



جامعة عبد الحميد بن باديس – مستغانم-

كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية

– تخصص: ممارسات الأسواق المالية –

صناديق الثروة السيادية و الأسواق المالية الدولية

(حالة صندوق ضبط الإيرادات الجزائري الواقع و الأفق)

تحت اشراف الأستاذ:

أ.د. شريف طويل نور الدين

د. بوشرف جيلالي مشرف مساعد

من اعداد الطالبة:

بن عمارة دليلة

لجنة المناقشة

اللقب و الاسم	الرتبة	الصفة
أ. د. عشوي نصر الدين	أستاذ التعليم العالي جامعة مستغانم	رئيسا
أ. د. شريف طويل نور الدين	أستاذ التعليم العالي جامعة مستغانم	مقرا
د. سنوسي قويدر	أستاذ محاضر أ جامعة تلمسان	مناقشا
د. صفيح الصادق	أستاذ محاضر أ جامعة معسكر	مناقشا
د. بكريتي لخضر	أستاذ محاضر أ المركز الجامعي البيض	مناقشا
د. عمراني محمد	أستاذ محاضر أ جامعة مستغانم	مناقشا
د. بوشرف جيلالي	جامعة مستغانم	مدعو

السنة الجامعية: 2018-2019

كلمة شكر و عرفان

لا يسعني في نهاية هذا العمل المتواضع إلا أن أوجه كل الشكر و التقدير الى والدي

العزیز و أمي الغالية.

الى أشتائي على تشجيعهم لي لا نجار هذه الرسالة .

كما أشكر في هذا المقام مشرفه الرسالة أستاذي التقدير الأستاذ الدكتور هريفة

طويل نور الدين على توجيهاته و نائحه وحرصه على تدليل كل الصعوبات التي

واجهتني أثناء البحث.

كما أتوجه بالشكر الى الدكتور بوشرفه جيلالي على حسن معاملته وجميل صبره و على

الوقت و الجهد الذين خصصهما من أجل متابعة هذا العمل .

ولا يفوتني أن أشكر أعضاء لجنة المناقشة رئيسا و ممتحنين لتفويهم و مناقشة هذه

الرسالة .

كما أشكر كل من ساعدني و ساهم في انجاز هذه الرسالة من قريب و بعيد

الفهرس

الصفحة	جدول المحتويات
قائمة الجداول، الأشكال و المخططات	
أك	المقدمة العامة
12	الجزء الأول: استثمارات صناديق الثروة السيادية في الأسواق المالية الدولية
13	مقدمة الجزء الأول
14	الفصل I: صناديق الثروة السيادية مستثمر مؤسساتي فاعل في الاقتصاد العالمي
15	تمهيد الفصل I
16	المبحث 01: الاطار النظري لصناديق الثروة السيادية
16	المطلب 01: ماهية صناديق الثروة السيادية
27	المطلب 02: تصنيف صناديق الثروة السيادية
36	المطلب 03: صناديق الثروة السيادية و النظام المالي الدولي
48	المبحث 02: حوكمة و شفافية صناديق الثروة السيادية
48	المطلب 01: المبادئ و الممارسات المتفق عليها (مبادئ سنتياغو)
50	المطلب 02: مؤشر الالتزام بمبادئ سنتياغو SCI
53	المطلب 03: مؤشرات قياس حوكمة و شفافية صناديق الثروة السيادية
67	المبحث 03: صناديق الثروة السيادية مستثمر نشط في الأسواق المالية الدولية
67	المطلب 01: استثمارات و تعاملات صناديق الثروة السيادية
77	المطلب 02: صناديق الثروة السيادية و الأزمة المالية العالمية 2008
84	المطلب 03: صناديق الثروة السيادية و صدمة انخفاض أسعار النفط للفترة 2014-2017
87	خلاصة الفصل I
88	الفصل II: الاطار النظري للاستثمار في الأسواق المالية الدولية
89	تمهيد الفصل II
90	المبحث 01: الإطار النظري للأسواق المالية
90	المطلب 01: أساسيات حول الأسواق المالية
94	المطلب 02: أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال
101	المطلب 03: كفاءة السوق المالية (E.FAMA theory)
104	المبحث 02: الاطار النظري لتسيير المحفظة الاستثمارية

104	المطلب 01 : تسيير المحفظة الاستثمارية
109	المطلب 02 : نظرية المحفظة الحديثة Modern Portfolio Theory MPT
123	المطلب 03 : تطور نظرية المحفظة (CAMP and APT model)
132	المبحث 03: تسيير المحفظة المرجعية gestion Benchmarké
132	المطلب 01 : أساسيات تسيير المحفظة المرجعية
134	المطلب 02: استراتيجيات ادارة المحافظ الساكنة Passive Investement Strategy
136	المطلب 03 : استراتيجيات ادارة المحافظ النشطة Active Investement Strategy
138	خلاصة الفصل II
139	الفصل III: عرض تجارب صناديق ثروة سيادية رائدة
140	تمهيد الفصل III
141	المبحث 01 : عرض تجارب صناديق ثروة سيادية سلعية (نفطية)
141	المطلب 01 : عرض تجربة صندوق الثروة السيادي النرويجي
152	المطلب 02 : عرض تجربة صندوق الثروة السيادي لإمارة أبو ظبي
163	المبحث 02 : عرض تجارب صناديق ثروة سيادية غير سلعية
163	المطلب 01 : عرض تجربة صندوق الثروة السيادي لسنغافورة
176	المطلب 02 : عرض تجربة صناديق الثروة السيادي الصيني
188	المبحث 03 : مقارنة بين تجارب صناديق الثروة السيادية الرائدة
188	المطلب 01 : معيار الشفافية و الحوكمة
192	المطلب 02 : معيار اطار الاستثمار و تخصيص الأصول
194	خلاصة الفصل III
195	خاتمة الجزء الأول
196	الجزء الثاني: تجربة صندوق ضبط الايرادات الجزائري (الواقع و الأفاق)
197	مقدمة الجزء الثاني
198	الفصل VI: عرض وتقييم تجربة صندوق ضبط الايرادات الجزائري(الواقع)
199	تمهيد الفصل VI
200	المبحث 01 : عرض تجربة صندوق ضبط الايرادات الجزائري
200	المطلب 01 : خصائص ومميزات الاقتصاد الجزائري
202	المطلب 02 : تأثير تقلبات أسعار النفط على الاقتصاد الجزائري

208	المطلب 03 : صندوق ضبط الإيرادات الجزائري أداة لمواجهة تقلبات أسعار النفط
212	المبحث 02 : تقييم مصادر تمويل صندوق ضبط الإيرادات الجزائري
212	المطلب 01 : البيانات وبناء النموذج المقدر
216	المطلب 02 : منهجية الدراسة القياسية
227	المطلب 03 : نتائج الدراسة القياسية
245	المبحث 03 : تقييم استخدامات صندوق ضبط الإيرادات الجزائري
245	المطلب 01 : تمويل عجز الخزينة العمومية (2006-2016)
256	المطلب 02 : تخفيض المديونية العمومية (2000-2008)
263	المطلب 03 : تأثير التضخم على صندوق ضبط الإيرادات
267	خلاصة الفصل VI
268	الفصل V : تقديم نموذج جديد لصندوق ضبط الإيرادات الجزائري (الأفاق)
269	تمهيد الفصل V
270	المبحث 01 : دوافع اقتراح نموذج جديد لصندوق ضبط الإيرادات الجزائري
270	المطلب 01 : مبررات و دوافع إعادة النظر في كيفية تسيير صندوق ضبط الإيرادات الجزائري
275	المطلب 02 : الاقتراحات في مجال تمويل الصندوق وكيفية استخدامه
281	المبحث 02 : اطار الاستثمار و تخصيص الأصول
281	المطلب 01 : السياسة الاستثمارية المقترحة
284	المطلب 02 : نموذج المحفظة المرجعية الاستثمارية المقترحة
291	المبحث 03 : نموذج تطبيقي لمحفظة استثمارية مقترحة
291	المطلب 01 : البيانات و المنهجية
294	المطلب 02 : تفسير نتائج الدراسة التطبيقية
304	خلاصة الفصل V
305	خاتمة الجزء الثاني
313-306	الخاتمة
322-314	قائمة المراجع
350-332	قائمة الملاحق

قائمة الجداول ، الأشكال

البيانية و المخططات

قائمة الجداول و الأشكال البيانية و المخططات

قائمة الجداول

ص	العنوان	الرقم
25	يوضح الفروقات بين صناديق الثروة السيادية وبعض المستثمرين السياديين.	(1-1)
29	صناديق الثروة السيادية و أهم أهدافها الأساسية	(2-1)
50	مؤشر توافق صناديق الثروة السيادية مع مبادئ سنتياغو لسنة 2014	(3-1)
54	العناصر المكونة لمؤشر EDWIN TRUMAN	(4-1)
56	يمثل ترتيب صناديق الثروة السيادية حسب مؤشر ترومان لسنة 2015.	(5-1)
60	تطور تنقيط بعض أهم صناديق الثروة السيادية حسب مؤشر ترومان للسنوات 2007، 2009، 2012، 2015.	(6-1)
61	مكونات مؤشر لينبرغ - مادل الصادر عن معهد صناديق الثروة السيادية.	(7-1)
62	ترتيب أكبر 40 صندوق ثروة سيادي من حيث حجم الأصول المسيرة و درجة التصنيف الموافقة له حسب مؤشر لينبرغ - مادل في سبتمبر 2016.	(8-1)
65	المقارنة بين تنقيط صناديق الثروة السيادية حسب مؤشر لينبرغ - مادل لكل في الثلاثي الثاني لكل من سنة 2008، 2012، 2016.	(9-1)
73	التدفقات و عدد الصفقات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية في منطقة الشرق الأوسط و شمال أفريقيا نحو مناطق جغرافية متفرقة في العالم لسنة 2011، 2012، 2013، 2014، و 2015 (بليون \$).	(10-1)
74	التدفقات و عدد الصفقات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية في منطقة آسيا الوسطى نحو مناطق جغرافية متفرقة في العالم لسنة 2011، 2012، 2013، 2014، و 2015 (بليون \$).	(11-1)
78	يوضح مساهمة صناديق الثروة السيادية في أكبر المؤسسات المالية الغربية (جويلية 2007 - أكتوبر 2008).	(12-1)
79	تفاصيل لأكثر 24 استثمار لصناديق الثروة السيادية تتجاوز في أسهم مدرجة في البورصة مع حساب عوائد الاستثمار من تاريخ الاستثمار لكل صندوق الى غاية 27 مارس 2009.	(13-1)
85	مستويات انتاج النفط بعد التعديلات المتفق عليها (ألف برميل في اليوم) 2016.	(14-1)
100	حقوق مشتري (حامل) الخيار سواء كان خيار شراء أم خيار بيع ، التزامات بائع الخيار سواء كان خيار شراء أو خيار البيع.	(1-2)
141	بعض البيانات و المؤشرات الاقتصادية لدولة النرويج للفترة (2011-2016).	(1-3)
142	مساهمة القطاعات الاقتصادية في النشاط الاقتصادي النرويجي.	(2-3)
148	بعض المدراء و المؤسسات المسيرة لاستثمارات صندوق الثروة السيادي النرويجي ابتداء من 31 ديسمبر 2016.	(3-3)
150	مخاطر المحفظة لصندوق المعاشات الحكومي الاجمالي GPF (التقلب المتوقع) بالنسبة المئوية .	(4-3)

