الهام الذي أصبح يلعب دور كبير في مجمل العمليات والأنشطة الاقتصادية المختلفة بالإضافة إلى دوره في التطور التكنولوجي الذي بات أمرا ضروريا لتحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية لأي بلد في الوقت الحالي.
 - قطاع العقارات: يتولى هذا القسم إدارة استثمارات الصندوق في قطاع العقارات.

الفصل الرابع: فعالية صناديق الاستثمار الجزائرية في الحد من آثار الأزمات النفطية

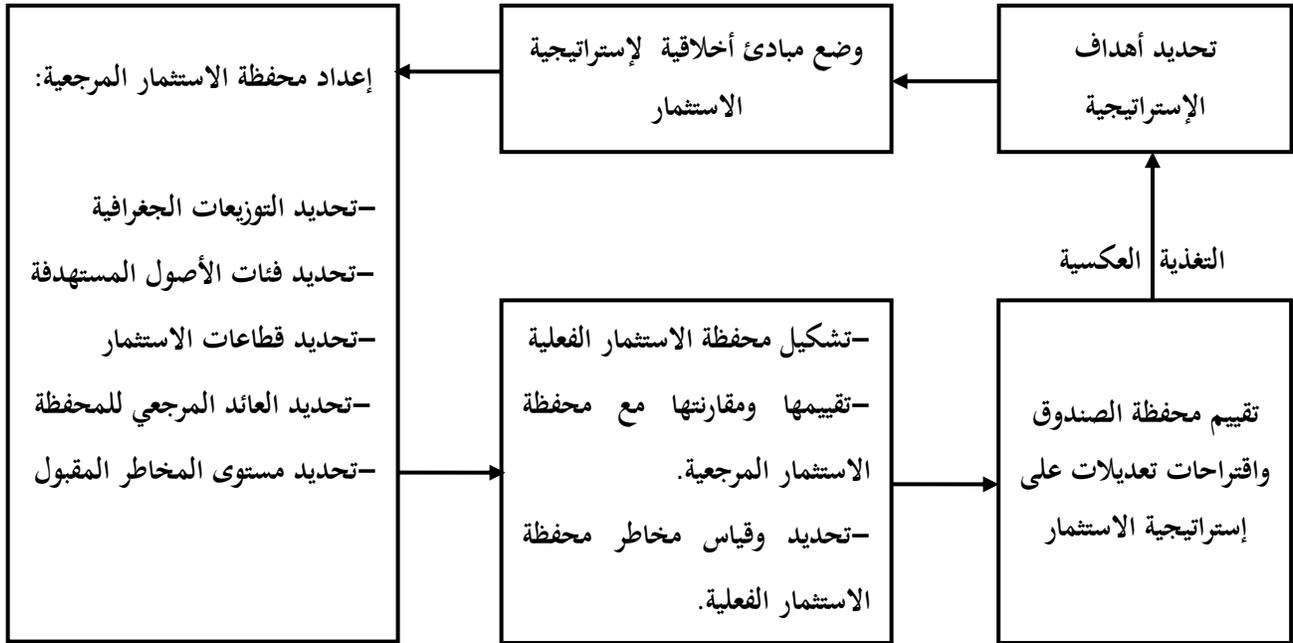
- قطاع المالية: يتولى هذا القسم إدارة محفظة استثمارات الصندوق المتشكلة من الأسهم والسندات والصكوك لتحقيق عوائد مالية معتبرة وتوزيع المخاطر.
- قطاع البنية التحتية: تتمثل مهام هذا القسم في الاستثمار في البنية التحتية بهدف تنمية الاقتصاد الوطني.
- قطاع الصحة: تتمثل مهام هذا القسم في المساهمة في تلبية احتياجات الرعاية الصحية من خلال تأسيس منشآت ومرافق رعاية صحية متخصصة من أجل بناء قدرات متميزة وتحفيز التنمية الشاملة للقطاع.
- قطاع الطاقات المتجددة: تتمثل مهمته في إدارة استثمارات الصندوق في مجال الطاقات المتجددة كالطاقة الشمسية وطاقة الرياح وغيرها من مصادر توليد الطاقة النظيفة والدخول في شراكات إستراتيجية مع مؤسسات متخصصة في هذا المجال.
- الإدارة العملية: مكلفة بتحقيق الأهداف القصيرة والمتوسطة الأجل للصندوق وتنقسم إلى :
- مصلحة الموازنة العامة: مكلفة بالإشراف على تحويلات الحكومة للصندوق المتضمنة لفوائض الجباية النفطية بالإضافة إلى تحويلات الصندوق الموجهة لتغطية نسبة أو مجال محدد من عجز الموازنة العامة.
- مصلحة المديونية: مكلفة بمراقبة ومتابعة تحويلات الصندوق الموجهة لسداد المديونية العمومية.
- مصلحة تمويل المشاريع الإستراتيجية: يختص هذا القسم بتوفير التمويل اللازم للمشاريع الإستراتيجية التي تهدف إلى دعم التنمية وتعزيز الاقتصاد الوطني وتوسيع قاعدته الإنتاجية.

المطلب الثاني: الإستراتيجية الاستثمارية للصندوق

إن نجاح صندوق الجزائر للاستثمار يعتمد بشكل أساسي على مدى ملاءمة إستراتيجيته الاستثمارية مع أهدافه العامة وعلى اعتبار أن الصندوق يسعى على المدى القصير إلى الحفاظ على استقرار الموازنة العامة وحمايتها من الأزمات النفطية من ناحية ويهدف على المدى البعيد إلى دعم جهود التنويع الاقتصادي بعيدا عن المحروقات من ناحية أخرى يتعين عليه إعداد إستراتيجية استثمارية واضحة المعالم والأهداف مدعومة بعملية تخطيط شاملة لنشاط الصندوق تتميز بالمرونة والقدرة على التكيف مع التغيرات الاقتصادية.

إن إعداد وتنفيذ إستراتيجية الاستثمار الخاصة بصندوق الجزائر للاستثمار يتطلب المرور بالمراحل التالية:

الشكل رقم (04-11) مراحل إعداد وتنفيذ إستراتيجية الاستثمار في الصندوق



المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على بوفليح نبيل، دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية الواقع والأفاق مع الإشارة إلى حالة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص 224.

1. أهداف إستراتيجية الاستثمار: تنقسم أهداف إستراتيجية استثمار الصندوق إلى أهداف قصيرة ومتوسطة وطويلة وبغرض تحقيق هدف استقرار و حماية الموازنة العامة من مخاطر تقلبات أسعار النفط على المدى القصير على الصندوق أن يستثمر في الأصول السائلة والشبه سائلة والاستثمارات قصيرة الأجل ذات السيولة العالية والمخاطر المتدنية لتجنب العسر المالي وضمان الوفاء بالتزاماته اتجاه الموازنة، ولتحقيق الأهداف المتوسطة للإستراتيجية المتمثلة في تحقيق أعلى عائد ممكن عند مستوى مقبول من المخاطر يستثمر الصندوق في تشكيلة متنوعة من الأدوات الاستثمارية وأخذ حصص متميزة في شركات عالية الأداء ليتولد عنها عوائد ثابتة نسبيا على المدى المتوسط وبخصوص الأهداف الطويلة لإستراتيجية الصندوق المتمثلة في تنويع الاقتصاد الوطني وزيادة صادراته غير النفطية يقوم الصندوق بتأسيس شركات (أذرع استثمارية) متخصصة أو الدخول في شركات إستراتيجية مع مؤسسات رائدة ومخصصة في القطاعات الإستراتيجية كقطاع الصناعة والطاقات المتجددة وتكنولوجيا المعلومات لزيادة مساهمتها في القيمة المضافة للاقتصاد.

2. وضع مبادئ أخلاقية لاستثمارات الصندوق: يتم إعداد مجموعة من القواعد والمبادئ الأخلاقية لتحديد وضبط الإطار العام للنشاط الاستثماري للصندوق منها:

▪ لا يستثمر الصندوق في لشركات والقطاعات التي يدخل ضمن نشاطها التجاري القمار والأنشطة ذات الصلة بالكحول؛

▪ لا يستثمر الصندوق في الشركات التي تمارس أنشطة مخالفة لحقوق الإنسان مثل (شركات صنع الأسلحة التمييز العنصري، التلوث البيئي...).

3. إعداد محفظة الاستثمار المرجعية: تشكل هذه المحفظة المرجع الأساسي لاستثمارات الصندوق التي تتكون من تشكيلة متنوعة ومتوازنة من الأصول أو أدوات الاستثمار بكيفية تجعلها الأكثر ملائمة لتحقيق أهداف الصندوق ويتم إعدادها من خلال تخصيص الأصول وتحديد الوزن النسبي لكل أصل من الأصول داخل المحفظة الاستثمارية ويتم مراعاة مجموعة من الاعتبارات المترابطة عند إعدادها من أهمها¹:

أ- تنوع تشكيلة المحفظة (توزيع مخاطر الاستثمار): يعد التنوع مبدأ أساسي أو الركن الأساسي من أركان القرارات الاستثمارية لتقليل المخاطر وتوزيعها لذا فكلما زاد تنوع الاستثمارات المكونة للمحفظة من حيث المصدر والتوزيع الجغرافي ساهم ذلك في تقليل مخاطر الاستثمار ولكن يجب عدم المغالاة في عملية تنوع تشكيلة المحفظة وذلك لتفادي الآثار العكسية المتمثلة في صعوبة إدارة المحفظة وارتفاع تكاليفها؛

ب- عدد أصول المحفظة: إن وجود عدد كبير من أدوات الاستثمار المتنوعة بمصادرها المختلفة وتوزيعاتها الجغرافية المتباينة داخل محفظة الاستثمار يساهم أكثر في زيادة فعالية سياسة التنوع وتخفيض المخاطر؛

ج- معامل الارتباط بين أصول المحفظة: يعتبر هذا العامل من أكثر العوامل حسما في نجاح أو فشل سياسة تنوع أصول المحفظة، إذ على نوع الارتباط القائم بين عوائد ومخاطر أصول المحفظة من جهة وقوة وضعف معامل الارتباط بينها من جهة أخرى تتوقف فعالية سياسة التنوع، ففي حالة الارتباط السالب تزداد مزايا التنوع كلما قوي معامل لارتباط بين عوائد الأصول بينما في حالة الارتباط الموجب تزداد مزايا التنوع كلما ضعف معامل الارتباط بين عوائد هذه الأصول، وبناء عليه يجب على إدارة الصندوق أن تشكل محفظة من أدوات الاستثمار غير مترابطة أو مترابطة ولكن في علاقة ارتباط سالبة ليكون التنوع إيجابيا وتحقق سياسة التنوع ثمارها في تخفيض المخاطر.

4. مكونات محفظة الاستثمار المرجعية: إن تشكيل محفظة الاستثمار المرجعية للصندوق يجب أن يتم اعتمادا على المبادئ والأسس العلمية السليمة لإدارة الأصول من أهمها تنوع فئات الأصول قطاعيا وجغرافيا.

¹ محمد مطر، الأسس النظرية والعملية لبناء وإدارة المحافظ الاستثمارية، مرجع سبق ذكره، ص ص 208-209.

الفصل الرابع: فعالية صناديق الاستثمار الجزائرية في الحد من آثار الأزمات النفطية

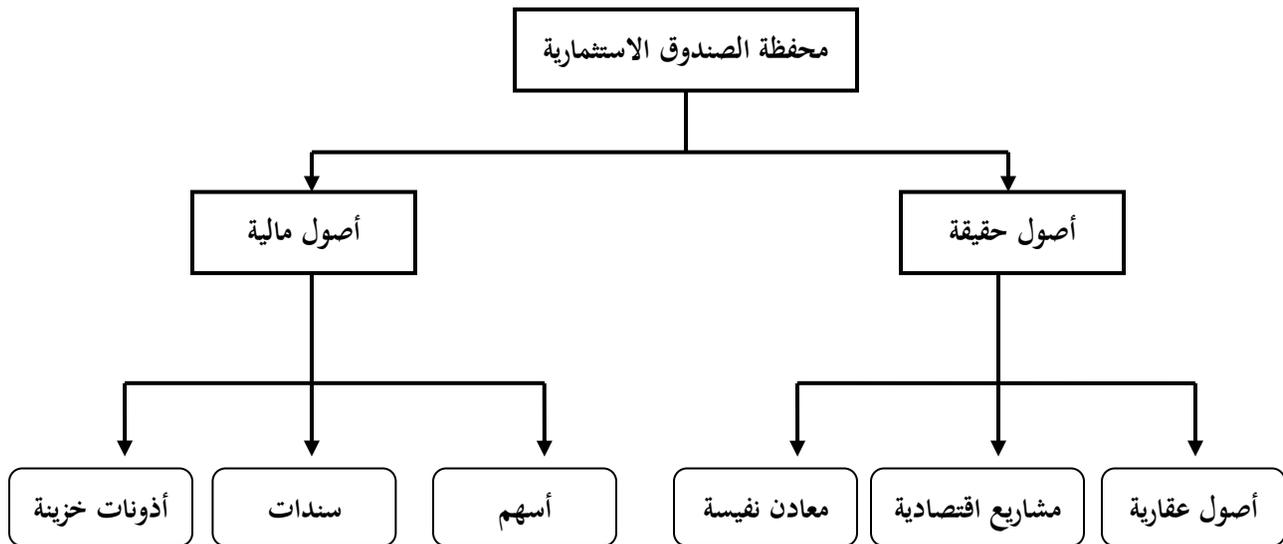
أ- التوزيع الجغرافي لاستثمارات الصندوق: لزيادة اقتناص فرص الاستثمار وتحقيق عائدات مالية معتبرة وتوزيع المخاطر لمصاحبة لعملية الاستثمار على إدارة الصندوق أن توزع استثماراتها على نطاق جغرافي واسع:

- منطقة أمريكا الشمالية؛
- منطقة أوروبا؛
- منطقة دول آسيا المتقدمة؛
- منطقة إفريقيا والشرق الأوسط؛
- أسواق الدول الناشئة.

يعتمد الصندوق في توزيعاته الجغرافية على معدلات نمو الدولة وحركية نشاطها الاقتصادي ومدى وضوح واستقرار القوانين المتعلقة بالاستثمار خاصة قوانين الضرائب بالإضافة إلى توفر مناخ الاستثمار و الاستقرار الاقتصادي والسياسي للبلد.

ب- توزيع استثمارات الصندوق حسب فئات الأصول: يتمثل الهدف الرئيسي للصندوق في تنويع مصادر الدخل وتوزيع المخاطر وعلى أساس ذلك يجب عليه تشكيل محفظة أصول متنوعة في قطاعات متباينة وذلك على النحو الموضح في الشكل لتالي:

الشكل رقم (04-12) نموذج محفظة الاستثمار المقترحة للصندوق



المصدر: من إعداد لطالب.

- أصول عقارية: يوفر الاستثمار في العقار درجة مرتفعة نسبيا من الأمان تفوق تلك المحققة في الأوراق المالية نظرا لأن المستثمر بشكل مباشر في العقار يحوز أصل حقيق له مطلق الحرية في التصرف فيه، أما الاستثمار بشكل غير مباشر مثل حيازة سند عقاري مضمون بعقار تحقق لحامله الضمان في حالة توقف المدين عن سداد قيمة السند؛
 - المشاريع الاقتصادية: تعتبر المشروعات الاقتصادية من أكثر أدوات الاستثمار الحقيقي انتشارا وتنوع أنشطتها ما بين التجاري، الصناعي والزراعي ومن أهم مزايا الاستثمار في مثل هذه المشاريع تحقيق عائد مقبول ومستمر كما توفر قدر كبير من الأمان لدى المستثمر باعتباره يحوز على أصول حقيقية لها قيمة ذاتية ولذا فإن درجة المخاطرة المرتبطة بحدوث خسارة رأسمالية منخفضة إلى حد كبير؛
 - السلع والمعادن النفيسة: يستطيع الصندوق أن يحقق عائدات مالية إضافية من خلال الاستثمار في بعض السلع التي تتمتع بمزايا اقتصادية تجعلها أداة صالحة للاستثمار وتتوفر على أسواق متخصصة "عبارة عن بورصات" أهمها بورصة الذهب في لندن، بورصة القطن والحبوب في نيويورك، بورصة البن في البرازيل¹؛
 - الأسهم: تعتبر من أبرز أدوات الاستثمار في محفظة الصندوق بحيث يقوم باقتناء توليفة متنوعة من أسهم الشركات التي تتميز بأداء عالي وثابت في قطاعات ومجالات مختلفة بغرض توليد عائدات مالية مع تحديد نسبة أو حد أقصى لاستثمار في شركة واحدة لا يتعدى 10% حفاظا على سياسة التنويع وتقليل المخاطر.
 - السندات: يستثمر الصندوق في مختلف أنواع السندات سواء السندات السيادية أو سندات المؤسسات من خلال عمل توليفة جيدة ما بين السندات متوسطة وطويلة الأجل والسندات قصيرة الأجل مع مراعاة اختلاف جهات إصدارها وتواريخ استحقاقها.
 - أدوات الخزينة: يقوم الصندوق بالاستثمار في هذا النوع من الأدوات بغرض توفير السيولة والأمان وتفادي العسر المالي فأدوات الخزينة تعتبر من أدوات الدين قصيرة الأجل الأقل مخاطرة، كما يمكن للصندوق الاستثمار في العملات الأجنبية للاستفادة من تغيرات أسعار الصرف
5. تشكيل محفظة الاستثمار الفعلية: بد تحديد محفظة الاستثمار المرجعية تقوم إدارة الصندوق بتكوين محفظة استثمار فعلية مطابقة للمحفظة المرجعية المعتمدة مع قبول مجال انحراف في حدود 2% ولا ضير من إمكانية الاستعانة بمكاتب وهيئات أجنبية متخصصة لإدارة جزء من محفظة استثمارات الصندوق بشكل مؤقت أو على الأقل خلال

¹ جمال الدين برقوق وآخرون، إدارة الاستثمار، ص 117.

الفصل الرابع: معالجة صناديق الاستثمار الجزائرية في الحد من آثار الأزمات النفطية

السنوات الأولى لحين تدريب كوادر جزائرية واكتساب خبرات في هذا المجال وتخضع هذه الإدارة الخارجية إلى رقابة مستمرة من طرف القائمين على إدارة الصندوق.

6. تقييم محفظة استثمار الصندوق: يتعلق هذا العنصر بتحديد مدى جدوى توظيف موارد الصندوق من خلال فحص مكونات محفظة الصندوق الاستثمارية والتأكد من أنها تحقق أهدافه وتتماشى مع توجهاته الاستثمارية المحددة.
7. التغذية العكسية: بعد عملية تقييم محفظة استثمارات الصندوق واكتشاف مواطن الضعف والقصور داخل المحفظة يتم إجراء تعديلات على إستراتيجية الاستثمار الخاصة بالصندوق بهدف زيادة كفاءة استثمار موارده وتطوير أدواته.

أدى الاعتماد المتزايد للاقتصاد الجزائري على العائدات النفطية في رسم خطته وبرامجه التنموية إلى معاناته من اختلالات هيكلية متعددة منها محدودية القاعدة الإنتاجية وهيكل صادرات مرتكز على قطاع النفط والاعتماد على مصدر شبه وحيد في برمجة الإنفاق العام، ليصبح بذلك من أكثر الاقتصاديات هشاشة اتجاه الصدمات النفطية التي تحدثها أسعار النفط المنخفضة.

لعب صندوق ضبط الإيرادات دور كبير في استقرار الموازنة العامة للدولة وحمايتها من أثر الأزمات النفطية المتكررة من خلال توفير احتياجاتها المالية عند تراجع حصيلة الجباية النفطية السنوية وبهذا الدور يكون الصندوق قد شكل أداة للضبط المالي والتسيير المحكم للموارد النفطية وتوجيهها لمواجهة أي آثار تنتج عن انخفاض أسعار النفط في السوق الدولية غير أن موجودات الصندوق تبقى هوامش وقائية لا تكفي إلى على المدى القصير وهذا ما أثبتته الأزمة النفطية الأخيرة التي عصفت بموارد وعجلت بنفاذ موجوداته في وقت قصير لم يتعدى ثلاث سنوات خاصة في ظل ضغط عجز الموازنة عليها وتواصل انهيارات أسعار النفط، ليعكس ذلك بوضوح أن هذه الفوائض هي فوائض خادعة ومؤقتة نظرا لارتباطها بعوامل خارجية فضلا عن أن مصدرها ناضب.

استطاع صندوق الاستثمار الوطني بالرغم من حدائته دعم بعض القطاعات الاقتصادية والمشاريع الإستراتيجية الهامة مثل مشاريع البنية التحتية من خلال توفير التمويل اللازم لها إما في شكل قروض ميسرة أو بأخذ حصص معتبرة في شركات متميزة من أهمها شركة كوسيدار، إلا أن ضعف استقلالية قرارات الصندوق ومحدودية رأسماله الموجه للاستثمار دفع بنا إلى طرح تعديلات واقتراحات قد تزيد من فرص نجاح الصندوق وتزيد من فعاليته في دعم التنمية وتنويع الاقتصاد مست هذه التعديلات بعض الجوانب المتعلقة بالإطار القانوني للصندوق وتعلق الشق الثاني منها بالإطار المالي وفي الأخير تم اقتراح إستراتيجية استثمارية تتلاءم مع الأهداف الجديدة للصندوق أخذا بعين الاعتبار خصائص وتوجهات الاقتصاد الجزائري.

الخاتمة

الخاتمة:

في ظل الأحداث التاريخية الكبرى تجد الدول نفسها مطالبة بالوقوف أمام سياساتها المختلفة لتجري عليها عمليات تقويم وبما أن الأزمات النفطية هي عبارة عن أحداث أو محطات تاريخية تمر بها اقتصاديات الدول المصدرة للنفط في مسارها تعكس مدى هشاشة اقتصاداتها وانكشافها على مورد أحادي يتسم بالتقلب المفاجئ والنضوب المستقبلي وحدثت هذه الدول نفسها مجبرة على البحث عن آليات وأدوات تساهم في تحييد آثار الأزمات النفطية وارتداداتها على اقتصاداتها لتلافي نفس المشاكل والضغوطات المالية التي أحدثتها الأزمة النفطية عام 1986 التي دفعت بالبعض منها إلى الخارج للحصول على التمويل لتجد في صناديق الاستثمار الأداة أو الآلية التي قد تساعدها في امتصاص الصدمات النفطية واحتواء آثارها على الاقتصاد عبر إدارة الفوائض النفطية التي حققتها في سنوات ارتفاع أسعار النفط وتنمية قيمتها بالاستثمار سواء استثمار داخلي أو استثمار خارجي لتحقيق عائدات تشكل دخلا بديلا عن النفط عند نضوبه في الأجل الطويل واستخدام موارد هذه الصناديق في أوقات العسر المالي المتمثل في انخفاض حصيلة الإيرادات النفطية بسبب انخفاض أسعار النفط في أسواق النفط العالمية.

اختبار الفرضيات:

- تعد صناديق الاستثمار داعم قوي لقدرة الدولة على مواجهة الأزمات النفطية التي تظهر آثارها مباشرة في انخفاض حصيلة الإيرادات العامة المرتكزة على الإيرادات النفطية إذ تعمل هذه الصناديق على تغطية الفجوة المالية التي تحدثها أسعار النفط المنخفضة مما يساهم في استقرار الموازنة العامة وعزلها عن الآثار السلبية للأزمات النفطية، كما أنها تفيد في اجتناب دورات الرواج والكساد في بلدانها بحيث تعطي الدولة القدرة على اتخاذ سياسات معاكسة للدورات الاقتصادية والاستمرار في برجة سياسة إنفاقها على المدى المتوسط وبالتالي تحفيز الطلب الفعال الذي يؤدي إلى الانتعاش الاقتصادي. هذا ما يؤكد صحة الفرضية المطروحة "إن امتلاك الدول لصندوق استثمار يساعدها أكثر على استقرار موازنتها العامة وحمايتها من الصدمات النفطية نظرا لقدرتها على استيعاب انخفاض أسعار النفط وتوفير احتياجات الموازنة المالية".