151	التصنيف الائتماني لمختلف أدوات الدخل الثابت لمحفظه السندات لنهاية سنة 2016 (مليون كرونة نرويجية).	(5-3)
152	بعض البيانات و المؤشرات الاقتصادية لإمارة أبوظبي.	(6-3)
160	مكونات المحفظة المرجعية لجهاز أبو ظبي للاستثمار ADIA حسب فئات الأصول .	(7-3)
161	توزيع المحفظة المرجعية لجهاز أبو ظبي للاستثمار ADIA حسب التوزيع الجغرافي.	(8-3)
164	يمثل البيانات و المؤشرات الاقتصادية لدولة سنغافورة .	(9-3)
165	أهم القطاعات المساهمة في الناتج المحلي الاجمالي لسنة 2016 لدولة امارة أبوظبي .	(10-3)
169	يمثل التوزيع الجغرافي لاستثمارات المحفظة المالية لشركة تماسك السنغافورية(نسبة مئوية % لكل منطقة جغرافية)	(11-3)
169	التوزيع القطاعي لاستثمارات تماسك للسنوات 2014 و 2015 و 2016.	(12-3)
178	بعض البيانات و المؤشرات الاقتصادية لدولة الصين للفترة (2011-2016).	(13-3)
185	توزيع المحفظة الاستثمارية لشركة الاستثمار الصينية ، 31 ديسمبر 2016 (النسبة المئوية).	(14-3)
185	التوزيع الجغرافي لكل من الأسهم العامة و سندات الدخل الثابت لشركة الاستثمار الصينية ، 31 ديسمبر 2015.	(15-3)
190	نتائج المقارنة بين صناديق الثروة السيادية (النرويج ،أبوظبي ، سنغافورة ،الصين) فيما يخص الحوكمة و الشفافية.	(16-3)
192	المحفظة المرجعية الاستثمارية لكل صندوق ثروة سيادي محل المقارنة.	(17-3)
201	بيانات ومؤشرات خاصة بالاقتصاد الجزائري للفترة 2010-2016 .	(1-4)
205	قيمة صادرات النفط لبعض الدول المصدرة للفترة 2012-2015 (مليار دولار أمريكي).	(2-4)
205	الحسابات الجارية لميزان المدفوعات لبعض الدول المصدرة للنفط للفترة 2012-2015 (مليار دولار أمريكي).	(3-4)
208	العلاقة بين تطور أسعار النفط و إيرادات الجباية البترولية في الجزائر ورصيد الميزانية العامة للفترة 1997-2002.	(4-4)
209	نسبة صناديق الثروة السيادية المؤسسة على فترات زمنية مختلفة 1970-2015.	(5-4)
213	يمثل تطور إيرادات الجباية البترولية ، متوسط سعر برميل النفط والفوائض المحولة للصندوق خلال الفترة (2000-2016) .	(6-4)
222	جدول يلخص اختبارات التوزيع الاحتمالي لدربين و واتسن .	(7-4)
227	متغيرات الدراسة (المتغير التابع و المتغيرات المستقلة) للنموذج المقدر للفترة (2000-2016).	(8-4)
229	نتائج الدراسة الوصفية لمتغيرات النموذج محل الدراسة.	(9-4)
230	مصنوفة الارتباط بين كل من المتغير التابع و المتغيرات المستقلة.	(10-4)
233	نتائج اختبار جذر الوحدة للسلسلة الأصلية اختبار ديكي - فولر Dickey -fuller (DF) test	(11-4)

234	نتائج اختبار جذر الوحدة للسلسلة الأصلية اختبار فيليب و بيرون phillips and perron test	(12-4)
235	نتائج اختبار جذر الوحدة للسلسلة الأصلية اختبار ديكي و فولر الصاعد Augmented dickey fuller test .-	(13-4)
236	يمثل نتائج استقرارية السلاسل الزمنية المحولة الى الفروقات من الدرجة الأولى .	(14-4)
237	نتائج معادلة خط الانحدار المتعدد باستخدام طريقة ols باستخدام برنامج eviews7.	(15-4)
238	يمثل نتائج معنوية معالم النموذج المقدر.	(16-4)
240	يمثل نتائج التوزيع الاحتمالي لاختبار درين و اوتسون DW.	(17-4)
241	تقدير اختبار الذاتي للأخطاء Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test .	(18-4)
242	نتائج اختبار تجانس الأخطاء white.	(19-4)
246	تطور وضعية صندوق ضبط الإيرادات الجزائري للفترة 2000-2016 (مليار دج).	(20-4)
252	يمثل الوضعية المختصرة لعمليات الخزينة العمومية للفترة 2000-2016 بمليار دج .	(21-4)
256	نسبة استخدام موارد صندوق ضبط الإيرادات لتخفيض الدين العمومي من مجموع الاستخدامات الكلية للفترة 2000-2009 بمليار دج .	(22-4)
257	حجم الديون العمومية الداخلية و الخارجية وحجم الموارد المالية المستخدمة لسداد الدين العمومي للفترة 2000-2009 .	(23-4)
258	تطور حجم الدين العمومي للجزائر و مؤشرات الدين العمومي خلال الفترة (1991-2016).	(24-4)
264	يمثل رصيد صندوق ضبط الإيرادات قبل الاقتطاعات بمليار دج و نسبة كل من الموارد المستخدمة والموارد الغير المستخدمة للفترة (2000-2016).	(25-4)
265	تأثير معدلات التضخم على القيمة المالية لموارد الصندوق الغير المستخدمة للفترة 2000-2017.	(26-4)
271	يمثل معدلات تغطية النفقات الكلية للميزانية من خلال كل من إيرادات الجباية البترولية المقدرة حسب قانون المالية، إيرادات الجباية العادية المقدرة حسب قانون المالية، والاقتطاعات المالية من صندوق ضبط الإيرادات للفترة 2000-2016.	(1-5)
274	حجم الأصول المالية لصناديق ثروة سيادية رائدة (الترويج، أبوظبي، سنغافورة، الصين) بالإضافة المحافظ المرجعية الاستثمارية الخاصة بها .	(2-5)
277	تطور السعر المرجعي لبرميل النفط، الجباية البترولية المقدرة على أساس سعر مرجعي لبرميل النفط كل سنة مالية، حجم النفقات الكلية، حجم الاقتطاعات المالية لتمويل عجز الخزينة العمومية للفترة 2000-2016 (مليار دج).	(3-5)
280	نقاط القوة و الضعف لتسيير صندوق ضبط الإيرادات الجزائري و الفرص و التهديدات المتعلقة بالنموذج الجديد المقترح	(4-5)
281	القيمة السوقية الى الناتج الداخلي الخام الاسمي لبعض الأسواق المالية الدولية لسنة 2016.	(5-5)
286	يمثل توزيع فئات الأصول المالية للمحفظة المرجعية الخاصة بالنموذج المقترح	(6-5)

287	أكبر خمسة أسواق منظمة للمشتقات المالية من حيث عدد عقود المشتقات المالية المتداولة لسنة 2012.	(7-5)
288	توزيع المحفظة المرجعية جغرافيا للنموذج المقترح	(8-5)
289	أسعار أسهم الشركات النفطية خلال صدمة انخفاض أسعار البترول المسجلة منذ سنة 2014.	(9-5)
292	الأسواق المالية و مؤشرات عينة الدراسة .	(10-5)
294	العائد المتوقع و مخاطرة الاستثمار بالعملة الأساسية لمؤشر كل سوق مالي	(11-5)
296	معاملات الارتباط بين مؤشرات الأسواق المالية .	(12-5)
297	مصنوفة التباين -التباين المشترك بين مؤشرات الأسواق المالية محل الدراسة .	(13-5)
299	يمثل مجموعة المحافظ المتاحة الممكن تشكيلها، العائد المتوقع و الانحراف المعياري لكل محفظة بالعملة الأساسية لكل مؤشر.	(14-5)
301	اختيار المحافظ الكفؤة حسب نموذج ماركويتز Efficient Portfolio Selection.	(15-5)

قائمة الأشكال

ص	العنوان	الرقم
26	ترتيب صناديق الثروة السيادية من حيث حجم الأصول المسيرة بين المستثمرين المؤسساتيين لسنة 2013.	(1-1)
32	يمثل نسبة أصول كل من صناديق الثروة السيادية السلعية و صناديق الثروة السيادية الغير السلعية لسنة 2014.	(2-1)
37	نسب صناديق الثروة السيادية المؤسسة حسب سنة التأسيس خلال فترات زمنية معينة منذ 1970- 2015.	(3-1)
37	نسب توزيع صناديق الثروة السيادية حسب المناطق الجغرافية لسنة 2015.	(4-1)
38	مجموع الأصول المالية التي تسييرها صناديق الثروة السيادي (تريليون دولار أمريكي) للفترة ديسمبر 2008-مارس 2016.	(5-1)
68	استثمارات صناديق الثروة السيادية لكل سنة منذ 2002 إلى 2015.	(6-1)
70	توزيع استثمارات صناديق الثروة السيادية من خلال صفقات فردية أو صفقات من خلال الشراكة للفترة 2011-2015.	(7-1)
71	استثمارات صناديق الثروة السيادية في الأسواق المحلية و الأسواق الأجنبية (بليون دولار أمريكي) من سنة 2006 إلى 2015.	(8-1)
72	نسبة استثمارات صناديق الثروة السيادية في أسواق الدول الأعضاء و الغير الأعضاء في منظمة التعاون و التنمية الاقتصادية من سنة 2006-2015 (نسبة مئوية من قيمة الاستثمار لكل سنة).	(9-1)
75	أهم الدول المستهدفة من قبل استثمارات صناديق الثروة السيادية خلال الفترة (2013-2015) (بليون دولار أمريكي)	(10-1)
75	استثمارات صناديق الثروة السيادية في الأصول الأمانة 2006-2015.	(11-1)
76	نسبة استثمار صناديق الثروة السيادية التي تستثمر في الأصول العقارية مباشرة، العقارات الخاصة، و العقارات المدرجة في البورصة	(12-1)
77	نسبة صناديق الثروة السيادية التي تساهم في كل صنف من الأصول لكل من سنة 2013، 2014، و 2015	(13-1)
114	العلاقة بين العائد المتوقع و مخاطرة المحفظة المالية التي تتكون من أصلين A و B	(1-2)
116	كيفية تدنية مخاطر المحفظة من خلال التنوع	(2-2)
120	الحد الكفؤ THE EFFICIENT FRONTIER	(3-2)
121	منحنيات السواء التي تمثل تفضيلات المستثمر .	(4-2)
127	خط سوق الأوراق المالية SML.	(5-2)

166	القيمة المالية لمحفظه شركة تماسك القابضة للفترة 1974-2016.	(1-3)
202	تطور أسعار النفط الخام خلال الفترة 2000-2015(دولار أمريكي للبرميل).	(1-4)
212	متوسط سعر برميل النفط والسعر المرجعي المعتمد عند اعداد قانون المالية للفترة (2000-2017) بالدولار الأمريكي.	(2-4)
230	الشكل الانتشاري ل PLUVALU وPPETROL.	(3-4)
230	الشكل الانتشاري ل PLUVALU وPREFER.	(4-4)
231	التمثيل البياني للسلسلة المتغير التابع (فوائض الجباية البترولية).	(5-4)
231	التمثيل البياني للسلسلة المتغير المستقل (متوسط سعر برميل النفط).	(6-4)
232	التمثيل البياني للسلسلة المتغير المستقل (السعر المرجعي لبرميل النفط).	(7-4)
243	نتائج اختبار JARQUE –BERA.	(8-4)
243	اختبار قدرة النموذج على التنبؤ .	(9-4)
248	يمثل حجم الاقتطاعات المالية الموجهة لتمويل استخدامات صندوق ضبط الايرادات للفترة 2000-2016(مليون دج).	(10-4)
249	يمثل حجم المبالغ المالية الموجهة لتمويل استخدامات ص ص الايرادات ،رصيد الميزانية ،رصيد الخزينة العمومية خارج ص ص ا، و رصيد ص ص ا بعد الاستخدامات للفترة (2000-2016) بمليار دج .	(11-4)
250	تركيبه الايرادات العامة الاجمالية للجزائر للفترة 2000-2015 بمليار دولار أمريكي .	(12-4)
251	هيكل نفقات الميزانية للفترة 2000-2016 (مليار دج).	(13-4)
255	نسب تمويل عجز الخزينة العمومية باستخدام مصادر التمويل المختلفة للفترة (2000-2016).	(14-4)
261	تطور نسبة الدين العمومي ال اجمالي الناتج الداخلي الخام % للفترة 1991-2016.	(15-4)
262	تطور حجم الدين العمومي و حجم الناتج الداخلي الخام بمليار دولار أمريكي للفترة (1991-2016).	(16-4)
266	يمثل تطور كل من القيمة الاسمية و القيمة الحقيقية للموارد المالية للصندوق بعد الاقتطاعات المالية للفترة 2000-2016 بمليار دج.	(17-4)
302	اختيار المحفظة الكفوة وفقا لنموذج ماركويتز - EFFICIENT PORTFOLIO SELECTION MARKOWITZ MODEL	(1-5)

قائمة المخططات

ص	العنوان	الرقم
144	اطار الحوكمة لصندوق المعاشات الحكومي الاجمالي النرويجي (GPFG).	(1-3)
145	الهيكل التنظيمي لإدارة بنك ادارة الاستثمار النرويجي (NBIM).	(2-3)
146	مستويات الرقابة التي يخضع لها صندوق المعاشات الحكومي الاجمالي (من أعلى الى أسفل).	(3-3)
156	الهيكل التنظيمي لجهاز أبو ظبي للاستثمار ADIA.	(4-3)
159	يمثل مراحل اعداد و تنفيذ استراتيجية الاستثمار لجهاز أبو ظبي للاستثمار ADIA.	(5-3)
175	تركيبة المحفظة المالية لشركة الاستثمار الحكومية السنغافورية GIC.	(6-3)
182	الهيكل التنظيمي لشركة الاستثمار الصينية (CIC).	(7-3)

المقدمة العامة

المقدمة العامة

يعتبر مصطلح صناديق الثروة السيادية حديث نوعا ما حيث تمت صياغته لأول مرة من طرف المحلل الاقتصادي اندرو روزانوف Andrew Rozanov في مقاله الموسوم بعنوان ¹ "من يملك ثروة الأمم؟" الصادر سنة 2005، هذا المصطلح يشير الى الهياكل الاستثمارية المملوكة من قبل حكومات الدول التي تمول من خلال فوائض ميزان المدفوعات، أو عمليات النقد الأجنبي الرسمية، أو عوائد الخصخصة، أو فوائض المالية العامة، أو الإيرادات المتحققة من الصادرات السلعية، أو كل هذه الموارد مجتمعة، هذه الصناديق تمثل مجموعة غير متجانسة الخصائص نظرا للفروقات و الاختلافات التي تميز صندوق ثروة سيادي عن آخر هذا من جهة، وكيفية توظيف الموارد المالية لهذه الصناديق ضمن السياسات الاقتصادية العامة لحكومات البلدان المالكة لها من جهة أخرى.