- تعمل صناديق الاستثمار على توزيع الثروات النفطية بين الأجيال الحالية والأجيال القادمة وذلك من خلال عمليات الادخار والاستثمار التي تقوم بها لتحويل الثروة النفطية الناضبة إلى ثروة مالية مستدامة. هذا ما يؤكد صحة الفرضية

المطروحة "إن اضطلاع صناديق الاستثمار بإدارة الفوائض النفطية يساهم في تحقيق العدالة بين الأجيال من خلال تحويل الثروة النفطية الناضبة إلى ثروة مالية مستدامة".

- تعمل صناديق الاستثمار على توفير التمويلات اللازمة للمشاريع الاقتصادية ذات البعد الإستراتيجي للدولة من خلال الدخول في شبكة واسعة من الشركات العالمية والمحلية في قطاعات متعددة كقطاع الصناعة والطاقة والتكنولوجيا والعقارات والرعاية الصحية والبنية التحتية وغيرها من القطاعات التي من شأنها أن تساهم في تنويع قاعدتها الإنتاجية وتنويع مصادر دخلها وإرساء الدعائم اللازمة لضمان نمو اقتصادي مستدام ومتوازن بعيدا عن النفط وعائداته المتقلبة. هذا ما يؤكد صحة الفرضية المطروحة "تساهم صناديق الاستثمار في تنويع اقتصادياتها عبر تأسيس ذراعات استثمارية متخصصة في مجالات معينة أو عقد شراكات مع مؤسسات دولية رائدة متخصصة للنهوض بالقطاعات الإستراتيجية الهامة وزيادة مساهمتها في توليد القيمة المضافة للاقتصاد".
- استطاعت صناديق الاستثمار استكشاف فرص الاستثمار خارج نطاق الاستثمارات التقليدية عبر استثمار مواردها في تشكيلة متنوعة من الأصول تشمل قطاعات النشاط الاقتصادي المختلفة ذات انتشار جغرافي واسع مما مكنها من تنويع مصادر دخلها وتوزيع مخاطرها على مجموعة واسعة من فئات الأصول على عكس أنماط واستراتيجيات استثمار الاحتياطات في شكلها التقليدي المرتكزة في الاستثمار على سندات الخزينة ذات العوائد المنخفضة مما مكنها من الحد من تكاليف الفرصة البديلة لحيازة الاحتياطات. هذا ما يؤكد صحة الفرضية المطروحة "إن تحويل جزء من الاحتياطات الرسمية نحو صندوق استثمار لاستثمارها في أصول متنوعة يقلل من تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بها في شكلها التقليدي".

نتائج البحث:

- تتصف أسعار النفط بخاصية عدم الاستقرار والتذبذبات ذات الطابع الدوري لحساسيتها لأوضاع الاقتصاد العالمي إضافة إلى ارتباطها بمزيج من العوامل والقوى المحركة للأسواق بعضها اقتصادية وأخرى سياسية؛
- أدى الاعتماد المتزايد للدول النفطية العربية على العائدات النفطية كمصدر وحيد للدخل إلى تعرضها إلى أزمات نفطية متكررة كشفت الأخيرة منها عن مواطن الضعف التي طال أمدها في الاقتصادات النفطية التي تقودها الدولة وتعتمد اعتماد كبيرة على القطاع النفطي وتركت آثار سلبية كبيرة على توازنها منها تفاقم عجز الموازنات العامة للدولة والميزان التجاري وتراجع معدلات نموها بشكل عام؛

- اتبعت الدول النفطية سياسات مختلفة لتحديد أثار الأزمات النفطية المتولدة عن التذبذب واللايقين في الإيرادات النفطية منها تبني أسعار نفط متحفظة في تقديرات إيرادات الموازنة العامة للدولة وإنشاء صناديق لاستقرار العائدات النفطية يختلف نطاق عملها ومرجعيتها وظروف إنشائها في ما بين الدول؛
- تعتبر الصناديق السيادية أحد أهم أداة من أدوات الاستثمار التي استخدمتها الدولة في إدارة فوائضها المالية المتأتية من الصادرات النفطية واستثمارها في تشكيلة من الأصول المتنوعة بهدف تحقيق عائدات مالية مستدامة تشكل مصادر دخل بديلة عن النفط عند نضوبه؛
- صناديق الاستثمار تشكل مخازن مالية يتم اللجوء إليها في أوقات الأزمات النفطية لاحتواء ارتداداتها على الموازنة العامة للدولة عبر تأمين احتياجاتها اللازمة وتغطية الفجوة المالية التي أحدثتها أسعار النفط المنخفضة؛
- صناديق الاستثمار هي تجسيد لإرادة ورؤية الدول النفطية ومنها الجزائر التي تسعى لتنويع قاعدتها الإنتاجية وتقليل اعتمادها على النفط وعائداته في النشاط الاقتصادي إذ تساهم هذه الصناديق في توفير التمويل اللازم للمشاريع والقطاعات ذات البعد الإستراتيجي للدولة للنهوض بها وزيادة مساهمتها في توليد القيمة المضافة للاقتصاد لضمان تحقيق معدلات نمو مستدامة على المدى البعيد وإعطاء الاقتصاد مرونة أكبر في التعامل مع المتغيرات الاقتصادية الدولية خاصة تلك المتعلقة بالأزمات النفطية التي تحدثها أسواق النفط المتقلبة؛
- صناديق الاستثمار تفيد في تقليل تكاليف الفرصة البديلة لحيازة الاحتياطات في شكلها التقليدي عبر تنويع أصول محافظها الاستثمارية وزيادة العائدات مقارنة بما يحدث عادة في حالة الأصول الاحتياطية التي يديرها البنك المركزي؛
- تمكنت النرويج بفضل الخطوات التي اتخذتها بعد اكتشاف النفط من حماية اقتصادها من نقمة النفط ولم تستعجل في استخدام العائدات النفطية داخل الاقتصاد حتى تتهيأ اقتصاديا واجتماعيا لذلك كما استفادت من الدراسات والتجارب المتعلقة بنقمة النفط في التعامل مع هذا الأمر واستغلت العائدات تدريجيا ضمن هيكل اقتصادها؛
- ساهمت القاعدة المالية التي وضعها البرلمان النرويجي في الحفاظ على الموازنة العامة وعزلها عن الآثار السلبية التي تحدثها الأزمات النفطية إذ نصت على أن استخدام الإيرادات النفطية مقاسا بالعجز الهيكلي في الموازنة العامة غير نفطي (الإيرادات غير نفطية ناقص النفقات غير نفطية) يجب أن يتطابق مع نسبة 4% من العائد الحقيقي لصندوق معاشات التقاعد الحكومي لضمان تآكل أصول الصندوق؛

- اعتمدت النرويج في استخدام الإيرادات النفطية داخل الموازنة العامة بناء على تدفقات الإيرادات المحققة من الأنشطة النفطية على عكس الدول العربية النفطية التي تعتمد على الإيرادات المستقبلية غير مؤكدة (الفروض الخاصة بأسعار النفط) هذا ما يعكس فعالية السياسة المالية النرويجية في مواجهة الأزمات النفطية؛
- يعتبر صندوق النرويج من أنجح التجارب الدولية في مجال إدارة واستثمار الفوائض النفطية ويعود ذلك إلى توفر بيئة اقتصادية وسياسية سليمة تتميز بارتفاع مستويات الحوكمة الاقتصادية والسياسية في هذا البلد بالإضافة إلى وجود إستراتيجية استثمار واضحة المعالم والأهداف تتميز بالمرونة والقدرة على التكيف مع الأوضاع الاقتصادية السائدة كما أن توفر قدر عال من الشفافية والمساءلة حول نشاطات الصندوق يؤدي إلى سرعة اكتشاف وتصحيح الأخطاء المرتبطة باستثمارات الصندوق؛
- تتقاسم صناديق استثمار أبو ظبي المهام فيما بينها فجهاز أبو ظبي للاستثمار يسعى إلى تحويل الثروة النفطية الناضبة إلى ثروة مالية مستدامة تضمن الحفاظ على رفاهية الأجيال القادمة للبلد من جانب آخر يلعب صندوق مبادلة للاستثمار الأقل حجما أكثر فاعلية في تنويع القاعدة الإنتاجية للإمارة عن طريق الدخول في شبكة من الشراكات الإستراتيجية العالمية والمحلية في قطاعات ومشاريع حيوية من أهمها قطاع الطاقة، تكنولوجيا المعلومات، قطاع الطيران العقار والبنية التحتية وقطاع الرعاية الصحية؛
- يعتبر جهاز قطر للاستثمار من أكثر الصناديق نشاط وحركة فبالرغم من حداثة نشاطه استطاع أن يدخل في العديد الصفقات الاستثمارية والشراكات مع مؤسسات وصناديق متعددة كما أنه ساعد في تقليل الضغوطات المالية المزدوجة على الاقتصاد القطري التي شكلتها كل من أسعار النفط المنخفضة ومتطلبات السيولة التي سببها حصار دول التحالف؛
- تسبب الاعتماد المفرط على النفط في الاقتصاد الجزائري في تسجيل عجز في العديد من المؤشرات الاقتصادية الكلية كالمالية العامة والميزان التجاري وتآكل موجودات صندوق ضبط الإيرادات كل ذلك بسبب تدهور إيرادات قطاع المحروقات الذي يتأثر بشكل كبير بأسعار النفط في ظل الوتيرة المتزايد للنفقات وحجم الواردات؛
- يمكن القول أن متحصلات الفوائض المالية الحالية هي مؤقتة وخادعة لأنها ترتبط بمورد ناضب هو النفط وأن مستقبل للاقتصاد الجزائري مرهون بحسن استغلال هذه الفوائض في مواضعها وترشيد نفقاتها وتوجيهها الوجهة الصحيحة التي تكفل تأمين مقومات الاقتصاد القوي الراسخ؛
- ساهم صندوق ضبط الإيرادات بشكل فعال في التسديد المسبق للمديونية العمومية خلال الفترة 2000-2009 كما شكل أداة صد منيعة تعمل على امتصاص الأزمات النفطية واحتواء آثارها على الموازنة العامة للدولة عبر

امتصاص فائض الجباية النفطية الناتجة عن مستوى أعلى لأسعار النفط على تلك المتوقعة ضمن قانون المالية (الموجهة للموازنة العامة) وتمويل عجزها عند حدوث نقص في مواردها مرة أخرى عند تراجع أسعار النفط في الأسواق العالمية؛

- أدى اعتماد صندوق ضبط الإيرادات على مصدر وحيد يتمثل في فوائض الجباية النفطية إضافة إلى عدم وجود قواعد مالية واضحة تنظم عمليات السحب والإيداع منه مع غياب الشفافية والمسائلة في إدارته إلى الاستخدام المكثف لمواد هذا الصندوق مما عجل بنفاذها في فترة وجيزة لم تتجاوز ثلاث سنوات؛

- إن إنشاء الصندوق الوطني للاستثمار دليل على رغبة الحكومة في إيجاد آلية جديدة لدعم التنمية والتنوع الاقتصادي بعيد عن النفط وعائداته المتقلبة عبر توفير التمويل اللازم للمشاريع الإستراتيجية والهامة للدولة وإقامة مجموعة واسعة من الصناعات وتطوير البنية التحتية والاستثمار في مختلف المجالات الهادفة إلى زيادة الصادرات غير نفطية وإحلال الواردات إلا أن تقييم دور هذا الصندوق أفصح عن العديد من النقائص والقيود منها محدودية رأسماله الموجه للاستثمار بالمقارنة مع هدفه العام وعدم استقلالية قراراته؛