صناديق الثروة السيادية ليست بظاهرة جديدة في مجال التمويل الدولي حيث يرجع تواجدها على الساحة المالية الدولية منذ خمسينيات القرن الماضي، إلا أن أهميتها و تأثيرها من الناحية الاقتصادية والسياسية ارتفع بشكل متزايد خلال الألفية الجديدة 2000-2008، يعزى هذا الى تسارع نمو حجم الأصول المالية التي تسييرها هذه الأخيرة، وانشاء صناديق ثروة سيادية جديدة في ظل ارتفاع حجم الاحتياطات الرسمية المتراكمة التي تجاوزت بكثير المستوى الذي يسمح بتحقيق التوازنات النقدية و المالية في الدول المالكة لهذه الصناديق، وذلك نتيجة ارتفاع حجم احتياطات النقد الأجنبي في ظل ارتفاع صادرات الدول الآسيوية وارتفاع أسعار البترول في الأسواق المالية الدولية، بالإضافة الى مساهمتها في تمويل أكبر المؤسسات المالية الغربية خلال الأزمة المالية لسنة 2008 حيث ساهمت بشكل كبير في الحد من سرعة تحول أزمة الرهون العقارية الى أزمة مالية و اقتصادية عالمية، من خلال حفاظها على سيولة السوق المالية الأمريكية و الأوروبية و ان كان لفترة قصيرة، و توجهها الى تمويل اقتصاداتها المحلية جراء تأثرها بالأزمة المالية الأخيرة التي عرفها الاقتصاد العالمي .

الصعود القوي لصناديق الثروة السيادية أثار الكثير من الجدل و النقاش الدائر حول دور هذه الصناديق كمصدر لرأس المال الطويل الأجل والعابر للحدود، وباعتبارها أداة استثمار حكومية قد تهدف الى تحقيق ما هو أبعد من الأهداف التجارية داخل أسواق البلدان المستقبلية لهذه الاستثمارات،² ومن أهم الجهات التي ساهمت في تسليط الضوء على القضايا المحيطة بصناديق الثروة السيادية ومحاولة فهمها، لدينا مجموعة العمل الدولية

¹ Andrew Rozanov ,who holds the wealth of nations ?,article ,state street global advisors,london, august 2005,p01.

²مجموعة العمل الدولية حول صناديق الثروة السيادية، تقرير حول المبادئ والممارسات المتعارف عليها، مبادئ ستيياغو، صندوق النقد الدولي، أكتوبر 2008، ص04.

المقدمة العامة

لصناديق الثروة السيادية (IWG) التي ساهمت في وضع مبادئ سنتياغو (GAPP) بالتعاون مع صندوق النقد الدولي في اطار مهامه المتعلقة بمراقبة الاستقرار الاقتصادي الكلي و الاستقرار المالي بالإضافة الى تأمين الأداء الفعلي للنظام النقدي الدولي.

تكمن أهمية صناديق الثروة السيادية على الساحة المالية الدولية باعتبارها فئة كبرى من المستثمرين المؤسساتيين ،حيث تحتل المرتبة الرابعة بعد كل من صناديق التقاعد ،صناديق الاستثمار المشتركة و شركات التأمين ،من حيث حجم الأصول المالية المدارة¹ والتي قدرت ب 7.45 تريليون دولار أمريكي نهاية مارس سنة 2018، حيث تم² تسجيل حجم استثمارات تقدر ب 39.3 بليون دولار أمريكي سنة 2016، تتوزع ما بين 34.9 بليون دولار أمريكي في الأسواق الأجنبية و 4 بليون دولار أمريكي في الأسواق المحلية للبلدان المالكة لهذه الصناديق .

تقوم حكومات الدول المالكة لصناديق الثروة السيادية بإدارة و استثمار الأصول المالية لهذه الأخيرة من خلال الأسواق المالية الدولية ،عن طريق تكوين محافظ استثمار مرجعية ،حيث نجد أن بعض الصناديق تفصح عن استراتيجياتها الاستثمارية من خلال عرض تفاصيل محافظها الاستثمارية سواء المتعلقة بالعوائد و المخاطر أو بكيفية تخصيص الأصول في المحافظ ،بينما نجد صناديق أخرى أكثر تحفظا بخصوص الافصاح عن سياسة الاستثمار وادارة محافظها ، يمكن اعتبار صناديق الثروة السيادية وجه أو مظهر جديد من مظاهر العولمة التي تتسم بالملكية العالمية للأصول المالية ، حيث تتدخل هذه الأخيرة في الأسواق المالية الدولية كجهة عارضة لرؤوس الأموال فهي تمثل مصدر مهم لتدفقات رأس المال باعتبار أنها تستثمر على المدى الطويل بالنسبة لأسواق البلدان المضيفة ،في حين تسعى الى دعم و تطوير اقتصاداتها المحلية من خلال قيام حكومات الدول المالكة لهذه الصناديق بوضع الاطار القانوني و المؤسساتي المناسب لصندوق الثروة السيادي من أجل تحقيق الأهداف الاقتصادية المرجوة من انشاء هذه الصناديق .

الاشكالية :

الجزائر كغيرها من الدول قامت بإنشاء صندوق ضبط الإيرادات سنة 2000 ،و الذي يعتبر صندوق ثروة سيادي نتيجة تسجيل فوائض مالية مهمة ناتجة عن ارتفاع إيرادات الجباية البترولية، كوسيلة لامتنعاص فوائض

¹ <http://docs.preqin.com/reports/The-2018-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf>, consulte le 01/09/2018.

² Bernardo Bortolotti et al , **Hunting unicorns** ,Sovereign Wealth Fund Annual Report 2016, Sovereign Investment Lab ,www.bafficarefin.unibocconi.it/sil,p16.

المقدمة العامة

ايرادات الجباية البترولية الناتجة عن الفرق بين ايرادات الجباية البترولية المحققة فعلا لسنة معينة و ايرادات الجباية البترولية حسب تقديرات قانون المالية لنفس السنة، و ذلك في ظل تحسن المؤشرات الاقتصادية الكلية للجزائر نتيجة الارتفاع المتواصل لأسعار النفط في السوق المالية الدولية خلال الفترة 2000-2014، حيث أن وزارة المالية هي الهيئة المكلفة بالتسيير ، كما تجدر الإشارة الى أن صندوق ضبط الايرادات الجزائري يصنف ضمن صناديق استقرار المالية العامة التي يتمثل هدفها الأساسي في حماية الميزانية و الاقتصاد من تقلبات أسعار السلع الأساسية (النفط عادة)، حيث تمثلت مهام صندوق ضبط الايرادات في تمويل العجز على مستوى الميزانية والخزينة العمومية ابتداء من سنة 2006 ،بالإضافة الى تخفيض حجم الدين العام ،أي أنه صندوق ثروة سيادي يدير أموال عامة يتم انفاقها محليا بدلا من استثمارها من أجل تحقيق عوائد مالية ،فهو يمثل أداة لمواجهة تقلبات أسعار البترول وامتصاص الصدمات الخارجية الايجابية لارتفاع أسعار البترول من خلال تحويل الفوائض المالية الى الصندوق و الصدمات السلبية لانخفاض لأسعار من خلال تمويل عجز الخزينة و الموازنة العامة للدولة .

وعلى هذا الأساس فان السؤال الجوهرى الذي تحاول الدراسة الاجابة عليه نظرحه كالتالى :

-ماهي الأهداف و الدوافع التي تقود قرارات ادارة المحافظ المالية لصناديق الثروة السيادية في السوق المالية الدولية ،وكيف نقيم تجربة صندوق ضبط الايرادات الجزائري منذ انشاءه سنة 2000الى غاية الفترة الحالية 2017-2018 ؟

انطلاقا من هذا السؤال الرئيسى نظرح الأسئلة الفرعية التالية :

-ماهي صناديق الثروة السيادية ،خصائصها ،ظروف و مبررات انشاءها ؟

-ما هو موقع صناديق الثروة السيادية على الساحة المالية الدولية ؟

-ماهي المفاهيم الأساسية المتعلقة بالاستثمار في الأسواق المالية باعتبار أن صناديق الثروة السيادية مستثمر مؤسستى ؟

-ماهي المفاهيم الأساسية المتعلقة بالاستثمار من خلال المحافظ الاستثمارية ؟وما هي الاستراتيجيات الاستثمارية المتعلقة بتخصيص الأصول في المحافظ المرجعية بالنسبة للمستثمرين ؟

-ماهي أهم التجارب الرائدة لصناديق الثروة السيادية باعتبارها مستثمر حكومي ؟

المقدمة العامة

- كيف يتم تحديد أطر الاستثمار و تخصيص الأصول في المحافظ المرجعية لهذه الصناديق ؟ وهل تختلف من تجربة الى أخرى ؟ لماذا و ماهي أسباب الاختلاف ؟ .

- ما هو الدور الذي لعبه صندوق ضبط الإيرادات الجزائري لدعم استقرار الاقتصاد الوطني ؟ وهل نجح في تحقيق الأهداف المسطرة له منذ انشاءه سنة 2000 الى غاية الفترة الحالية 2017-2018 ؟ .

- هل هناك ضرورة لإعادة النظر في كيفية سير عمل صندوق ضبط الإيرادات الجزائري و أهدافه ؟ لماذا ؟ وكيف ذلك ؟ .

الفرضيات :

- صناديق الثروة السيادية أداة استثمار حكومية تستثمر أصولها المالية من خلال محافظ استثمار مرجعية .

- تقلبات أسعار البترول في الأسواق المالية الدولية تؤثر على وضعية وتطور الأصول المالية لصندوق ضبط الإيرادات الجزائري .

- صندوق ضبط الإيرادات الجزائري نجح في تحقيق الأهداف المسطرة له و المتمثلة في تمويل العجز الموازي وتخفيض المديونية .

- ان إعادة النظر في كيفية تسيير و استثمار الأصول المالية لصندوق ضبط الإيرادات الجزائري ، وطريقة توظيفه في السياسات الاقتصادية للجزائر تعد نقطة ضرورية و ملحة من أجل تحقيق مزايا لصالح الاقتصاد الجزائري .

أهمية الدراسة :

تكمن أهمية الدراسة في اعطاء رؤية علمية في اطار متكامل يجمع بين واقع صناديق الثروة السيادية كمستثمر مؤسستي مهم على الساحة المالية الدولية من خلال الأسواق المالية التي تمثل وسيط بين أطراف الفائض المالي و أطراف العجز المالي هذا من جهة ، وكيفية توظيف الأصول المالية لهذه الصناديق من أجل تطوير ودعم اقتصاديات البلدان المالكة لها من جهة أخرى ، وذلك من خلال تحقيق عوائد مالية اضافية عن طريق استثمار الأصول المالية لهذه الأخيرة من خلال محافظ استثمار مرجعية و التي تعكس بدورها تنوع واختلاف الأهداف التي أنشئت من أجلها هذه الصناديق ، بالإضافة الى تسليط الضوء على واقع صندوق ضبط الإيرادات

المقدمة العامة

الجزائري منذ تأسيسه سنة 2000 بالتركيز على أدائه خلال أزمة انخفاض أسعار البترول المسجلة منذ منتصف سنة 2014.

أهداف الدراسة :

يمكن أن نحصر أهداف الدراسة التي نسعى الى تحقيقها كما يلي :

- ابراز واقع صناديق الثروة السيادية على مستوى الساحة المالية الدولية ودورها في دعم وتطوير اقتصاديات البلدان المالكة لها .

- الاحاطة بالجوانب النظرية المتعلقة بالاستثمار في الأسواق المالية من خلال التطرق الى النظريات المتعلقة بتخصيص الأصول في المحافظ المالية Modern Portfolio Theory.

- تسليط الضوء على واقع صندوق ضبط الايرادات الجزائري من خلال تقييم تطور الأصول المالية لهذا الأخير وتحليل كيفية استخدامه في الاقتصاد الجزائري .

- محاولة تقديم نموذج جديد لكيفية تسيير و توظيف صندوق ضبط الايرادات الجزائري في الاقتصاد الجزائري بالاعتماد على الواقع الفعلي للصندوق وتجارب صناديق ثروة سيادية رائدة .

تحديد اطار الدراسة :

- تجارب نوعين من صناديق الثروة السيادية ،صناديق ثروة سيادية نفطية في دول لها تجربة رائدة النرويج و أبوظبي ،صناديق ثروة سيادية تعتمد على فوائض الميزان التجاري الصين و سنغافورة ،فيما يخص الاطار الزمني المحدد لدراسة هذه التجارب فهي مرتبطة بظروف ومعطيات كل بلد، حيث اعتمدنا على تقارير ومعطيات حديثة تشمل الفترة 2015-2017 .

- كما نتطرق لدراسة تجربة صندوق ضبط الايرادات الجزائري ،الفترة الزمنية محل الدراسة تمتد منذ انشاء هذا الصندوق سنة 2000 الى غاية الفترة الحالية 2017-2018.

منهج الدراسة :

لقد استخدمنا في هذه الدراسة كل من المنهج الوصفي في الجانب النظري حيث تطرقنا لمفهوم صناديق الثروة السيادية و مكانتها على الساحة المالية الدولية بشكل عام ،ومن أجل استعراض التجارب الرائدة لأهم صناديق الثروة السيادية (النرويج ،أبوظبي ،سنغافورة و الصين)،بالإضافة الى استعراض تجربة صندوق ضبط الإيرادات الجزائري محل الدراسة في هذه الأطروحة ،والمنهج التحليلي(المنهج الاستقرائي) في الجانب التطبيقي من أجل تقييم مدى فعالية صندوق ضبط الإيرادات الجزائري ومدى نجاحه في تحقيق الأهداف المرسومة له ،من خلال تحليل وتقييم البيانات و المعطيات المتعلقة بالاقتطاعات المالية من صندوق ضبط الإيرادات و الموجهة سواء لتمويل العجز الموازي أو تخفيض الدين العمومي خلال الفترة 2000-2017 ،مدعما بدراسة قياسية باستخدام برنامج eviews7 وذلك من أجل الاجابة على الفرضية الثانية .

الدراسات السابقة :

رغم أنه تم تسليط الضوء على عالم صناديق الثروة السيادية لدى الرأي العام و صناعات السياسات بشكل متأخر جدا مقارنة بتاريخ تواجدها فعلا على الساحة المالية الدولية ،الا أنه نال قسطا كبيرا من البحوث والدراسات التي اهتمت بموضوع هذه الفئة من المستثمرين السيادين في مختلف الجوانب الاقتصادية على المستوى الكلي و الجزئي ،يمكن تناول أهم الدراسات و الأوراق البحثية التي تناولت موضوع صناديق الثروة السيادية بشكل عام وصندوق ضبط الإيرادات الجزائري بشكل خاص كما يلي :

● أهم الدراسات الأولى التي رصدت ظاهرة صناديق الثروة السيادية و التي تم تقديمها من طرف الباحث

الاقتصادي أندرو روزانوف Andrew Rozanov :

-Andrew Rozanov,"who holds the wealth of nations?", article ,state street global advisors,August 2005.

حيث قام الباحث برصد صعود فئة جديدة من المستثمرين المؤسسيين و المتمثلة في صناديق الثروة السيادية ،كما ركز على أهمية دراسة و تسليط الضوء على هذا النوع من المستثمرين لأسباب تتمثل في ارتفاع المتواصل لحجم الأصول المالية التي تديرها هذه الصناديق ،وباعتبارها وحدات متميزة الخصائص تسعى لتحقيق أغراض تتعلق بالأهداف الاقتصادية الكلية لاقتصاديات البلدان المالكة لها ، وارتفاع حجم الاحتياطات الصرف

المقدمة العامة

الأجنبية خصوصا صناديق الثروة السيادية النفطية خلال فترة الدراسة التي تم فيها رصد ظاهرة صناديق الثروة السيادية .

- أهم الدراسات التي اهتمت بمفاهيم الحوكمة و الشفافية لصناديق الثروة السيادية :

-celestececilia Moles lo turco, Sovereign Wealth Fund:From Transparency To Sustainability , article, sovereign wealth fund center ,2013.

سلطت الباحثة في هذه الدراسة الضوء على أهمية الحوكمة و الشفافية لصناديق الثروة السيادية باعتباره موضوع مهم بالنسبة لكل من مالكي صناديق الثروة السيادية و البلدان المضيفة لاستثمارات هذه الأخيرة ، كما ركزت على دور مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية IWGSWF ودورها في تقريب الآراء حول القضايا المهمة بخصوص هذه الصناديق وتسهيل فهم المبادئ و الممارسات العامة لمبادئ سنتياغو، كما أكدت على الدور المهم الذي يمكن أن تلعبه هذه الصناديق في تحقيق التنمية المستدامة .

- أهم الدراسات التي تناولت واقع صناديق الثروة السيادية على الساحة المالية العالمية لدينا :

-Tamara Gomes ,"The Impact of sovereign wealth fund on international finanancial stability",Discution paper ,Bank of Canada,2008.

درس الباحث الآثار الايجابية و السلبية الناجمة عن استثمارات صناديق الثروة السيادية على استقرار النظام المالي الدولي باعتبارهم مستثمرين مؤسساتين على المدى الطويل ،أهم النقاط التي توصلت اليها هذه الدراسة الى أنه من الممكن أن تساهم هذه الصناديق في استقرار النظام المالي الدولي من خلال تعزيز الأداء الجيد للأسواق المالية ، كما أنه من الممكن أن يكون لهذه الصناديق اعتبارات سياسية محتملة أو أهداف ذات دوافع أخرى غير متعلقة بتعظيم العوائد المالية .

-Surendranth R.jory,Mark J.Perry.Thomas A. Hemphil,"The role Of Sovereign Wealth Fund In Global Financial Intermidiation ",Thundebird International Business Review-vol.52.No6,November/December2010.

حيث قام الباحثون من خلال هذا المقال بإعطاء فكرة كاملة عن ماهية صناديق الثروة السيادية وخلفيتها التاريخية بالإضافة الى الأهداف الأساسية المتعلقة باستثمارات صناديق الثروة السيادية وكيفية تسيير أصولها المالية

المقدمة العامة

من خلال المحافظ المرجعية التي تتولى ادارتها ،وفي الأخير تم تقديم توصيات فيما يخص تسهيل دور صناديق الثروة السيادية في الوساطة المالية الدولية .

● أهم الدراسات التي اهتمت بدراسة استثمارات صناديق الثروة السيادية في الأسواق المالية الدولية وفهم الأهداف الاستثمارية التي تقود قرارات تكوين المحفظة ،حيث ركزت على دراسة تأثير استثمارات صناديق الثروة السيادية على المؤسسات المدرجة في البورصة و ذلك باستخدام منهجية الحدث الاقتصادي event study ،أهم الأوراق البحثية نوردها كما يلي :

-Hélén Raymond,"The effect Of Sovereign Wealth Fund 'Investements On Stock Market ,working paper, Université Paris Oust Nanterren,20 November 2008.

في هذه الدراسة قامت الباحثة بتقييم ردة فعل السوق المالي عند اعلان صندوق ثروة سيادي عن استثماره في مؤسسة مالية مدرجة في البورصة ،باستخدام منهجية دراسة الحدث لعينة من 50 صندوق ثروة سيادي حول العالم خلال الفترة 2005-2008،أهم نتائج الدراسة تمثلت في الاعلان عن امتلاك أو حصول صندوق ثروة سيادي على حصة في المؤسسة يكون له تأثير ايجابي مؤقت على سعر سهم المؤسسة المستهدفة بحث أن هذا الأثر ليس دائم ، ومن خلال عينة جزئية اهتمت الباحثة بدراسة تأثير استثمارات صناديق الثروة السيادية خلال أزمة الرهن العقاري للفترة جويلية 2007-جويلية 2008 أظهرت النتائج تأثير غير دائم على سعر سهم المؤسسات و هذا يرجع الى أن الأسواق غير مقتنعة بأن صناديق الثروة السيادية وحدها لديها القدرة على استرجاع وضعية البنوك المعنية خلال الأزمة المالية العالمية 2008 حسب اعتقاد الباحثة .

-Nathan Mauck.Sofia johan.April Knill ,Determinants Of Sovereign Wealth Fund Investement In Private Equity,Discussion paper, University of tillburg, November 2010.

من خلال هذه الورقة البحثية تم تحليل نمط الاستثمار ل 50 صندوق ثروة سيادي في العالم ، وجد الباحثون أن مستوى تشريع البلد (البلد المستهدف من قبل استثمارات صناديق الثروة السيادية)،الاختلاف في مستوى التشريع بين البلد المضيف لاستثمارات الصناديق و البلد المالك لهذه الصناديق ،ومستوى الارتباط بين الأسواق المالية للبلدين كلها عوامل تؤثر على نسبة استثمار صناديق الثروة السيادية في الأسهم الخاصة مقابل

المقدمة العامة

الأسهم العامة ، كما أن هذه الصناديق تستفيد من الفرص لتنويع محافظها في أسواق البلدان التي لها ارتباط سلمي مع السوق البلد المالك لصندوق الثروة السيادي .

-Luisa Anderloni-Daniela Vandone ,Sovereign Wealth Fund Investements In The Banking industry, Working Paper, Universita degli di Milano, December 2012.

من خلال هذه الورقة البحثية قامت الباحثتان بالتحقق من الأثر المالي لاستثمارات صناديق الثروة السيادية في أسهم البنوك الأوروبية وبنوك أمريكا الشمالية خلال الأزمة المالية 2008 ، حيث أن هذه البنوك المستهدفة يكون حجمها كبير في تصنيف المصارف المالية على مستوى بلدانها ، أهم نتائج الدراسة تمثلت في أن صناديق الثروة السيادية غالبا ما تأخذ حصص صغيرة في البنوك التي تستثمر فيها ، كما أن مساهمة هذه الصناديق ساهمت في تحسين كفاية رأس المال للبنوك التي استثمرت فيها حيث أظهر هذه البنوك مستوى رأسملة عال خلال السنتين الأخيرتين بعد الأزمة المالية 2008.

-Alexander Dyck, Adair Mörse ,sovereign wealth fund portfoilos , Working paper, December 2011.

من خلال هذه الورقة البحثية قام الباحث بتحليل المحافظ المالية لصناديق الثروة السادية لمحاولة فهم الأهداف الاستثمارية التي تقود قرارات تكوين المحفظة ، كما قام بالمقارنة بين هدفين أساسيين محفظة ذات هدف استثماري حيث يقوم مسيري الصندوق بتنويع الأصول من خلال القطاعات الاقتصادية و الصناعات ، و محفظة ذات أهداف تطويرية التي تهدف الى التركيز على قطاعات و صناعات معينة ، وذلك من أجل تفسير تنويع المحافظ المالية و حصص المساهمين .

● أهم الدراسات التي اهتمت بدراسة صندوق ضبط الإيرادات الجزائري ، تتمثل في أطروحة الدكتوراه للباحث الاقتصادي :

-بوفليح نبيل ، "دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية (الواقع و الأفاق مع الاشارة الى حالة الجزائر" ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية فرع نقود و مالية ، جامعة الجزائر 3، 2010-2011.