الاقتراحات: بناء على النتائج المتوصل إليها وعلى ضوء التحديات التي تواجهها اقتصاديات الدول المصدرة للنفط في المرحلة الراهنة يقدم البحث بعض الاقتراحات لتعزيز فعالية دور الصناديق الاستثمارية في حماية اقتصاداتها من الأزمات النفطية وتحقيق الاستقرار الاقتصادي لهذه المجموعة من الدول في ما يلي:

- على صناديق استثمار الدول العربية صياغة إستراتيجيات استثمارية تهدف إلى زيادة مستويات تنوع اقتصاداتها من خلال توجيه استثماراتها إلى داخل بلدانها لتمويل المشاريع والقطاعات التي تساهم في تنوع قاعدتها الإنتاجية تضمن تحقيق معدلات نمو مستدامة على المدى البعيد وتقليل الاعتماد على عائدات النفط المتقلبة؛

- على صناديق الاستثمار الدول العربية إضفاء المزيد من الشفافية والإفصاح عن نشاطها، أهدافها، إستراتيجياتها الاستثمارية وتوزيعاتها الجغرافية لتبديد المخاوف غير مبررة التي تبديها الدول المستقبلية لنشاطها والمنظمات الدولية تجاهها؛

- يجب على الدول العربية المصدرة للنفط أن تأخذ سياسات التنوع الاقتصادي لديها طابع الاستثمارية وليس الظرفية وأن تكون قرارات فعالة لا تكون ردود فعل استثنائية وإجراءات مؤقتة بعد كل صدمة نفطية سرعان ما تتبخر بعد هدوء العاصفة ومرور الأزمة؛

- ضرورة عمل الدول النفطية العربية على الإصلاح الاقتصادي لتعزيز تنوع مصادر الدخل في ظل التعامل مع قضية تطوير القطاعات غير النفطية باعتبارها أولوية إستراتيجية لبناء اقتصاد متنوع ومستدام ذو قيمة مضافة؛

- يجب على الجزائر السعي نحو انتهاج سياسات التنويع الاقتصادي بهدف تنمية القطاعات الإنتاجية وتطويرها كقطاع الفلاحي، السياحي والخدمي وبشكل أخص بابتكار خدمات جديدة متطورة خارج قطاع النفط وذلك لتخفيض الاعتماد على النفط لتجنب الصدمات خصوصا لما تزخر به الجزائر من ثروات طبيعية حتى تتشارك مع قطاع المحروقات بشكل أكبر في خلق القيمة المضافة للاقتصاد؛
- على الجزائر توجيه فوائض الجباية النفطية نحو الصندوق الوطني للاستثمار خاصة بعد نفاذ موارد صندوق ضبط الإيرادات لزيادة فعاليته في بناء قاعدة اقتصادية أكثر تنوعا مرتكزة على الاستثمار الحقيقي ذي الطبة الإنتاجية؛
- إعادة النظر في آليات تمويل عجز الموازنة العامة في الجزائر ليتم تمويله من قبل الصندوق الوطني للاستثمار مع تحديد الحد الأعلى للتمويل أو تحديد مجال أو نوع معين من العجز يتم تمويله من طرف الصندوق مثل توفير الاحتياجات المالية للنفقات الاستثمارية عند حدوث عجز في الموازنة؛

آفاق الدراسة:

كغيره من البحوث يحتاج هذا البحث إلى جهود إضافية حتى يكتمل خاصة في ظل الحاجة إلى مثل هذه المواضيع بسبب التحديات التي تواجهها الدول النفطية، لذا قمنا بطرح بض المواضيع التي قد تساهم في استكمال البحث حول هذه صناديق الاستثمار ودورها في الاقتصاد في ما يلي:

- صناديق الاستثمار ودورها في تحقيق التنمية المستدامة؛
- صناديق الاستثمار ودورها في جذب الاستثمار الأجنبي؛
- دور صناديق الاستثمار في تحقيق الاستدامة المالية للدول العربية النفطية.

قائمة المراجع

- قائمة المراجع -

أولاً: المراجع باللغة العربية

I. الكتب:

1. أحمد صلاح عطية، مشاكل المحاسبة والإفصاح في صناديق الاستثمار، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003
2. أسامة عبد الخالق الأنصاري، الدليل العلمي للاستثمار في البورصة، دار السحاب، مصر، 2008.
3. أسعد رياض، تكوين وإدارة محافظ وصناديق الاستثمار، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن، 2004.
4. أشرف محمد دوابه، صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دار السلام، الطبعة الثانية، القاهرة، 2006.
5. أمين السيد لطفی، المحاسبة في شركات السمسرة في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الطبعة الثالثة، مصر، 2008.
6. بن حسن بن احمد الحسني، صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1999.
7. جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال، دار الهدى، الطبعة الأولى، الجزائر، 2011.
8. جليل كاظم مدلول العارضي، الإدارة المالية المتقدمة "مفاهيم نظرية وتطبيقات علمية"، دار صفاء للنشر والتوزيع، ط1، الأردن، 2014.
9. جمال الدين برقوق وآخرون، إدارة الاستثمار، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2016
10. حسن محمد الفطافطة، "صناديق الاستثمار في الدول العربية-نشأتها، تطورها، خصائصها"، الفطافطة للدعاية والإعلان، الأردن، 2001.
11. دريد كامل آل شبيب: الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2012.
12. دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
13. زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، الطبعة الثانية، عمان، الأردن، 2005.
14. سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، دار الراية، عمان، الأردن، 2009.
15. شقيري نوري موسى وآخرون، إدارة الاستثمار، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، عمان، الأردن، 2016.
16. عبد الغفار حنفي، إستراتيجية الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية الإبراهيمية، الإسكندرية،
17. عصام حسين، أسواق الأوراق المالية-البورصة-، دار أسامة، عمان، الأردن، 2008.
18. غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2015.
19. فريد راغب النجار، إدارة شركات تداول الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009.

- قائمة المراجع -

20. فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، عالم الكتاب الحديث، الأردن، 2006.
21. فهد الحويمان، المال والاستثمار في الأسواق المالية، مطابع دار الهلال للأوفست، الرياض، السعودية، 2006.
22. قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، دار الثقافة، عمان، الأردن، 2009.
23. محب خلة توفيق، الهندسة المالية الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011.
24. محمد حلمي عبد التواب، البورصة المصرية والبورصات العالمية، مؤسسة الطوحي للتجارة والطباعة والنشر، القاهرة، 2004.
25. محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
26. محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
27. محمد محمود عبد ربه، مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عن تقييمك للاستثمارات في سوق الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
28. محمد مطر، الأسس النظرية والعملية لبناء وإدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، الأردن، 2016.
29. محمد مطر، هيم فايز، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2005.
30. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية "مؤسسات، أوراق، بورصات"، دار الشروق للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، الأردن، 2007.
31. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية- مؤسسات أوراق- بورصات، دار الشروق، عمان، الأردن، 2005.
32. منى قاسم، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين، دار المصدرة اللبنانية، الطبعة الأولى، القاهرة، 1995.
33. منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في سوق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2003.
34. منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في سوق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، الطبعة الثانية، الإسكندرية، 2014.
35. منير إبراهيم هندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.
36. مؤيد عبد الرحمان الدوري، إدارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية، أثراء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن

- قائمة المراجع -

37. نادية أبو فخر وآخرون، الأسواق والمؤسسات المالية، دار الحريري، مصر، بدون سنة نشر.
38. نزيه عبد المقصود مبروك، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006 .
39. نشأت عبد العزيز معوض، "بورصات الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، الجزء الثاني، صناديق الاستثمار"، كتاب الأهرام الاقتصادي، العدد 76، مصر، 1994.
40. هشام جبر، صناديق الاستثمار الإسلامية، بحث مقدم ضمن ندوة التطبيقات الإسلامية المعاصرة، الدار البيضاء، المغرب، 1998.
41. هوشيار معروف، الاستثمارات والأوراق المالية، دار صفاء، عمان، الأردن، 2000.
42. وليد صافي، انس البكري، الأسواق المالية الدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الطبعة 1، 2012.
43. محمد أحمد الدوري، محاضرات في الاقتصاد النفطي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1983.
44. ختاوي محمد، النفط وتأثيره في العلاقات الدولية، دار النفائس، بيروت، لبنان، 2010.
45. محمد أزهر السماك، اقتصاديات النفط، مؤسسة دار الكتب للطباعة والنشر، 1981.
46. إبراهيم طه عبد الوهاب، محاسبة البترول، المكتبة العصرية، مصر، 2005.
47. نبيل جعفر عبد الرضا، اقتصادي النفط، دار إحياء التراث العربي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، بيروت 2011.
48. ممدوح سلامة، أسباب الهبوط الحاد في أسعار النفط الخام- فائض الإنتاج أم السياسة الدولية؟-، المركز العربي للأبحاث ودراسة السياسات، الطبعة الأولى الدوحة، قطر، 2015.
49. خالد بن راشد الخاطر، تحديات انهيار أسعار النفط والتنوع الاقتصادي في دول مجلس التعاون، المركز العربي للأبحاث ودراسة السياسات، أغسطس 2015.
50. فاروق القاسم، النموذج النرويجي وإدارة لمصادر البترولية، عالم المعرفة، الكويت، 2010.

II. الأطروحات والسائل:

51. خالد محمد نصار، آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية"دراسة تطبيقية على المستثمرين في قطاع غزة، رسالة ماجستير: تخصص محاسبة التمويل، فلسطين، 2006.
52. سمير محي الدين، دور صناديق الاستثمار في تنشيط وتفعيل سوق الأوراق المالية-دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية، رسالة ماجستير، تخصص: تحليل اقتصادي، جامعة الجزائر -3-، 2009-2010.

- قائمة المراجع -

53. صايبي عمار، محددات الاستثمار المحفظي وأثاره على أسواق الأوراق المالية-دراسة مقارنة بين مصر، تونس والجزائر، رسالة ماجستير، جامعة أحمد بوقرة بومرداس، الجزائر، 2009/2008.
54. عمر عبو، الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار-دراسة تجارب دولية-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعللي، الشلف، الجزائر، 2016/2015.
55. غانم إلياس، صناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية ودورها في التنمية، رسالة ماجستير في الاقتصاد المالي والنقدي، جامعة دمشق، سوريا، 2009.
56. قريسي ياسين، تحويل الفوائض النفطية إلى محفظة مالية دولية في إطار صندوق سيادي، دراسة حالة أهم التجارب الدولية خلال الفترة 2009-2014 مع إمكانية تطبيقها في الجزائر، أطروحة دكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر -3-، 2017/2016.
57. قصي أحمد الشيخ، دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تحقيق النمو الاقتصادي-دراسة مقارنة مع صناديق الاستثمار التقليدية-، رسالة ماجستير في الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، 2015.
58. كحلي فتيحة، تقييم أداء صناديق الاستثمار الإسلامية-دراسة تجارب بعض الدول العربية-، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص: محاسبة ومالية، جامعة حسيبة بن بوعللي، الشلف، الجزائر، 2011.
59. محمد عبد الحميد، استخدام تقنيات الهندسة المالية في إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، أطروحة دكتوراه في العلوم المالية والمصرفية، جامعة حلب، سوريا، 2014.
60. مريم بوكابوس، دراسة تقييمية لصناديق الثروة السيادية ودورها في تحقيق التنمية، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة البليدة-02-، 2015/2014.
61. إدريس أميرة، تقلبات أسعار البترول وأثرها على السياسة المالية"دراسة قياسية على الاقتصاد الجزائري(1980-2014)"، أطروحة دكتوراه، تخصص: نقود مالية وبنوك، جامعة تلمسان، الجزائر، 2016-2015.
62. مدشن وهيبية، أثر تغيرات أسعار البترول على الاقتصاد العربي خلال الفترة 1973-2003، رسالة ماجستير: تخصص نقود مالية، جامعة الجزائر، 2004-2005.
63. بلقلة براهيم، سياسات الحد من الآثار الاقتصادية غير المرغوبة لتقلبات أسعار النفط على الموازنة العامة في الدول العربية المصدرة للنفط مع الإشارة إلى حالة الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، جامعة حسيبة بن بوعللي، الشلف، الجزائر، 2015/2014.
64. بوفليح نبيل، دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية الواقع والأفاق مع الإشارة إلى حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه جامعة الجزائر 3، 2011/2010.
65. بن عيشوية رفيقة، الصناديق الثروة السيادية وتحديات العولمة-دراسة حالة الجزائر- أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر3، 2016/2015.