المقدمة العامة

في هذه الدراسة قام الباحث بإجراء تقييم خاص لصندوق ضبط الإيرادات الجزائري حيث توصل الباحث إلى أن الصندوق نجح في تحقيق الأهداف المحددة له من خلال مساهمته في تخفيض المديونية العمومية الداخلية والخارجية خلال الفترة 2000-2009 بالإضافة إلى مساهمته في استقرار الموازنة العامة من خلال تمويل العجز الموازي ، كما قام أيضا بإجراء تقييم عام من خلال المقارنة بين تجريتي الجزائر و النرويج حيث يرى الباحث أن الصندوق يعاني من عدة نقائص تشمل حوكمته و كيفية تسييره ، كما أن عدم تطوير و تعديل صندوق ضبط الإيرادات يؤدي إلى تحمل الجزائر تكلفة ضياع الفرصة البديلة لعدم استثمار أصوله المالية من أجل تحقيق عوائد إضافية ، في الأخير قدم الباحث اقتراحات بشأن تعديل وتطوير صندوق ضبط الإيرادات .

الخطوة : تم تقسيم هذا البحث إلى جزئين كالتالي :

الجزء الأول : بعنوان استثمارات صناديق الثروة السيادية في الأسواق المالية الدولية يتضمن ثلاثة فصول كالتالي :

-الفصل الأول : نستعرض في هذا الفصل الإطار النظري لصناديق الثروة السيادية وواقعها، من خلال توضيح المفاهيم المتعلقة بها كمستثمر سيادي ،الهدف من انشائها ،حوكمة و شفافية هذه الصناديق ،بالإضافة إلى استعراض مساهمتها في النظام المالي الدولي من خلال تسليط الضوء على استثماراتها في الأسواق المالية الدولية .

-الفصل الثاني : في هذا الفصل استعرضنا الإطار النظري المتعلق بالأسواق المالية وكيفية تخصيص الأصول والاستثمار في المحفظة المالية من خلال التطرق إلى نظرية المحفظة الحديثة Modern Portfolio Theory ،والمفاهيم الأساسية المتعلقة بالإدارة المرجعية للمحافظ الاستثمارية Benchmark Portfolio.

-الفصل الثالث : في هذا الفصل قمنا بعرض تجارب لصناديق ثروة سيادية رائدة ،من خلال استعراض تجارب لصناديق ثروة سيادية نفطية تجرية الصندوق الحكومي الاجمالي النرويجي GPF وهيئة أبوظبي للاستثمار ADIA في الامارات العربية المتحدة ،وصناديق ثروة سيادية غير نفطية وذلك من خلال عرض تجربة شركة الاستثمار السنغافورية GIC و شركة تماسك Temasek القابضة في سنغافورة و شركة الاستثمار الصينية CIC ،كما قمنا بإجراء مقارنة بين تجارب هذه الصناديق .

المقدمة العامة

الجزء الثاني: بعنوان تجربة صندوق ضبط الإيرادات الجزائري (الواقع و الأفاق) ، يتضمن فصلين كالتالي :

-**الفصل الرابع:** في هذا الفصل قمنا بعرض تجربة صندوق ضبط الإيرادات الجزائري، من خلال اجراء تقييم مفصل عل أساس مصدر تمويله وطبيعة استخداماته، ومدى فعالية هذه الأهداف و المهام المرسومة له من الناحية الاقتصادية ومساهمتها في تحقيق دفع للاقتصاد الوطني، وأدائه خلال صدمة انخفاض أسعار البترول المسجلة منذ منتصف جوان 2014 .

الفصل الخامس: حاولنا في هذا الفصل تقديم اقتراحات تخص كيفية تسيير واستثمار الأصول المالية لصندوق ضبط الإيرادات الجزائري، حيث ركزنا على سياسة الاستثمار وتخصيص الأصول في المحفظة المرجعية، وذلك انطلاقا من تجارب الصناديق السيادية الرائدة ونتائج تقييم الصندوق المتوصل اليها في الفصل السابق .

الجزء الأول

استثمارات صناديق الثروة السيادية في

الأسواق المالية الدولية

الفصل I: صناديق الثروة السيادية مستثمر مؤسساتي فاعل في الاقتصاد العالمي

الفصل II: الاطار النظري للاستثمار في الأسواق المالية الدولية

الفصل III: عرض تجارب صناديق ثروة سيادية رائدة

الجزء الأول : استثمارات صناديق الثروة السيادية في الأسواق المالية الدولية

مقدمة الجزء الأول:

لقد عرفت اقتصادات الأسواق الناشئة و الدول المصدرة للخام خلال بداية الألفية الأولى تدفقات رأس المال و احتياطات كبيرة من النقد الأجنبي ،وقد عزز هذا صعود مجموعة معينة من الكيانات المالية الفاعلة و المتمثلة في صناديق الثروة السيادية، و التي تختلف عن بعضها البعض من حيث مصادر تمويلها و الأهداف التي أنشأت من أجلها .

ان الصعود القوي لصناديق الثروة السيادية مقارنة بالمستثمرين المؤسساتيين الآخرين ،ونموها المتسارع من حيث الحجم و العدد ،أثار نقاش و جدل حول استثمارات صناديق الثروة السيادية في الأسواق المالية الدولية ودورها في النظام المالي الدولي ،حيث يرى¹ بعض الاقتصاديين مثل Christopher Balding أنه ليس هنالك دافع وراء استثمارات صناديق الثروة السيادية غير تعظيم العائد على الاستثمارات ،في حين يرى بعض الاقتصاديين الآخرين مثل Simon Jhonson مشكلة في ارتفاع حجم ونشاط هذه الصناديق باعتبار أن لها ارتباط وثيق مع حكومات الدول المالكة لها ،الأمر الذي يتعارض مع فكرة الحرية الرأسمالية ،وبأنها عبارة عن أدوات استثمار مصممة لحماية مصالح البلدان المالكة لها ،وأنها تهدف من وراء توظيف أصولها الحصول على المعلومات التكنولوجية و الأسرار التجارية للبلدان التي تستثمر فيها .

ومن أجل تسليط الضوء على واقع و طبيعة استثمارات صناديق الثروة السيادية في الأسواق المالية الدولية كان لابد لنا من التطرق الى المحاور التالية ،والمترتبة بتحديد هوية هذا النوع من المستثمرين المؤسساتيين واستثمارات صناديق الثروة السيادية في الأسواق المالية الدولية ،بالإضافة الى عرض أهم تجارب صناديق الثروة السيادية الرائدة في العالم من خلال عرضها في شكل فصول كالتالي :

-الفصل الأول :صناديق الثروة السيادية مستثمر مؤسستي فاعل في الاقتصاد العالمي .

-الفصل الثاني :الاطار النظري للاستثمار في الأسواق المالية الدولية .

-الفصل الثالث :عرض تجارب لصناديق ثروة سيادية رائدة .

¹ Richard Shrimbor , *The Impact Of Sovereign Wealth Funds Investments on Listed United States Companies* ,economics honors thesis,29 April 2009,p6-7.

الفصل الأول

صناديق الثروة السيادية مستثمر مؤسسي فاعل في

الاقتصاد العالمي

المبحث 01: الاطار النظري لصناديق الثروة السيادية.

المبحث 02 : حوكمة و شفافية صناديق الثروة السيادية.

المبحث 03:صناديق الثروة السيادية مستثمر نشط في الأسواق المالية الدولية .

تمهيد الفصل الأول:

لقد تم تسليط الضوء على صعود صناديق الثروة السيادية من قبل الرأي العام الدولي وصناع السياسات باعتبارها فئة من الكيانات المؤسسية العابرة للحدود، خصوصا في أعقاب الأزمة المالية العالمية الأخيرة لسنة 2008، رغم أنه تم انشاؤها منذ عقود طويلة من قبل الحكومات المالكة لها لأجل ادارة مكاسب و فوائض المداخيل الحكومية المتنوعة المصادر، ولتحقيق أهداف تتعلق بتوفير المدخرات للأجيال القادمة والتقليل من آثار الأزمات المالية على اقتصاداتها المحلية .

ارتفاع حجم الأصول المالية المدارة لصناديق الثروة السيادية، وانتشار انشاء صناديق جديدة حاليا أو مستقبلا، وطبيعة التركيز الجغرافي أو القطاعي بالإضافة الى تركيز الأصول المالية الذي تتسم به استثمارات صناديق الثروة السيادية أثار عدة مسائل تتعلق بطريقة تمويل هذه الصناديق ونموها، الأهداف الأساسية للاستثمار، الحوكمة و الشفافية و المعاملة التنظيمية لهذه الصناديق، و الحماية المضادة للاستثمارات السيادية.

كما أن تأثيرها الكبير على مستوى الأسواق المالية الدولية خصوصا في ظل الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، حيث برزت من خلالها صناديق الثروة السيادية كمنقذ من خلال توفيرها السيولة المالية لأكبر المؤسسات المالية الغربية التي عرفت صعوبات مالية كبيرة خلال تلك الفترة وأيضا توجهها نحو أسواقها المحلية لإعادة رأسملة القطاع البنكي الذي تأثر بدوره بالأزمة المالية العالمية ابتداء من النصف الأخير لسنة 2008.

و لتسليط الضوء على ظاهرة و واقع صناديق الثروة السيادية في الاقتصاد العالمي وصعودها ككيان

استثماري عابر للحدود، تطرقنا الى المحاور التالية:

- ماهية واقع صناديق الثروة السيادية على مستوى النظام المالي الدولي .
- حوكمة و شفافية صناديق الثروة السيادية.
- استثمارات صناديق الثروة السيادية في الأسواق المالية الدولية .

المبحث الأول :الاطار النظري لصناديق الثروة السيادية

صناديق الثروة السيادية مستثمر مؤسساتي له وزن مهم ومؤثر في النظام المالي العالمي ، لهذا لا بد لنا من التطرق الى الاطار النظري لصناديق الثروة السيادية من خلال توضيح ماهية صناديق الثروة السيادية في المطلب الأول ، كيفية تصنيف صناديق الثروة السيادية في المطلب الثاني وواقع هذه الصناديق على مستوى النظام المالي الدولي في المطلب الثالث .

المطلب الأول :ماهية صناديق الثروة السيادية

في هذا المطلب سنتطرق الى أهم التعريفات التي وضعت لتحديد مفهوم صناديق الثروة السيادية باعتبارها مستثمر مؤسساتي مهم على الساحة المالية العالمية و أبرز الفروقات و الاختلافات التي تميزها عن أهم المستثمرين المؤسساتيين .

1-تعريف صناديق الثروة السيادية

وصف صناديق الثروة السيادية مهمة نوعا ما صعبة نظرا لطبيعتها وخصائصها المختلفة ،حيث أنها تمثل مجموعة غير متجانسة للغاية مما يجعل من الصعب جدا التقاط كل ما لديها من اختلافات ، فروق دقيقة، وخصائص في تعريف موحد عام، في السنوات الأخيرة كانت هناك العديد من المحاولات لوضع تعريف لهذه الأخيرة حيث أنه هذا هو السبب في أن هناك تعريفات مختلفة عن صناديق الثروة السيادية كما يتضح فيما يلي:

أهم التعريفات المتعلقة بصناديق الثروة السيادية

التعاريف الصادرة عن أهم المؤسسات و مراكز البحوث

تعريف صندوق النقد الدولي IMF:

"صناديق الثروة السيادية هي صناديق استثمار مملوكة للحكومة، التي أنشئت لمجموعة متنوعة من أغراض الاقتصاد الكلي، تمول عادة عن طريق تحويلات أصول النقد الأجنبي التي يتم استثمارها على المدى الطويل في الخارج"¹.

تعريف دليل ميزان المدفوعات لصندوق النقد الدولي:

دليل ميزان المدفوعات لصندوق النقد الدولي يقدم تعريف أكثر دقة بعض الحكومات تنشئ صناديق لأغراض خاصة، وعادة ما تسمى² صناديق الثروة السيادية:

" صناديق الثروة السيادية تنشئها وتملكها الحكومة العامة لأغراض الاقتصاد الكلي، وصناديق الثروة السيادية تملك، تسيير، أو تدير الأصول لتحقيق الأهداف المالية، وتوظف مجموعة من الاستراتيجيات الاستثمارية التي

¹ imf,sovereign wealth fund-a work agenda, february 29, 2008,p04.

² imf,balance of payments and internationa investement positions manual, 6th edition,paragraphe 6.93,p115.

تشمل الاستثمار في الأصول المالية الأجنبية، هذه الصناديق تنشأ من فوائض ميزان المدفوعات، والعمليات الرسمية للنقد الأجنبي ، عائدات الخصخصة والفوائض المالية العامة و / أو الإيرادات المتحققة من الصادرات السلعية".

تعريف مجموعة العمل الدولية (IWG-SWF)¹ لصناديق الثروة السيادية :

"هي صناديق أو ترتيبات للاستثمار ذات غرض خاص تملكها الحكومة العامة، وتنشئ الحكومة العامة صناديق الثروة السيادية لأغراض اقتصادية كلية، وهي تحتفظ بالأصول أو تتولى توظيفها أو ادارتها لتحقيق أهداف مالية، مستخدمة في ذلك استراتيجيات استثمارية تتضمن الاستثمار في الأصول المالية الأجنبية وتنشأ صناديق الثروة السيادية في العادة معتمدة على فوائض ميزان المدفوعات، أو عمليات النقد الأجنبي الرسمية، أو عائد الخصخصة، أو فوائض المالية العامة، أو الإيرادات المتحققة من الصادرات السلعية، أو كل هذه الموارد مجتمعة."²

يعد هذا التعريف أكثر دقة لأنه يستبعد جملة من الأمور مثل: أصول احتياطات النقد الأجنبي التي تحتفظ بها السلطات النقدية لأغراض التقليدية المتعلقة بميزان المدفوعات أو السياسة النقدية و المنشآت التقليدية للدولة وصناديق المعاشات التقاعدية لموظفي الحكومة، و الأصول التي تدار لصالح الأفراد.

تعريف معهد صناديق الثروة السيادية³ (SWFI):

"صناديق الثروة السيادية هي صناديق أو وحدات استثمار تملكها الحكومات ، تنشأ بشكل عام من فوائض ميزان المدفوعات، عمليات احتياطات النقد الأجنبي الرسمية، عوائد الخصخصة، مدفوعات التحويلات الحكومية، الفائض الجبائي و/أو الإيرادات الناتج عن الصادرات السلعية، تعريف صناديق الثروة السيادية يستثني أصول احتياطات النقد الأجنبي التي تملكها السلطات النقدية من أجل أهداف السياسة النقدية، المؤسسات العامة التي تملكها الدولة بمفهومها التقليدي (SOEs)، صناديق المعاشات التقاعدية لموظفي الحكومة (تأسس من قبل الموظفين /مساهمات الموظفين)، أو الأصول المدارة لصالح الأفراد"⁴.

تعريف وزارة الخزانة الأمريكية United State Département Of Treasury:

"هي أداة استثمارية حكومية تعمل من أصول النقد الأجنبي، وتدير هذه الأصول بشكل منفصل عن الاحتياطات الرسمية و السلطات النقدية(البنك المركزي و الاحتياطات ذات الصلة بمهام وزارة المالية)"⁵.

¹ IWG مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية أنشئت في 30 أبريل -1 ماي 2008 من أجل التنسيق والعمل مع صندوق النقد الدولي .

² hamad al hurr al suwaidi.jaime caruana , " generally accepted principles and practices (gapp) -santiago principles", imf -international working group of sovereign wealth funds, 2008 .

³ معهد صناديق الثروة السيادية منظمة عالمية تحتم بدراسة صناديق الثروة السيادية ،صناديق النفقات،البنوك المركزية و المستثمرين العموميين على المدى الطويل.

⁴ www.swfinstitute.org. what is a sovereign wealth fund? Consulté le 19/11/2016.

⁵ Martin a. Weiss ,crs report for congress:swf back ground and policy issues for congress, september 3,2008.p04.

تعريف منظمة التعاون و التنمية الاقتصادية(OCDE):

"صناديق الثروة السيادية هي مجموعات من الأصول التي تملكها وتديرها الحكومات بشكل مباشر أو غير مباشر لتحقيق الأهداف الوطنية، قد يتم تمويلها من قبل: احتياطات النقد الأجنبي، بيع الموارد التي تتسم بالنضوب مثل البترول، من الإيرادات العامة للدولة أو مداخيل أخرى"¹.

تعريف البنك المركزي الأوروبي European Central Bank:

"صناديق الثروة السيادية هي وكالات للاستثمار العام، تدير جزء من الأصول الأجنبية للدولة"².

تعريف البنك الألماني Deutsch Bank:

"صناديق الثروة السيادية أو صناديق الاستثمار للدولة هي هيكل مالية مملوكة من قبل الدول التي تملك، تسيير، أو تدير الأموال العامة وتستثمرها في مجموعة واسعة من الأصول المتنوعة وتستمد أموالها بشكل رئيسي من السيولة الفائضة في القطاع العام النابعة من الفوائض المالية للحكومة أو من الاحتياطات الرسمية لدى البنوك المركزية"³.

تعريف⁴ The Sovereign Investment Lab's (SIL) أو مخبر الاستثمار السيادي:

صناديق الثروة السيادية هي أجهزة استثمارية التي :

- 1- تملكها حكومات سيادية بشكل مباشر.
 - 2- تدار بشكل منفصل عن المؤسسات المالية و السياسية للدولة.
 - 3- ليس لها التزامات مالية صريحة (⁵ هذا يعني أن الصندوق لا يمول بمساهمات أصحاب المعاشات ولا يوجد التزامات تجاه المواطنين الأفراد).
 - 4- تستثمر في مجموعة أصناف متنوعة للأصول المالية من أجل تحقيق العائد التجاري.
 - 5- حصة كبيرة من استثماراتها المعلن عنها تتم في الخارج(الأسواق الخارجية).
- حسب هذا التعريف صناديق الثروة السيادية لديها⁶ هوية مؤسسية مستقلة (لا تتم إدارتها من قبل البنك المركزي أو وزارة المالية) وتستثمر من أجل العائد المالي على المدى الطويل على عكس البنوك المركزية ، صناديق استقرار، أو صناديق التقاعد العامة ،صناديق الثروة السيادية ليس لها التزامات مالية صريحة من أجل الاستقرار أو مساهمات المعاشات، بحيث يمكن أن يكون لها قدر كبير من الأصول الخطرة و الغير السائلة من أجل تحقيق

¹ Blundell-wignall, a., y. hu and j. yermo, **sovereign wealth and pension fund issues**. oecd working papers on insurance and private pensions wo:14. "2008". oecd publishing.p:02.

² Roland beck , michael fidora, **the impact of sovereign wealth fund on global financial market**, occasional paper n 91,july2008.p06.

³ Steffen kern, **sovereign wealth funds-states investement rise**,deutsch bank reasearch ,september 10,2007.p02

⁴ مخبر الاستثمار السيادي، يتبع اتجاهات نشاط صناديق الثروة السيادية في جميع أنحاء العالم ويجري الأبحاث حول صعود الدول كمستثمر في الاقتصاد العالمي.

⁵ Bernardo Bortolotti, Veljko Fotak, William L. Megginson, **the rise of s w f :difinition, organization, and governance**, Baffi Center Research Paper, No2014 -163, December 2014, p05.

⁶ Bernardo Bortolotti, Veljko Fotak , Laura Pellizzola , **"the great reallocation" sovereign wealth fund** ,annual report 2013,p07.

عوائد أعلى ، وهذه الصناديق لديها استراتيجية توزيع الأصول التي تضم مجموعة واسعة التي يمكن أن تشمل: الأسهم، السندات والأسهم الخاصة، العقارات، وصناديق التحوط، الصناديق المتداولة في البورصة، والعقود الآجلة والسلع .. الخ.

هذه الاستثمارات تتم بشكل مباشر (من خلال استثمارات الشركات التابعة لصناديق الثروة السيادية) أو من خلال مسيري الأصول (توظيف مدراء أو مسيرين)، و تستثمر في الأسواق المحلية أو العالمية.

التعاريف الصادرة عن أهم المفكرين و الباحثين الاقتصاديين

تعريف **Anderew Rozanov**:

"صناديق الثروة السيادية هي نتاج فوائض الميزانية الوطنية التي تراكمت على مر السنين ، بسبب ظروف اقتصادية كلية مناسبة، و وضعية مالية و تجارية جيدة الى جانب تقييد الانفاق و تخطيط الميزانية على المدى الطويل، يتم انشاء هذه أجل الصناديق من أجل واحد من هذه الأسباب أو أكثر:

حماية الميزانية و الاقتصاد من التقلبات المفرطة للإيرادات ،مساعدة السلطات النقدية في تعقيم السيولة الغير المرغوب فيها ،تخصيص مدخرات للأجيال القادمة ،أو استعمال الأموال من أجل التطوير الاقتصادي والاجتماعي".¹

يعتبر الباحث² الاقتصادي أندرو روزانوف هو أول من صاغ مصطلح صناديق الثروة السيادية سنة 2005.

تعريف **Edwin Truman**:

"صناديق الثروة السيادية هي مجموعة منفصلة من الأصول المالية التي تملكها أو تسييرها الحكومة و التي تتضمن بعض الأصول المالية الدولية".³

تعريف **Clark, Dixon, Monk**:

"صناديق الثروة السيادية هي صناديق استثمار تملكها و تشرف عليها الحكومة بشكل مباشر أو غير مباشر ليس لها مستفيدين في الخارج أو التزامات (خارج نطاق الحكومة أو المواطنين)، وتستثمر أصولها سواء على المدى القصير أو المدى الطويل وفقا لمصالح و أهداف الراعي السيادي".⁴

¹ Andrew Rozanov ,who held the wealth of nations ?,op .cit ,p01.

² أندرو روزانوف باحث ومحلل اقتصادي لدى شركة state street global advisors أول من صاغ مصطلح صناديق الثروة السيادية ، كما أشار الى الوثيرة السريعة لنمو أصولها ،وانشاءها من قبل دول عديدة في مقاله الصادر سنة 2005 "من يملك ثروة الأمم?".

³ Edwin Truman, a blue print for sovereign wealth fund best practices ,peterson institute, number 03,2008,p:01.

⁴ Celeste Cecilia Lo Turco, **Sovereign Wealth Funds: an Opportunity for Sustainable Development if Properly Managed?**, PhD Dissertation Doctoral Program in Political Theory, LUISS Guido Carli, Academic Year 2013-2014, p12.

هذا التعريف¹ يعد أكثر دقة و شمولية لأنه يأخذ بعين الاعتبار ظواهر أخرى مثل المساهمين و الالتزامات.

تعريف Caroline Bertin Delacour :

"صناديق الثروة السيادية هي أجهزة استثمارية للدولة ،تمول من احتياطات نقد أجنبي أخرى غير الاحتياطات الرسمية، من أجل أهداف اقتصادية كلية ،تستثمر على المدى الطويل في أصول أجنبية و ليست لها التزامات على المدى الطويل"².

سبعة خصائص مشتركة قد تتوافر لدى معظم الصناديق لتندرج تحت هذا المفهوم هي كالتالي:

- 1- تملكها أو تحكمها الدولة، معيار السيادية الذي يفرق بين صناديق الثروة السيادية عن صناديق الاستثمار وصناديق التحوط.
- 2- تسيير احتياطات النقد للدولة ،هذه الاحتياطات مصدرها صادرات المواد الأولية أو صادرات السلع المصنعة و فائض الميزانية.
- 3- تسيير هذه الاحتياطات بشكل منفصل عن الاحتياطات الرسمية للسلطات النقدية، و هذا ما يميزها عن البنوك المركزية.
- 4- تستجيب لأهداف اقتصادية كلية محددة ،ولا سيما تنويع الناتج المحلي والادخار من أجل الأجيال القادمة.
- 5- تتبع استراتيجيات استثمارية طويلة المدى و تفضل الاستثمار في أصول عالية المخاطر.
- 6- تستثمر خصوصا في الأصول الأجنبية وبالتالي نستثنى الصناديق التي تستثمر في الأصول الوطنية.
- 7- ليس لها التزامات صريحة(أي التزامات تتطور على المدى الطويل)،وهذا الذي يميزها عن صناديق التقاعد، على وجه الخصوص لا تستخدم الديون.

¹Idem.

² Caroline Bertin Delacour ,les fonds souverains :ces nouveaux acteur a l'économie mondial, Les Echos Editions,paris,2009,p21.

2-أسباب انشاء صناديق ثروة سيادية:

- تقوم حكومات الدول بإنشاء صناديق الثروة السيادية لتحقيق أهداف يتمثل أهمها في ما يلي¹ :
- القدرة على أداء دور الاحتياط بالنسبة للدولة المالكة لها ،بتحويل جزء من عوائدها لتصبح لصالح الأجيال القادمة.
 - تنويع الإيرادات خارج مصادر الناتج المحلي الخام من خلال تطوير أنشطة و قطاعات اقتصادية جديدة ليس لها ارتباط بقطاع استخراج و تصدير المواد الأولية .
 - العمل على تحقيق الاستقرار من خلال امتصاص الصدمات (السلبية) الناتجة عن الانخفاض المؤقت في أسعار المواد الأولية وتغطيتها .
 - امتصاص الصدمات (الايجابية)الناجمة عن ارتفاع أسعار المواد الأولية أو ما يعرف بالعللة الهولندية .
 - المساهمة في دعم الاستقرار المالي العالمي و السيولة الدولية في أوقات الأزمات المالية وتحقيق التنمية المستدامة.
 - تساهم صناديق الثروة السيادية في تنويع المحفظة الاستثمارية و تركز على العائد بدلا من ادارة الأصول الاحتياطية في البنوك.