- قائمة المراجع -

66. التجاني طهراوي، دور مؤسسات رأسمال الاستثماري في تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة-دراسة حالة الصندوق الوبي للاستثمار-، رسالة ماجستير، جامعة الجزائر 3، 2015/2014.

.III البحوث والمجلات:

67. إبراهيم نور، تسعير النفط وآليات ضبط الأسواق، مجلة السياسة الدولية، مصر، أبريل 2006.

68. أحمد صلاح عطية، مشكلات المراجعة الخارجية لصناديق الاستثمار: دراسة استطلاعية على عينة من مراقبي الحسابات في القاهرة، مجلة الإدارة العامة، المجلد 40، العدد 4، السعودية، 2001

69. أحلاص باقر النجار، "دور صناديق الاستثمار في تفعيل الاستثمار الإسلامي"، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد السابع، العدد 25، البصرة، العراق، 2009

70. إلياس خضير حمدوني، تقييم أداء المحافظ الاستثمارية بالتطبيق في سوق عمان المالي، مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة الانبار، العراق، المجلد 4، العدد 7، 2011

71. براهيم بلقة، تطورات أسعار النفط وانعكاساتها على الموازن العامة للدول العربية خلال الفترة (2000-2009)، مجلة الباحث، العدد 12، 2013.

72. بلعزوز بن علي، نعاس مريم نجاة، فعالية التنوع الاستثماري في إدارة مخاطر محفظة الأوراق المالية"دراسة قياسية لحالة بورصة الجزائر(2011-2016)، مجلة رؤى اقتصادية، العدد 10، جامعة حمه لخضر، الوادي، الجزائر، 2016

73. بوفليح نبيل، دور صناديق الثروة السيادية في معالجة الأزمة المالية والاقتصادية العالمية، مجلة البحوث الاقتصادية العربية، العددان 48-49، القاهرة، خريف 2009.

74. جلال إبراهيم العبد، "محددات أداء صناديق الاستثمار دراسة تطبيقية على صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية"، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الإسكندرية، العدد 02، سبتمبر 2005

75. حسام الدين محمد، المضاربات على أسعار النفط العالمية وانعكاساتها على الدول العربية، مجلة الإصلاح الاقتصادي، مركز المشروعات الدولية الخاصة، العدد 20، غرفة التجارة الأمريكية بواشنطن، 2008.

76. حسين حسين شحاته، منهج مقترح لتفعيل الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار الإسلامية، ورقة بحثية مقدمة ل مؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية، 2005

77. الحكيم، صناديق الاستثمار: عملياتها، أسس إدارتها، مخاطرها، وقياس أدائها والعوامل المؤثرة على أدائها، الجزء الثاني، مقالة منشورة في مجلة الدراسات المالية المصرفية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، المجلد 19، العدد 1، 2011

78. حمد الحساوي، مخاطر تراجع سعر النفط، مجلة المصارف، اتحاد مصارف الكويت، العدد 135، الكويت، فيفري 2015.

- قائمة المراجع -

79. زايري بلقاسم، كفاية الاحتياطات الدولية في الاقتصاد الجزائري، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد السابع، جوان 2009.
80. زينب السيد سلامة، ماهية صناديق الاستثمار وإدارتها في المملكة العربية السعودية، مجلة الإدارة العامة، المجلد 39، العدد 1، السعودية، 1999
81. سهام حسين البصام، مخاطر وإشكاليات انخفاض أسعار النفط في إعداد الموازنة العامة للعراق وضرورات تفعيل مصادر الدخل الغير نفطية دراسة تحليلية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 36، 2013.
82. صفوت عبد السلام عوض الله، صناديق الاستثمار-دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد إسلامي، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر المؤسسات المالية الإسلامية معالم الواقع وأفاق المستقبل، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر، جامعة الإمارات العربية المتحدة، يومي 15-17 مايو 2005
83. صفية احمد أبو بكر، صناديق الاستثمار الإسلامية خصائصها- أنواعها، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر المؤسسات المالية الإسلامية، معالم الواقع وأفاق المستقبل، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر، جامعة الإمارات العربية المتحدة، يومي 15-17 مايو 2005
84. صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، الفصل التاسع: موازين المدفوعات والدين العام وأسعار الصرف، 2014.
85. الطاهر الزيتوني، التطورات في أسعار النفط العالمية وانعكاساتها على الاقتصاد العالمي، مجلة النفط والتعاون العربي، منظمة الأقطار العربية المصدرة للنفط، المجلد 36، العدد 132، 2010.
86. عبادة عبد الرؤوف، محددات سعر نفط أوبك في ظل سوق النفط العالمي دراسة تحليلية وقياسية 1970-2008، مجلة رؤى اقتصادية، المجلد 1، العدد 1، جامعة الوادي، 2011.
87. عبد الستار أبو غدة، صناديق الاستثمار الإسلامية-دراسة فقهية تاصيلية موسعة-، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر المؤسسات المالية الإسلامية معالم الواقع وأفاق المستقبل، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر، جامعة الإمارات العربية المتحدة، يومي 15-17 ماي 2005
88. عبد الفتاح الدندني، الحوار بين الدول المنتجة والمستهلكة للنفط وأهميته في استقرار الأسعار، مجلة النفط والتعاون العربي، المجلد 38، العدد 140، شتاء 2012.
89. عبد الفتاح الدندني، تطور إنتاج واستهلاك النفط والغاز الطبيعي في الدول الآسيوية (عدا الصين والهند) والانعكاسات على الدول الأعضاء، مجلة النفط والتعاون العربي، المجلد 38، العدد 141، ربيع 2012.
90. عبد الفتاح الدندني، دور النفط والغاز في تعزيز التنمية في الدول العربية، مجلة النفط والتعاون العربي، المجلد 43، العدد 160، 2017.

- قائمة المراجع -

91. عبد المجيد قدي، الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد السادس، الشلف، 2009.
92. عز الدين فكري التهامي، تقييم أداء صناديق الاستثمار في مصر "مدخل محاسبي كمي"، ندوة صناديق الاستثمار في مصر بين الواقع والمستقبل، جامعة الأزهر، القاهرة، 1997
93. عصام عبد الهادي أبو النصر، نموذج محاسبي مقترح لقياس وتوزيع عوائد صناديق الاستثمار، ندوة صناديق الاستثمار في مصر بين الواقع والمستقبل، جامعة الأزهر، القاهرة، 1997
94. عصام هادي محمد الصالح، صدمة النفط بين تنامي الاستهلاك وتراخي الإنتاج على النفط الخام للمدة (1990-2014)، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، العدد 48، 2016.
95. علة مراد، تطورات أسعار النفط في الأسواق العالمية دراسة تحليلية للفترة (2000-2014)، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، المجلد الثالث، العدد 09، جامعة الوادي، 2016.
96. علي رجب، تطور مراحل تسعير النفط الخام في الأسواق الدولية، مجلة النفط والتعاون العربي، المجلد 38، العدد 141، 2012.
97. عماد الدين محمد المريني، العوامل التي أثرت على تقلبات أسعار النفط العالمية، مجلة جامعة الأزهر بغزة، سلسلة العلوم الإنسانية، المجلد 15، العدد 1، 2013.
98. محمد عبد الحليم عمر، المعالجة المحاسبية لأرباح صناديق الاستثمار من منظور إسلامي، ندوة صناديق الاستثمار في مصر والواقع والمستقبل، المنعقد بمركز صالح عبد الله صالح للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، 22 مارس 1997
99. محمد عبد العزيز التويجري، عدنان جعفر آل حسن، العوامل المؤثرة على عجز الموازنة في المملكة العربية السعودية، مجلة دراسات الخليج والجزيرة العربية، العدد 96، جامعة الكويت.
100. محمد ناصر شحاتة، الخليج والطفرة النفطية الثانية.. أولويات الإنفاق، مجلة السياسات الدولية، المجلد 43، العدد 171، القاهرة، يناير 2008.
101. مريم بوكابوس، الدور التنموي لصناديق الثروة السيادية "دراسة حالة الجزائر"، مجلة دراسات، العدد الاقتصادي رقم 20، جامعة عمار ثليجي الأغواط، 2013.
102. مصطفى علي أحمد، صناديق الاستثمار مزاياها وأنواعها والتكليف الشرعي، أبحاث ندوة صناديق الاستثمار مصر: الواقع والمستقبل، مركز صالح عبد الله كامل، جامعة الأزهر، 1997.
103. منذر عبد الكريم مرهج، رامي محمد محمد، "متطلبات إنشاء صناديق الاستثمار في المصرف التجاري السوري"، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 33، العدد 3، سوريا، 2011.

- قائمة المراجع -

104. منذر عبد الكريم مرهج، رامي محمد محمد، متطلبات إنشاء صناديق الاستثمار في المصرف التجاري السوري، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 33، العدد 3، سوريا، 2011.
105. منى محمد الحسيني عمار، دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تطوير الأسواق المالية، مجلة الأكاديمية الأمريكية العربية للعلوم والتكنولوجيا، المجلد الخامس، العدد الثالث عشر، 2014.
106. نظير رياض شحات، محمد جاد حسن علي، "تحليل مقارن لأداء صناديق الاستثمار في البنوك العامة التجارية المصرية"، مقالة منشورة في المجلة المصرفية للدراسات التجارية، مج 37، عدد 2، 2013.
107. هشام جبر، صناديق الاستثمار لإسلامية، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر العلمي الأول للاستثمار والتمويل في فلسطين بين أفاق التنمية والتحديات المعاصرة، المنعقد بكلية التجارة في الجامعة الإسلامية، 8-9 ماي 2005، ص 03.

IV. التقارير :

108. صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2000.
109. صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2001.
110. صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2002.
111. صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2002.
112. صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2003.
113. صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2004.
114. صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2005.
115. صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2006.
116. صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2007.
117. صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2008.
118. صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2009.
119. صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2010.
120. صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2011.
121. صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2012.
122. صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2013.
123. صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2014.
124. صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2015.

- قائمة المراجع -

125. صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2016.
126. صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2017.
127. منظمة الأقطار العربية المصدرة للنفط، تقرير الأمين العام السنوي، العدد 36، سنة 2009.
128. منظمة الأقطار العربية المصدرة للنفط، تقرير الأمين العام السنوي، العدد 37، سنة 2010.
129. التقرير السنوي لمصرف الإمارات العربية المتحدة المركزي 2017.
130. التقارير السنوية لشركة مبادلة للاستثمار، 2009.
131. التقارير السنوية لشركة مبادلة للاستثمار، 2010.
132. التقارير السنوية لشركة مبادلة للاستثمار، 2012.
133. التقارير السنوية لشركة مبادلة للاستثمار، 2014.
134. التقارير السنوية لشركة مبادلة للاستثمار، 2016.
135. التقارير السنوية لشركة مبادلة للاستثمار، 2017.
136. التقرير السنوي للبنك المركزي الكويتي، 2016/2017.
137. تقرير ديوان المحاسبة عن إصدار السندات الحكومية لسداد العجز بالوازنة العامة للدولة، أكتوبر 2018.
138. التقارير السنوية لإدارة الاستقرار المالي والإحصاء، مصرف قطر المركزي، أعداد مختلفة.
139. التقرير السنوية لبنك الجزائر، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر، أعداد مختلفة.
140. التقرير السنوي للصندوق الوطني للاستثمار، 2011.
141. التقرير السنوي للصندوق الوطني للاستثمار، 2014.