3 -صناديق الثروة السيادية و المستثمرين المؤسساتيين الآخرين

- يجب التفرقة بين صناديق الثروة السيادية وبعض²المستثمرين المؤسساتيين الآخرين على الرغم من وجود بعض الخصائص و الميزات المشتركة تتميز صناديق الثروة السيادية³ عن غيرها من المستثمرين المؤسساتيين كالتالي :
- البنوك المركزية:** البنوك المركزية مثل صناديق الثروة السيادية تحتفظ باحتياطات الصرف الأجنبي ولكن لغرض مختلف فهي :

- مسؤولية عن إدارة السياسة النقدية وتعزيز الاستقرار المالي والأسعار، يجب أن تكون قادرة على مواجهة تقلبات سعر الصرف بسرعة وأن تقوم بضخ السيولة في السوق النقدية ،حيث انها تسعى الى تحقيق الضمان والسيولة، الأمر الذي يؤدي إلى للاستثمار في المقام الأول في الأوراق المالية القصيرة الأجل وأدوات الدين العام(سندات الخزينة ،خصوصا سندات الخزينة الأمريكية، سندات الدولة) والمعادن الثمينة، مثل الذهب.
- على العكس من ذلك، صناديق الثروة السيادية لديها أفق الاستثمار طويل الأجل و تهدف الى زيادة العائد على جزء من الأصول الاحتياطية التي تجاوزت احتياجات السياسة النقدية، وبالتالي هي أقل حساسية من البنوك المركزية تجاه التقلبات قصيرة الأجل، تستثمر في أصول أقل سيولة وأكثر خطورة (السندات الشركات،

¹ د صفاء عبد الجبار الموسوي ،د واثق علي محي المنصوري ،اقتصاديات صناديق الثروة السيادية، دار الأيام للنشر و التوزيع ،الطبعة الأولى ،عمان ،الأردن ،ص40-41

² المستثمرين المؤسساتيين أو مالكي الأصول هم منظمات أو كيانات التي تجمع الموارد المالية من أجل الاستثمار في السندات و الأصول، حيث أن بعض المستثمرين المؤسساتيين يمكن أن يلعبوا دور الوساطة المالية بين المقرضين و المقترضين.

³Caroline Bertin Delacour ,op .cit ,pp62-66.

الأسهم، العقارات و الأصول البديلة، من أجل تحقيق العائد الأمثل تقوم البنوك المركزية بنقل جزء من احتياطاتها نحو صناديق الثروة السيادية.

- بعض صناديق الثروة السيادية ليس لها الشخصية القانونية المنفصلة عن البنوك المركزية حيث تكون تابعة لها من حيث التسيير والادارة، مثل البنك النرويجي في النرويج ومؤسسة SAMA في العربية السعودية وفي بعض الحالات يكون هناك فصل واضح بين أصول الصندوق و أصول الاحتياطيات الرسمية مثل شركة الاستثمار السنغافورية GIC في سنغافورة و KIC في كوريا الجنوبية.

صناديق الثروة السيادية التي تستجيب لتحقيق أهداف استقرار إيرادات مداخيل المواد الخام ي تفضل الاستثمارات الآمنة و السائلة، في حين بعض البنوك المركزية تبنت استراتيجيات استثمار نشطة مثل SAFE المؤسسة المنظمة لاحتياطيات البنك المركزي الصيني حيث يكون أحيانا منافس لشركة الاستثمار الصينية CIC في بعض الحصص الاستراتيجية.

صناديق التقاعد:

صناديق التقاعد Pension Fund أو صناديق المعاشات التقاعدية هي عبارة عن مستثمر مؤسساتي تدير أموال من مساهمات الموظفين لضمان راتب تقاعدي مدى الحياة، تمويل غالبا من مساهمات الموظفين، في البلدان الأنجلو سكسونية هذه المساهمات قد تكون الزامية و في بعض البلدان الأخرى قد تكون طوعية، صناديق المعاشات التقاعدية لها خمسة خصائص تميزها عن صناديق الثروة السيادية نذكرها كالتالي:

- مصدر تمويلها من خلال مساهمات الموظفين في حين صناديق الثروة السيادية تمويل من خلال فوائض الحساب الجاري أو فوائض الميزانية.
- صناديق النفقات تدير أموالها بالعملة المحلية في حين صناديق الثروة السيادية تدير أصولها بالعملة الأجنبية .
- لديها التزامات واضحة ترتبط بدفع مبالغ مالية للمتقاعدين في حين أن الصناديق السيادية ليس لديها التزامات مالية محددة .
- صناديق التقاعد تعود حساباتها في النهاية الى المستفيدين من المعاشات (الأفراد المتقاعدين) في حين حسابات صناديق الثروة السيادية تعود الى ملكية الحكومة.
- من أجل تمويل المعاشات التقاعدية للمتقاعدين في المستقبل، صناديق التقاعد تهدف في المقام الأول لتكرار أداء مؤشر السوق من أجل الحفاظ على ملاءتها وحماية قيمة رؤوس أموالها، فهي تبحث عن استثمارات آمنة في بلدانها الأصلية (مثل السندات بسعر فائدة ثابت)، على العكس من ذلك صناديق الثروة السيادية تستثمر في المقام الأول خارج حدودها وفي الأصول المحفوفة بالمخاطر.

ومع ذلك، تجب الإشارة الى أن صناديق التقاعد أصبحت تستثمر أكثر وأكثر في الخارج وفي أصول متنوعة، في حين أن بعض صناديق الثروة السيادية التي تقوم بإدارة المحافظ المالية تتبنى مقارنة مالية بحتة مشابهة للاستراتيجية لصناديق التقاعد مثل صندوق الثروة السيادي النرويجي الذي تشبه استراتيجيته أو تقترب من الاستراتيجية الاستثمارية لصندوق التقاعد¹ CALPERS في كاليفورنيا.

المؤسسات العمومية الاقتصادية:

المؤسسات العمومية الاقتصادية مثل صناديق الثروة السيادية تتم ادارتها من قبل الحكومة والغرض الرئيسي منها:

- إنتاج السلع أو تقديم الخدمات على وجه الخصوص نجدها في قطاع الخدمات العامة و البنية التحتية وأيضا في مجالات الطاقة ، النقل و الاتصالات ومن أمثلة ذلك الشركة الروسية العملاقة غاز بروم ، وCNOOC في الصين و TAQA في أبوظبي .
- صناديق الثروة السيادية هي أيضا تملكها و تديرها الحكومة و لكن بهدف توظيف الأموال وتحقيق عوائد من الاستثمارات حيث أن صناديق الاستثمار هي أدوات مالية استثمارية.
- يجب أن نفرق بين² المؤسسات العامة المملوكة من قبل الدولة State –Owned Enterprise و مؤسسات الثروة السيادية Sovereign Wealth Enterprise حيث أن هذه الأخيرة أدوات استثمارية تنشئها صناديق الثروة السيادية لأسباب منها المرونة في التسيير حيث يمكن أن تتصرف مؤسسات الثروة السيادية في أصول التي تملكها وفق معايير وقواعد خاصة بها، على عكس صندوق الثروة السيادي الذي يكون ملزم بتفويض محدد للاستثمار، السبب الثاني هو أنه من خلال انشاء صناديق الثروة السيادية عدة مؤسسات سيادية يصعب تعقب حيازتها(الأصول التي تملكها)، نشاطاتها و استراتيجياتها، أو لتجنب أن تصنف كصندوق ثروة سيادي و تسليط الرأي العام حولها.
- المؤسسات الاقتصادية المملوكة للدولة يمكن أن تصنف كمؤسسة ثروة سيادية اذا كانت تحت الادارة و الرقابة المباشرة لصندوق الثروة السيادي.

صناديق التحوط:

صناديق³ التحوط Hedge Fund أو الصناديق البديلة Alternative Fund هي صناديق استثمار خاصة تبحث عن تحقيق عوائد مطلقة، تستخدم مجموعة واسعة من الأدوات و التقنيات المالية مثل البيع على المكشوف و المشتقات المالية .

¹ Calpers California Public Employees Retirement System

نظام التقاعد العام للموظفين في كاليفورنيا

² Sovereign wealth enterprise, <http://www.swfinstitute.org/statistics-research/sovereign-wealth-enterprise-swe/> .consulté le 3/12/2016.

³ Caroline Bertin Delacour ,op. cit,pp66-68.

- صناديق التحوط مثل صناديق الثروة السيادية هي أجهزة مالية ،حيث تعود ملكيتها و ادارتها الى الأفراد الخواص في حين صناديق الثروة السيادية تسييرها و تملكها الدولة .
- مسيري صناديق التحوط يستثمرون في الصناديق التي يقومون بإدارتها ،وهذا لا نجده في صناديق الثروة السيادية.
- التحوط و الاستدانة يلعبان دور أساسي في استراتيجيات صناديق التحوط و دور هامشي في صناديق الثروة السيادية التي تبحث عن أداء مرتبط بمعيار مرجعي.
- صناديق التحوط تتبع استراتيجية انتهاز الفرص و الاستفادة من تقلبات السوق في حين صناديق الثروة السيادية تستثمر على المدى الطويل.

صناديق الاستثمار:

صناديق الاستثمار أو صناديق الأسهم الخاصة Privat Equity هي مثل صناديق الثروة السيادية أدوات استثمار.

- صناديق الأسهم الخاصة تعود ملكيتها للأفراد بينما تعود ملكية صناديق الثروة السيادية الى الدولة المالكة .
 - صناديق الأسهم الخاصة تركز على العائد بينما صناديق الثروة السيادية تركز أكثر على المحافظة على أصولها وتنويعها.
 - صناديق الأسهم الخاصة تسعى إلى تخفيض حجم الاموال المستثمرة وتمويل جزء مهم من مكاسبها من خلال الديون، في حين أن صناديق الثروة السيادية بإمكانها استثمار مبالغ كبيرة .
 - صناديق الأسهم الخاصة تستثمر في الأوراق المالية للمؤسسات الغير مدرجة في البورصة، في حين أن صناديق الثروة السيادية تستثمر في أسهم و سندات مؤسسات مدرجة في البورصة .
 - صناديق الأسهم الخاصة في كثير من الأحيان تتحكم في الشركة التي تستثمر فيها بينما صناديق الثروة السيادية تأخذ حصص صغيرة في المؤسسات التي تستثمر فيها .
 - صناديق الأسهم الخاصة تقوم بتصفية استثماراتها في غضون ثلاثة الى ستة سنوات بينما صناديق الثروة السيادية تستثمر على المدى الطويل.
- أحيانا يمكن أن نجد صناديق الثروة السيادية تستثمر في صناديق الأسهم الخاصة مثل صناديق الثروة السيادية الصينية و الامارات العربية المتحدة التي لها مساهمات في صناديق الاستثمار الأمريكية APPOLO و CARLYLE ،وقد نجد حالات لاستثمارات صناديق الثروة السيادية في مؤسسات غير مدرجة في البورصة مثل استثمارات صناديق الثروة السيادية القطرية الي تحوز على غالبية رأس مال شركة الهندسة الالكترونية Ceglec الغير المدرجة في البورصة .

وفيما يلي الجدول التالي يوضح بعض الفروقات بين صناديق الثروة السيادية و المؤسسات الاقتصادية المملوكة للدولة و صناديق التقاعد العامة.

جدول رقم (1-1): يوضح الفروقات بين صناديق الثروة السيادية وبعض المستثمرين السياديين.

صناديق التقاعد العامة	المملوكة المؤسسات للحكومة	صندوق الثروة السيادية	
المشتركين في الصندوق	مبدئيا الحكومة	الحكومة	ملكية الأصول
يتم تحديد التزامات الصندوق على أساس تحقيق الأرباح	متباين	متباين	الغرض من انشاءها
مساهمات المتقاعدين	الحكومة /الأرباح المحققة	سلعية/غير سلعية	مصدر التمويل
غير مهمة	مهمة	مطلقة	درجة الرقابة الحكومية
وجود شفافية	متباين	متباين	الافصاح
منتظم	منتظم	عالية	نمو ثروة المستثمر
Calpers Teacher retirement system of texas	Chinalco (EDF) electricite de france	China investement corporation Abu Dhabi investement authority	أمثلة

Source: <http://www.swfinstitute.org/statistics-research/difference-in-sovereign-vehicles> ,consulté le 3/12/2016.