V. القوانين والمراسيم:

142. المادة 10 من قانون المالية التكميلي سنة 2000، المؤرخ في 27 جوان 2000.
143. وفقا للمادة 66 من قانون رقم 23-22 المؤرخ في 28 ديسمبر 2003 المتضمن لقانون المالية لسنة 2004.
144. وفقا للمادة 25 من قانون رقم 06-04 المؤرخ في 15 يوليو 2006 المتضمن لقانون المالية التكميلي لسنة 2006.
145. وزارة المالية، مذكرة ر مشروع قانون المالية لسنة 2014.
146. وزارة المالية، مذكرة ر مشروع قانون المالية لسنة 2018 وتقديرات 2019-2020.
147. القانون رقم 11-11 مؤرخ في 18 يوليو 2011 المتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2011، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 40، الصادر في 20 يوليو 2011.

VI. المواقع الالكترونية:

- قائمة المراجع -

148. لهب عطا عبد الوهاب، انخفاض أسعار النفط الأسباب والنتائج، على الموقع التالي:
<http://www.newsabah.com/wp/newspaper/60448>
149. أشرف كمال، الأسباب الحقيقية لتراجع أسعار النفط، على الموقع التالي:
<http://arabic.sputniknews.com/business/20160121/1017160024.html>
150. ابراهيم محمد السقا، لماذا تتراجع أسعار النفط، مجلة الاقتصادية الإلكترونية، متاح على الرابط:
http://www.aleqt.com/2014/12/12/article_914128.html
151. علي باكير، انخفاض أسعار النفط من يستهدف من؟ مقال في نون بوست، على الموقع التالي:
<http://www.noonpost.net/content/4681>

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية

I. الكتب:

145. ALAIN DEMAROLLE and JOHANET Herri, Rapport Sur Les Fonds Souverains, Ministère de l'économie, de l'industrie et de l'emploi, FRANCE, Mai 2008.
146. Ayoub Antoine, Pétrole: marché et stratégie économique, Edition Economica, 1987.
147. Barthelemy Bernard, gestion des risques, Editions d'organisation, Paris, 2000.
148. Caroline Bertin Delacour, Les Fonds Souverains Ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale, Groupe Eyrolles, Les Echos Editions, Paris, 2009.
149. Carte, Laurance, "investment funds in Emerging Markets", international finance corporation washington, 1996
150. Christine Brentani, Portfolio management in Practic, Elsevier Ltd, London, 2004.
151. Filippo Stefani, Investment Strategies of Hedge Funds, The Atrium, Southern Gate, Chichester, England, 2006
152. Grandin pascal et autres, Performance de Portefeuille, Edition Pearson, 2ème édition, Paris, 2010.
153. Jacques Hamon, Bourse et Gestion de Portefeuille, Edition Economica, 3ème édition, Paris, 2008.
154. Jean-Marc Puel, Les fonds souverain : instruments financiers ou armes politiques?, édition autrement, paris, 2009
155. Joël Maurice, "Prix du Pétrole", Conseil D'Analyse Economique, Paris, 2001.
156. Laurent Condamine et autres, Risk Quantification Management Diagnosis and Hedging, John Wiley & Sons Ltd, England.
157. Lawrence Gitman, Michael Joehnk : Investissement et marché Financiers, Pearson éducation, 9ème édition, Paris, 2005.
158. Marcus bodie kane, Investments. Graw-hill, United States of America, fifth editions, 2003
159. Michael Glazer, Prospectus Disclosure and Delivery Requirements, Bingham: Bingham Mc Cutchen LLP, 210
160. Norbert Guedj, Finance d'entreprise, Les règles du jeu, Editions d'organisation, 2ème édition, Paris, 2000.
161. Thomas Schneewies & Georgi Georiev, The Benefits of Hedge Funds, Mercantile, New York, United States of America, 2002

II. البحوث والمجلات

- قائمة المراجع -

162. Alexandru Cosmin, Catalin Emilian, The Rise of Sovereign Wealth Funds : AN Overview of The Challenges and Opportunities Ahead, Hyperion International Journal of Econophysics & New Economy, Volume 10, Issue 1, 2017.
163. ANDREW RAZANOV, Who hold the wealth of the nations ?, May 2005, Central Banking Journal, Vol 15 no. 4.
164. Mark Allen and Jaime Caruana, Sovereign Wealth and Fund- A Work Agenda, International Monetary Fund FMI, Washington, February 29, 2008.
165. Blundell-Wignall, Yu-Wei Hu and Juan Yermo, Sovereign Wealth and Pension Fund Issues, OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions Wo:14 OECD Publishing France, 2008
166. Deutsche Bank, Sovereign wealth funds - state investments on the rise, Deutsche Bank Research , September 2007.
167. U.S. Department of the Treasury, Office of International Affairs, —Appendix III: Sovereign Wealth Funds, in Semiannual Report on International Economic and Exchange Rate Policies, 2007.
- 168.
169. Stephen Jen, The Definition of a Sovereign Wealth Fund , Morgan Stanley Research, October 2007.
170. Abdullah Al-Hassan et al, Sovereign Wealth Funds : Aspects of Governance Structures and Investment Management, IMF Working Paper, November 2013.
171. Peter Kunzel et al, Investment Objectives of Sovereign Wealth Funds-A shifting Paradigm, IMF Working Paper, January 2011.
172. Will Devlin and Bill Brummitt, A few Sovereigns more: the rise of Sovereign Wealth Funds, 2008, P120.
173. Eloit Kalter, Sovereign Wealth Fund Investment Trends, President of EM Strategies co-Head of Sovereign NET, The Fletcher School, Tufts University, January 2016.
174. Deutsche Bank Research, SWFs and foreign investment policies- an update, 22 October 2008.
175. Jen Stephen L. How Big Could Sovereign Wealth Funds Be By 2015?, Revue économique financière, 2009.
176. IFSL Research : Sovereign Wealth Funds, International Financial Services London, June 2015.
177. Valeria Miceli et al, Opportunities or threats ? The current and future role of Sovereign Wealth Funds in financial markets, Deutsche Asset & Wealth Management, March 2015.
178. Jason Kotter and Ugur Lel, Friends or Foes? The Stock Price Impact of Sovereign Wealth Fund Investments and the Price of Keeping Secrets, International Finance Discussion Papers N° 940, 2008
179. Hélène Raymond, The effect of Sovereign Wealth Funds Investments on stock markets, Université de Paris Ouest Nanterre La Défense, EconomiX Working Papers, N°38, 2009.
180. Roland Beek and Michael Fidora, The impact of Sovereign Wealth Funds on global financial markets, ECB Occasional Paper series n°32, banque central européenne, Francfort, 2008.
181. Hesham Merdad et autres, Islamic Versus Conventional Mutual Funds Performance in Saudi Arabia: A Case Study, Islamic Economic Journal of King Abdulaziz University, vol23, n2, 2010.
182. Anderson Seth c , Ahmed Parvez, Mutual Funds- Fifty Years Of Research Findings, Springer, United States of America, 2005.
183. Fadillah Mansor, Ishaq Bhatti, The Islamic mutual fund performance: New evidence on market timing and stock selectivity, International Conference on Economic and Finance Research, Singapore, 2011.

- قائمة المراجع -

- 184.Nassima Hamidoche, l'équilibre du Marché Pétrolier entre le Court Terme et le Long Terme, Dynamique des Marchés, Valorisation des Hydrocarbures, CREAD, 2005.
- 185.Farid Yaici, Le Marché Pétrolier, Situation Acteurs, Stratégies Quelles Perspectives Pour l'Algerie, CREAD, 2005.
- 186.Stanley Reed, Oil Prices Continue Decline, Pressured by Saudi Action to Defend Market Share, The New York Times, 02 OCT, 2014.
- 187.Thomas L.Fridman, A Pump War ?, The New York Times, 14 OCT, 2014.
- 188.Tom A. Fearnley, Norway's Government Pension Fund: Investing for the long run, Oxford Pensions Conference, Oxford, 27/09/2012.
- 189.Brad Setser and Rachel Ziemba, GCC Sovereign Funds Reversal of Fortune council on Foreign Relations, Center for Geoeconomic Studies, January 2009.
- 190.Natural Resource Governance Institute, Abu Dhabi Investment Authority, Columbia Center on Sustainable Investment, September 2013.
- 191.Khalid Alsweilem, A comparative study of sovereign investor models : Sovereign Funds profiles, The center for International Development and The Belfer Center for Science and International Affairs, Harvard Kennedy School, 2017.
- 192.Christophe Balding, A Portfolio Analysis Of Sovereign Wealth Funds, University of California, June 2008.
- 193.Brad Setser and Rachel Ziemba, Understanding The New Financial Superpower: The Management of Guf Cooperation Council Official Foreign Assets, New York, A Roubini Global Economics, December 2007.
- 194.Markus Massi, Mohamed El Abbouri, An Overview Mobilizing the potential of GCC Sovereign Wealth Funds for Mediterranean Partner Countries, The Boston Consulting Group, European Investment Bank, 30 August 2012.
- 195.Tom Finn and Joshua Franklin, Qatar sovereign fund said to plan new foreign investments despite sanctions, Reuters, 16 August 2017.
- 196.Charles Stein, Qatar Fund Loses \$5.9 Billion on Holdings in VW, Glencore, Bloomberg 28 September 2015.
- 197.Brad Setser and Rachel Ziemba, Understanding The New Financial Superpower: The Management of Guf Cooperation Council Official Foreign Assets, New York, A Roubini Global Economics, December 2007.
- 198.Markus Massi, Mohamed El Abbouri, An Overview Mobilizing the potential of GCC Sovereign Wealth Funds for Mediterranean Partner Countries, The Boston Consulting Group, European Investment Bank, 30 August 2012.
- 199.Javeir Santiso ESADEgeo-Center for Global Economy and Geopolitics, Op-ciy. And Dinesh Nair, Qatar Names Mansoor Al Mahmoud as \$320 Billion Fund Chief, Bloomberg, 18 September 2018.

.III التقارير:

- 200.International Monetary Fund, Financial Market Turbulence , Global Financial Stability Report Washington, October 2007
- 201.Afshin Mehrpouya et al, An Analysis of Proxy Voting and Engagemet Policies and Practices of the Sovereign Wealth Funds, IRRIC Instute SWF, Report October 2009.
- 202.International Energy Agency, Key World energy statistics, 2016
- 203.The Norwegian Petroleum Sector, FACTS 2014.

- قائمة المراجع -

- 204.Norges Bank Investment Management, GPF, Annual report .2017
- 205.Norges Bank Investment Management, GPF, Annual report.2000.
- 206.NORGES BANK INVESTMENT MANAGEMENT, GPF, Annual report 2008.
- 207.NORGES BANK INVESTMENT MANAGEMENT, GPF, Annual report2009
- 208.Norges Bank Investment Management, GPF, Annual report 2016.
- 209.Abu Dhabi Investment Authority, ADIA Review 2009.
- 210.Abu Dhabi Investment Authority, ADIA Review 2017.
- 211.International Forum of Sovereign Wealth Funds, Annual report 2014.
- 212.Center for Global Economy and Geopolitics, , Annual report 2014.
- 213.Javeir Santiso, ESADEGeo-Center for Global Economy and Geopolitics, Sovereign Wealth Funds, Annual reports, 2012-2017.
- 214.Mubadala Development Company PJSC, Board of Directors Report and Consolidated Financial Statements, 31 December 2017.
- 215.Natural Resource Governance Institute, Kuwait Future Generations Fund, Columbia Center on Sustainable Investment, September 2013.
- 216.Victoria Barbary, Bernardo Bortolotti, Braving the New World: Sovereign Wealth Fund Investment In The Uncertain Times of 2010, The Monitor Group -FEEM- Annual Report 2010.
- 217.Qatar Investment Authority, QIA Review 2016.
- 218.OPEC, Annual Statistical Bulletin: 2005-2017
- 219.Ministère Des Finances : Rapport de Présentation du Projet de La Loi de Finances Pour 2016.
- 220.Ministère Des Finances : Rapport de Présentation du Projet de La Loi de Finances Pour 2017 et Prévisions 2018-2019.

.IV المواقع الرسمية:

Sovereign Wealth Funds Institute
NORGES BANK INVESTMENT MANAGEMENT.
Abu Dhabi Investment Authority.
mubadala.com.
Kuwait Investment Authority.
Qatar Investment Authority.
www.fni.dz

المصطفى

الملحق

الملحق رقم (01) مصادر أصول صناديق الثروة السيادية وترتيبها في 2019

Country	Sovereign Wealth Fund Name	Assets USD-Bil	Inception	Inception
Norway	Government Pension fund-Glob	1074.60	1990	Oil
China	China investment corporation	941.4	2007	Non-commodity
UAE- Abu Da	Abu Dhabi investment Authority	697	1976	Oil
Kuwait	Kuwait investment Authority	592	1953	Oil
China-Hong Kong	Hong Kong Monetary Authority investment Portfolio	522.6	1993	Non-commodity
Saudi Arabia	SAMA investment Company	515.6	1952	Oil
China	SAFE investment Company	441**	1997	Non-commodity
Singapore	Government of Singapore Investment corporation	390	1981	Non-commodity
Singapore	Temasek Holdings	375**	1974	Non-commodity
Saudi Arabia	Public investment fund	360	2008	Oil
Qatar	Qatar investment Authority	320	2005	Oil & GAS
China	National Social Security Fund	295	2000	Non-commodity
UAE- Dubai	Investment corporation of Dubai	233.8	2006	Non-commodity
UAE- Abu Da	Mubadala investment Company	226	2002	Oil
South Korea	Korea Investment corporation	134.1	2005	Non-commodity
Australia	Australia Future Fund	103	2006	Non-commodity
Iran	National Development Fund of Iran	91	2011	Oil & GAS
Russia	National Welfare Fund	68.5	2008	Oil
Libya	Libya investment Authority	66	2006	Oil
US-Alaska	Alaska Permanent Fund	65.7	1976	Oil
Kazakhstan	Samruk-Kazyna JSC	60.9	2008	Non-commodity
Brunei	Brunei investment Agency	60	1983	Oil
Kazakhstan	Kazakhstan National Find	57.9	2000	Oil
Turkey	Turkey Wealth Fund	40	2016	Non-commodity
Malaysia	Khazanah National	38.7	1993	Non-commodity
US-Texas	Texas Permanent School Fund	37.7	1854	Oil & Other
UAE-Federal	Emirates investment Authority	34	2007	Oil
Azerbaijan	State Oil Fund	33.1	1999	Oil
New Zealand	New Zealand Superannuation Fund	26.6	2003	Non-commodity
Ireland	Ireland Strategic investment Fund	24.5	2001	Non-commodity
US-New Mexico	New Mexico State investment council	20.2	1958	Oil & GAS
Oman	State General Reserve Fund	18	1980	Oil & GAS
US-Texas	Permanent University Fund	17.3	1876	Oil & GAS
East Timor	Timor-Leste Petroleum Fund	16.6	2005	Oil & GAS
Chile	Social and Economic Stabilization FUND	14.7	2007	Copper
Canada	Alberta's Heritage Fund	13.4	1976	Oil
Russia	Russia Direct investment Fund	13	2011	Non-commodity

Bahrain	Mumtalakat Holding Company	10.6	2006	Non-commodity
Chile	Pension Reserve Fund	9.4	2006	Copper
US-Wyoming	Permanent Wyoming Mineral Trust Fund	8.0	1974	Minerals
Peru	Fiscal Stabilization Fund	7.9	1999	Non-commodity
Algeria	Revenue Regulation Fund	7.6	2000	Oil & GAS
Mexico	Oil Permanents Stabilization Fund	6.0	2000	Oil
Oman	Oman investment Fund	6.0	2006	Oil
Botswana	Pula Fund	5.5	1994	Diamonds&Minerals
Trinidad & Tobago	Heritage and Stabilization Fund	5.5	2000	Oil
China	China-Africa Development Fund	5.0	2007	Non-commodity
Angola	Fundo Sobera4.6no de Angola	4.6	2012	Oil
US-North Dakota	North Dakota Legacy Fund	4.3	2011	Oil & GAS
Colombia	Colombia Savings and Stabilization	3.5	2011	Oil and Mining
US-Alabama	Alabama Trust Fund	2.7	1985	Oil & GAS
Kazakhstan	National Investment corporation	2	2012	Oil
US-Utah	Utah-SITFO	2	1896	Land and Minerals
US-Idaho	Idaho Endowment Fund Investment	2	1969	Land and Minerals Royalties
Nigeria-Bayelsa	Bayelsa Development and Investment corporation	1.5	2012	Non-commodity
Nigeria	Nigeria Sovereign investment Authority	1.4	2012	Oil
US-Louisiana	Louisiana Education Quality Trust	1.3	1986	Oil & GAS
Panama	Fondo de Ahorro de Panama	1.2	2012	Non-commodity
Bolivia	FINPRO	1.2	2012	Non-commodity
Senegal	Senegal FONSIS	1	2012	Non-commodity
Iran	Development Fund for Iran	0.9	2003	Oil
Palestine	Palestine investment Fund	0.8	2003	Non-commodity
Venezuela	FEM	0.8	1998	Oil
Kiribati	Revenue Equalization Reserve Fund	0.6	1956	Phosphates
Vietnam	State Capital Investment corporation	0.5	2006	Non-commodity
Gabon	Gabon Sovereign Wealth Fund	0.4	1998	Oil
Ghana	Ghana Petroleum Fund	0.45	2011	Oil
Mauritanie	National Fund for Hydrocarbon Reserve	0.3	2006	Oil & GAS
Australia	Western Australia Future Fund	0.3	2012	Minerals
Mongolia	Fiscal Stability Fund	0.3	2011	Minerals
Equatorial Guinea	Fund for Future Generations	0.08	2002	Oil
Papua New Guinea	Papua New Guinea Sovereign Wealth Fund	n/a	2011	GAS

الملاحق

Turkmenistan	Turkmenistan Stabilization Fund	n/a	2008	Oil & GAS
US-West Virginia	West Virginia Future Fund	n/a	2014	Oil & GAS
Mexico	Fondo Mexicano del Management	n/a	2014	Oil & GAS
UEA-Sharjah	Sharjah Asset Management	n/a	2008	Non-commodity
Luxembourg	Luxembourg Intergenerational Sovereign Fund	0	2015	Non-commodity
Russia	Reserve Fund	0	2008	Oil
Total Oil & Gas Related		4.432.43		
Total Other		3.712.28		
TOTAL		8.144.71		

** This number is best guess estimation.

Source: Sovereign Wealth Fund Institute (SWFI). Updated February 2019.

الملحق رقم (02) تطور الإيرادات العامة في الدول العربية المصدرة للنفط خلال الفترة (1990-2016)

السنوات	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
الإمارات	11004	13030	13954	10901	12528	14271	17557
الجزائر	17884	14745	14508	13711	12385	12607	15065
السعودية	47117	49646	45229	37769	34442	39060	37824
العراق	0	0	0	0	0	0	0
عمان	5305	4837	4369	4483	4571	4766	5155
قطر	3299	2848	3387	2924	2805	3315	3066
الكويت	11106	944	2210	7844	9325	10388	11598
ليبيا	10759	7960	8894	6982	7370	10407	9946
السنوات	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
الإمارات	15301	11630	12182	20255	18688	15580	20970
الجزائر	14789	13189	14268	20945	19485	20119	25519
السعودية	54873	37812	39321	68817	60842	56800	78133
العراق	0	0	0	0	0	0	0
عمان	5896	4802	4671	5956	6603	7827	8596
قطر	4050	4176	4196	5043	6251	8091	8438
الكويت	14479	11837	9197	17084	16199	17394	20597
ليبيا	13451	18012	11809	11744	12890	6751	12636
السنوات	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
الإمارات	25800	39184	54651	62120	93846	54839	71932

الملاحق

59042	50601	80385	53163	50103	42016	30941	الجزائر
135527	293481	171413	179649	150489	104611	78133	السعودية
59675	47027	66544	41112	32709	27002	21989	العراق
20589	17551	19867	15398	12952	11731	10508	عمان
42860	46467	34439	32381	21423	17852	15147	قطر
61518	79968	70838	54557	47014	30482	23363	الكويت
52690	33428	58662	42354	35863	28347	17678	ليبيا
	2016	2015	2014	2013	2012	2011	السنوات
	99088	105351	112970	110954	103236	97899	الإمارات
	46062	58146	733337	75529	81743	79476	الجزائر
	146933	163876	277370	307342	332395	298004	السعودية
	44036	46353	90383	97633	102759	92996	العراق
	19781	17922	35515	36143	35044	27633	عمان
	39698	49605	90337	94164	82673	63859	قطر
	45211	50502	101999	113902	109632	75584	الكويت
	6218	12314	17044	42885	63062	13781	ليبيا

المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، أعداد مختلفة 2000-2017.

الملحق رقم (03) تطور النفقات العامة في الدول العربية المصدرة للنفط خلال الفترة (1990-2016)

1996	1995	1994	1993	1992	1991	1990	السنوات
19474	16926	14926	14749	14051	16196	13157	الإمارات
13697	13197	14245	18021	15067	13972	15629	الجزائر
52897	46385	45681	50171	56433	71302	53623	السعودية
0	0	0	0	0	0	0	العراق
5660	6062	5859	5832	5874	4859	4909	عمان
3912	3673	3591	3840	3693	3234	3129	قطر
13780	14048	14250	13023	20837	26328	12477	الكويت
9857	10314	8245	8756	9534	11455	11428	ليبيا
2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997	السنوات
24914	23585	25993	22891	20222	19461	17533	الإمارات

الملاحق

19841	19987	17272	15651	14516	15035	13644	الجزائر
68533	62267	68037	60406	49024	50750	59085	السعودية
0	0	0	0	0	0	0	العراق
8294	7645	7437	6908	5901	5778	6001	عمان
7422	6443	5393	4862	4841	4698	4972	قطر
16320	15470	10382	13136	13281	13051	12819	الكويت
10362	6683	9497	10816	11176	11444	13880	ليبيا
2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	السنوات
90682	76486	69871	45473	34918	28436	26215	الإمارات
61904	60360	66825	46850	34268	29798	24890	الجزائر
174369	159049	138685	124333	104886	92393	76053	السعودية
59944	44784	49257	26497	25385	17583	21412	العراق
20716	19485	19663	15286	12838	10943	9909	عمان
39504	31478	24608	23695	18202	13965	9782	قطر
39130	66915	34633	35607	23500	21479	18603	الكويت
43253	28542	35577	24510	16282	16305	13254	ليبيا
	2016	2015	2014	2013	2012	2011	السنوات
	112349	111940	94298	101663	98036	93570	الإمارات
	68474	96642	87301	78685	91871	82121	الجزائر
	230667	253857	259248	259248	232881	220453	السعودية
	51458	47578	71661	76661	90176	67314	العراق
	31928	35693	36454	36358	35254	27927	عمان
	53874	50571	53445	65227	56491	52240	قطر
	60504	66336	69697	68706	61667	57022	الكويت
	20828	34161	34703	55122	49237	19152	ليبيا

المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، أعداد مختلفة 2000-2017.

الملاحق رقم (04) تطور رصيد الموازنة العامة في الدول العربية المصدرة للنفط خلال الفترة (1990-2016)

1996	1995	1994	1993	1992	1991	1990	السنوات
-1922	-2655	-2398	-3848	-97	-3166	-2153	الإمارات

الملاحق

1368	-590	-1860	-4310	-559	773	2255	الجزائر
-5073	-7325	-11239	-12402	-11134	-21656	-6506	السعودية
0	0	0	0	0	0	0	العراق
-505	-4596	-1288	-1349	-1505	-22	396	عمان
-846	-358	-786	-916	-306	-386	170	قطر
-2182	-3660	-4925	-5179	-18627	-25384	-1371	الكويت
89	93	-875	-1774	-640	-3495	-669	ليبيا
2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997	السنوات
-3944	-8005	-7305	-2636	-8040	-7831	-2232	الإمارات
5678	132	2213	5294	-248	-1846	1145	الجزائر
9600	-5467	-7195	8411	-9703	-12938	-4212	السعودية
0	0	0	0	0	0	0	العراق
302	182	-834	-952	-1230	-976	-105	عمان
1016	1648	585	181	-645	-522	-922	قطر
4277	1924	5817	3948	-4084	-1214	1660	الكويت
2274	68	3483	928	633	-632	-429	ليبيا
2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	السنوات
-18750	-21647	23975	16647	19733	10784	-415	الإمارات
-2862	-9759	13560	6313	15835	12218	6051	الجزائر
23168	-23522	154796	47080	74763	58096	28558	السعودية
-269	2243	17287	14615	7324	9419	557	العراق
-127	-1934	204	112	114	788	599	عمان
3356	14989	9831	6886	3221	3887	5392	قطر
22388	10053	36205	18950	23514	9003	4760	الكويت
4886	23085	17844	19581	12042	4424	2274	ليبيا
	2016	2015	2014	2013	2012	2011	السنوات
	-13261	-6589	18672	9291	5227	4329	الإمارات
	-22412	-38496	-13964	-3156	-10128	-2645	الجزائر
	-83734	-89981	18122	48094	99514	77551	السعودية
	-7422	-1225	18722	20972	12583	25682	العراق

الملاحق

-12147	-17771	-939	-215	-210	-294	عمان
-14176	-966	36892	28937	26182	11619	قطر
-15293	-15834	32302	45196	47965	18562	الكويت
-14610	-21847	-17659	-12237	13825	-5371	ليبيا

المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، أعداد مختلفة 2000-2017.

الملاحق رقم (05) تطور الناتج المحلي الإجمالي في الدول العربية المصدرة للنفط خلال الفترة (1990-2016)

السنوات	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
الإمارات	33653	33920	35413	35745	38268	42807	47993
الجزائر	62049	45715	47871	49767	41969	42047	46942
السعودية	104671	118034	123204	118516	120167	142458	157743
العراق	14121	13278	14674	1489	1259	32230	30999
عمان	11685	11342	12452	12493	12919	13803	15278
قطر	7360	6884	7646	7157	7375	8138	9059
الكويت	18296	10826	19865	23998	24798	27179	31493
ليبيا	32807	37250	36144	28807	24782	30511	33364
السنوات	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
الإمارات	51189	48500	55193	69979	68909	73635	86686
الجزائر	58177	48200	48600	54793	54710	56755	67864
السعودية	164994	145967	160957	188442	183012	188551	214573
العراق	30240	29122	28046	20969	17682	17437	10621
عمان	15837	14086	15710	19450	19399	20048	21543
قطر	11298	10255	12393	17760	17538	19364	23534
الكويت	30349	25941	30126	37714	34906	38129	47869
ليبيا	37234	31822	30487	34574	30032	21924	26296
السنوات	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
الإمارات	104524	136613	222106	257916	315475	253548	286049
الجزائر	85340	103100	117220	135630	171523	137212	161159
السعودية	250339	315337	356155	384686	519797	429098	526812
العراق	26175	36243	54475	74235	107672	94275	117138
عمان	24674	30905	36804	41901	60744	48388	58641

الملاحق

125122	97798	115270	79712	60497	43040	31675	قطر
115336	105993	147541	114565	101547	80799	59439	الكويت
68799	62107	85532	68118	55520	47635	33461	ليبيا
	2016	2015	2014	2013	2012	2011	السنوات
	365882	375230	3999451	387192	373430	348536	الإمارات
	156050	181712	213569	209671	209010	200245	الجزائر
	646438	646002	751832	744336	733956	669507	السعودية
	158050	143413	192772	207124	185945	157994	العراق
	66293	70255	81797	78183	76341	67938	عمان
	152469	166908	201109	501885	189945	169805	قطر
	118099	114079	162965	174179	147665	154064	الكويت
	17364	20655	24308	51964	79863	32108	ليبيا

المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، أعداد مختلفة 2000-2017.

الملحق رقم (06) تطور رصيد الميزان التجاري في الدول العربية المصدرة للنفط خلال الفترة (1990-2016)

1996	1995	1994	1993	1992	1991	1990	السنوات
6772	4527	6732	7782	8664	11864	11142	الإمارات
4130	160	260-	2420	3210	5478	4187	الجزائر
35207	21823	21289	16522	20039	21818	22889	السعودية
192-	0	60-	6	65	3788	0	العراق
3141	1817	1529	1529	2047	1878	2989	عمان
1248	1959	1300	1415	2041	1674	2377	قطر
6997	5052	4657	3325	689-	3924-	3148	الكويت
2473	3890	909	108	2514	2628	3755	ليبيا
2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997	السنوات
20931	14630	15595	19026	8558	1247	6314	الإمارات
11140	6710	9610	12300	3360	1510	5690	الجزائر
59375	42839	39366	49773	24872	11189	34202	السعودية
1267	3874	1720	7734	0	0	0	العراق
5583	5537	5764	6187	2938	306	3011	عمان

الملاحق

9023	7327	7484	8664	4962	1959	863	قطر
11912	7248	9194	13025	5516	1903	6534	الكويت
5621	1924	61139	9360	2476	462	2718	ليبيا
2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	السنوات
48977	42095	62924	46521	57538	42793	27602	الإمارات
18200	7790	40600	34240	34060	26470	14270	الجزائر
153711	105229	212026	150631	147194	126018	84614	السعودية
14436	4145	33965	22965	11821	3695	297-	العراق
18725	11599	17012	10348	11706	10663	5508	عمان
54027	25554	42172	20911	19240	16698	13275	قطر
47528	35902	64073	42538	40219	30245	16598	الكويت
24376	15052	41200	31768	30128	17674	8631	ليبيا
	2016	2015	2014	2013	2012	2011	السنوات
	68317	76569	108454	140993	138488	103716	الإمارات
	-20390	-18000	600	9316	20237	25953	الجزائر
	46415	47277	183994	222557	246570	244737	السعودية
	8785	12000	38781	39321	44053	39048	العراق
	7000	14250	25334	29384	26509	25594	عمان
	20106	27973	95557	101861	102166	117518	قطر
	20106	27973	77540	90148	95418	80299	الكويت
	-1902	-9000	-11118	11268	35436	7859	ليبيا

المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، أعداد مختلفة 2000-2017.

الملحق رقم (07) مساهمة القطاعات في توليد إيرادات صندوق مبادلة للاستثمار (2010-2017)

2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	القطاع
22684	20180	18421	15981	15135	14736	11830	-	Atic
4074	3764	4493	5480	5252	6461	7479	6065	النفط
1734	1677	1754	1477	1154	921	174	-	تكنولوجيا المعلومات
2523	1838	5805	6614	6661	6094	5934	5122	صناعة الطيران
1133	809	804	642	502	876	873	3230	العقارات والبنية التحتية

الملاحق

-	1286	1178	1136	1105	1136	822	735	الصناعة
571	477	477	451	377	101	100	115	الطاقات المتجددة
1735	1422	1112	868	815	611	425	313	الرعاية الصحية
114	-	-	-	-	324	258	252	الخدمات
57	7	5	11	34	22	17	9	الشراكات
34628	31460	34051	32661	31035	31282	27911	15841	إجمالي الإيرادات

Source : Mubadala Development Company PJSC, Board of Directors Report and Consolidated Financial Statements, Annual Report, 2010-2017.

الملحق رقم (08) مساهمة التوزيعات الجغرافية في توليد إيرادات صندوق مبادلة للاستثمار (2010-2017)

2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	المنطقة
5.6	6.1	5.8	5.6	5.4	5.8	4.6	5.9	الإمارات
8.3	7.3	9.1	4.5	6.6	9.2	7.2	0.95	أمريكا الشمالية
7.3	6.5	5.9	9	6.7	4.6	3.9	-	سنغافورة
1.6	1.4	1.4	1.6	1.8	1.7	2.1	1.5	تايواند
2.7	1.3	0.4	0.2	-	-	-	-	ماليزيا
1.7	1.6	1.6	1.9	1.1	0.5	-	-	تايبوان
1.5	0.8	1.3	1.1	0.95	0.7	0.85	0.1	المملكة المتحدة
1.2	1.4	0.8	0.4	0.5	-	-	-	الصين
1.2	1	1.2	1.9	2	2.7	3.1	3.3	قطر
0.4	0.4	1	0.9	1.2	1.1	1.2	0.3	ألمانيا
0.2	0.2	1.2	1.2	1.1	0.8	1.4	1.2	سويسرا
0.5	0.2	0.4	0.5	0.5	0.5	0.4	-	البحرين
2.4	3.2	3.2	4.8	3.25	3.6	3.15	2.55	أخرى
34.6	31.4	34.1	32.7	31.1	31.2	27.9	15.8	مجموع الإيرادات

Source : Mubadala Development Company PJSC, Board of Directors Report and Consolidated Financial Statements, Annual Report, 2010-2017.

الملاحق

الملحق رقم (09) العمليات المنجزة على صندوق ضبط الإيرادات خلال الفترة (200-2017) الوحدة (مليون دينار)

السنة	الموارد	الفائض في نهاية السنة السابقة	الفائض على الجباية النفطية	تسبيقات بنك الجزائر	الاستخدامات	تسديد رصيد الديون العمومية	تسديد تسبيقات البنك	تمويل عجز الخزينة العمومية	رصيد الصندوق في نهاية السنة
2000	453.237	0	453.237	0	221.100	221.100	0	0	232.137
2001	356.001	32.137	123.864	0	184.467	184.467	0	0	171.534
2002	198.038	171.534	26.504	0	170.060	170.060	0	0	27.978
2003	476.892	27.978	448.914	0	156.000	156.000	0	0	320.892
2004	944.391	320.892	623.499	0	222.703	222.703	0	0	721.688
2005	2090.524	721.688	1.368.836	0	247.838	247.838	0	0	1842.686
2006	3640.687	1842.686	1.798.001	0	709.641	618.111	0	91.530	2931.045
2007	4669.893	2931.045	1.738.848	0	1454.363	314.455	607.956	531.952	3215.531
2008	5503.690	3215.531	2.288.159	0	1223.618	465.438	0	758.180	4280.072
2009	4680.747	4280.072	400.675	0	364.282	0	0	364.282	4316.465
2010	5634.775	4316.465	1.318.310	0	791.937	0	0	791.937	4842.838
2011	7143.158	4842.838	2.300.320	0	1761.455	0	0	1761.455	5381.703
2012	7917.012	5381.703	2.535.309	0	2283.260	0	0	2283.260	5633.752
2013	7695.983	5633.752	2.062.231	0	2132.472	0	0	2132.472	5563.511
2014	7373.831	5563.511	1.810.320	0	2965.672	0	0	2965.672	4408.159
2015	4960.351	4408.159	552.192	0	2886.505	0	0	2886.505	2073.846
2016	2172.396	2073.846	98.550	0	1387.938	0	0	1387.938	784.458
2017	784.458	784.458	0	0	784.458	0	0	784.458	0

المصدر: المديرية العامة للتنبؤ والسياسات بوزارة المالية لعام 2017.