الفروقات و الخصائص المشتركة بين المستثمرين المؤسساتيين (Institutional Investor) أو مالكي الأصول يمكن أن تحدد على أساس محددات مثل: الغرض من انشاءها من أجل تحقيق الأرباح أو أهداف أخرى، هيكل الالتزامات أي تحديد طبيعة الالتزامات سواء كانت على المدى الطويل أو القصير، الاستراتيجية الاستثمارية، التنوع أو التركيز في توزيع أصول المحفظة المالية، وجود أهداف اجتماعية أو سياسية، الاطار التنظيمي، و هيكل الرسوم المفروضة على العملاء مثل رسوم الأداء.

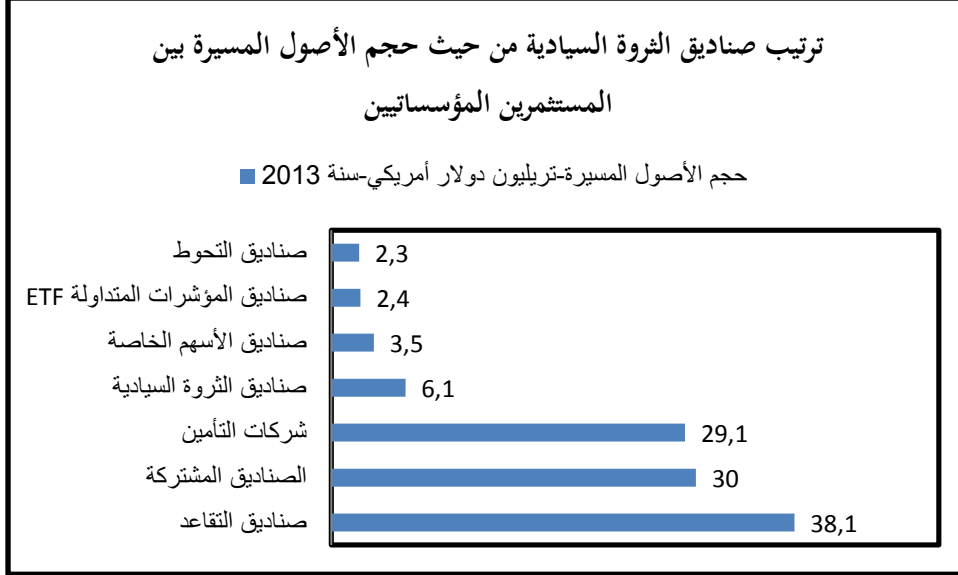
هذه المحددات والميزات¹ هي نفسها التي تحدد كيف يتصرف كل مستثمر مؤسساتي كمالك للأصول

المالية

¹ Serdar Çelik and Mats Isaksson, **Institutional investors and ownership engagement**, OECD Journal: Financial Market Trends, Volume 2013/2,p105.

وفيما يلي الشكل التالي يوضح ترتيب صناديق الثروة السيادية بين المستثمرين المؤسساتيين من حيث حجم الأصول المالية المدارة .

الشكل رقم(1-1): ترتيب صناديق الثروة السيادية من حيث حجم الأصول المسيرة بين المستثمرين المؤسساتيين لسنة 2013



source: The city, UK, THE LEADING WESTERN CENTRE FOR sovereign wealth fund, report ,UK,june 2015,p7.

من خلال الشكل رقم (1-1) نلاحظ أهمية صناديق الثروة السيادية على الساحة المالية الدولية ، باعتبارها فئة كبرى من الكيانات الاستثمارية المؤسسية العابرة للحدود، وهي رابع قوة مالية من حيث الترتيب بعد كل من صناديق التقاعد والصناديق المشتركة و شركات التأمين.

وتحتل المرتبة الأولى¹ في قائمة المستثمر المؤسساتي² البديل (Institutional Investors Alternatives) من حيث حجم الأصول المدارة ، بين كل من صناديق الأسهم الخاصة و³ صناديق المؤشرات المتداولة و صناديق التحوط .

¹Serdar Çelik and Mats Isaksson, op. cit,p100.

²المستثمر المؤسسي البديل هي نوع جديد نسبيا من المستثمرين من حيث ظهورها، ويتم انشاءها كبديل أو كلفة مكملة للمستثمر المؤسسي التقليدي مثل صناديق التقاعد، الصناديق المشتركة و شركات التأمين.

³هي صناديق استثمارية مقسمة إلى وحدات متساوية يتم تداولها في سوق الأوراق المالية خلال فترات التداول المستمر كتداول أسهم الشركات. وتتكون صناديق المؤشرات المتداولة كغيرها من الصناديق من سلة من أسهم الشركات المدرجة في السوق المالي والقابلة للتداول، وتتميز بشكل رئيسي بشفافيتها حيث تتبع هذه الصناديق دائما حركة المؤشرات وتتطابق استثماراتها مع مكونات هذه المؤشرات. وبالتالي يسهل على ملاك وحدات هذه الصناديق معرفة أداء هذه الصناديق من خلال أداء المؤشرات التي تتبعها أو تحاكيها، ويتم شراء وبيع الوحدات عن طريق عروض البيع والشراء خلال فترات التداول . كما تتميز صناديق المؤشرات المتداولة بوجود صانع سوق يعمل على محاكاة أداءها لأداء المؤشرات التي تتبعها وذلك عن طريق أوامر بيع وشراء الوحدات. وتعتبر صناديق المؤشرات أحد أشكال صناديق الاستثمار المتخصصة في الأسهم وتسعى للحصول على عائد ومستوى مخاطر مماثلين لمؤشر السوق.

المطلب الثاني: تصنيف صناديق الثروة السيادية

من خلال هذا المطلب سنستعرض، الأهداف الأساسية لإنشاء صناديق الثروة السيادية، مصدر تمويلها، مسؤولياتها و التزاماتها المالية المحددة من قبل الدولة المالكة لهذا الصندوق، الاطار المؤسساتي و القانوني لإنشاء هذه الصناديق.

1- تصنيف صناديق الثروة السيادية بناء على معيار أهدافها الأساسية:

صندوق النقد الدولي¹ وضع تصنيفات لصناديق الثروة السيادية على أساس أهدافها الأساسية و هي كالتالي :

1-1- صناديق استقرار المالية العامة: هدفها الأساسي حماية الميزانية و الاقتصاد من تقلبات أسعار السلع الأساسية(النفط عادة).

يمكن لصناديق² الاستقرار أن تحمي الاقتصاد والموارد المالية للدول ضد هذه التقلبات، هي مسؤولة أن تكون بديل لدخل ثابت ومتكرر لتقلبات الإيرادات و مشاكل التقلبات الدورية للموارد الطبيعية، وزيادة عائد الإيرادات في فترات ارتفاع أسعار السلع الأساسية بتوظيفها في أدوات مالية غير مرتبطة بسوق المواد الأولية. وهذا هو الهدف الأول من صناديق مثل الهيئة العامة للاستثمار KIA وصندوق الاحتياطي الروسي، وصندوق ضبط الإيرادات في الجزائر، المؤسسة الليبية للاستثمار، صندوق الاستقرار العام الحكومي في سلطنة عمان، وصندوق استقرار مداخل البترول في المكسيك، وصندوق تحقيق الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي الشيلي. تمويل صناديق الاستقرار مصدره عادة فوائض المداخل على أساس الفرق بين السعر الحالي و السعر المرجعي للمواد الأولية، مثل صندوق الاستقرار الاقتصادي و الاجتماعي للشيلي الذي يعتمد على سعر مرجعي تحدده السلطات كل سنة.

هدف الاستقرار ينطبق أيضا على الدول الآسيوية التي تعتمد على إيرادات التجارة الخارجية، صناديق الاستقرار تسمح لها بحماية اقتصادها من تراجع الصادرات أو تغيير في شروط التبادل، وهي أيضا تسهل بقاء الإيرادات الجبائية والمالية للبلد المعني بمعزل عن الدورات الاقتصادية وهذا هدف شركة الاستثمار الحكومية GIC في سنغافورة.

1-2- صناديق المدخرات للأجيال اللاحقة: تهدف الى تحويل الأصول الغير المتجددة الى محافظ تضم أصول متنوعة و لتخفيف آثار³ المرض الهولندي.

¹ Imf,sovereign wealth fund-a work agenda, op.cit,p05.

² Caroline Bertin Delacour , op. cit ,p34.

³ هذه الظاهرة الاقتصادية، سميت بهذا الاسم لأنها نشأت في هولندا 1960، حيث يمكن أن يؤدي ارتفاع الثروة من قطاع التصدير الى افقار القطاعات الاقتصادية الأخرى، ارتفاع صادرات الموارد الطبيعية وبالتالي ارتفاع الإيرادات يؤدي من جهة الى زيادة الاستهلاك المحلي مما يؤدي الى ارتفاع الأسعار، ومن جهة أخرى تدفق العملات الأجنبية يولد ارتفاع قيمة العملة المحلية، ارتفاع الاسعار و معدل الصرف يؤدي الى ارتفاع تكاليف بيع السلع في قطاعات اقتصادية أخرى مما يؤدي الى اضعاف القدرة التنافسية لصادرات البلد.

صناديق الادخار أو صناديق الأجيال القادمة تسمح بالتوزيع العادل لإيرادات الموارد الطبيعية عبر الأجيال، من خلال تحويل الأصول الغير المتجددة الى أصول مستدامة ، كما تسمح هذه الأخيرة بمواجهة الآثار السلبية للاستغلال المفرط للموارد الطبيعية المعروف بالمرض الهولندي و من أمثلة هذه الصناديق هيئة أبوظبي للاستثمار، صندوق المعاشات الحكومي النرويجي .

1-3- مؤسسات استثمار الاحتياطات: تعتبر أصولها على أنها أصول احتياطية وأنشئت لزيادة العائد على الاحتياطات .

تم تصميم بعض الصناديق السيادية لتحسين أداء احتياطات النقد الأجنبي، هذا هو الحال بالنسبة لشركات استثمار الاحتياطات (شركات الاستثمار الاحتياطيات)، التي عرفها صندوق النقد الدولي على أنه "تم إنشاؤها لرفع مستوى أداء أصول الاحتياطات".

جزء من احتياطات النقد الأجنبي ضروري بسبب سياسية النقد وإدارة معدلات الصرف و هي الاحتياطات الرسمية التي يملكها البنك المركزي تتم ادارتها على المدى القصير دون توظيفها في أصول خطيرة(الضمان و السيولة).

من خلال توظيف هذه الاحتياطات في صندوق ثروة سيادي يمكن تسييرها بطريقة أمثل خارج الاطار التقليدي المطبق على توظيف أصول الاحتياطات الرسمية، وذلك من خلال توظيفها في أصول ذات مخاطر عالية ومتنوعة لزيادة العائد، ومن أمثلة هذه الصناديق شركة الاستثمار الصينيةCIC وشركة الاستثمار الكوريةKIC.

1-4-صناديق التطوير: تساعد على تمويل المشاريع الاقتصادية و الاجتماعية في البلد أو تعزز (تطور)السياسات الصناعية التي قد ترفع نمو الانتاج المحتمل في البلد.

صناديق التطويروفقا لصندوق النقد الدولي هي تخدم "تمويل المشاريع الاجتماعية والاقتصادية أو تعزيز السياسة الصناعية لتحفيز نمو الناتج المحتمل لبلد"، يمكن أن تتخذ شكل شركات استثمار قابضة للبلد الأصلي، ويمكن لهذه الصناديق تمويل مشاريع البنية التحتية، واقامة شراكات صناعية أو الاستثمار في القطاعات الاستراتيجية لتطوير البلاد، على سبيل المثال صندوق TEMASEK في سنغافورة، مبادلة MUBADALA في أبوظبي، صندوق الاستثمار العام للسعودية العربية.

1-5-صناديق طوارئ احتياطات التقاعد: التي تمول من مصادر غير مساهمات التقاعد الفردية غير مقترنة بالتزامات تقاعدية صريحة في الميزانية الحكومية .

تهدف بعض صناديق الثروة السيادية لتمويل التزامات تقاعد ضمنية، و تم إنشاؤها لمواجهة العجز المستقبلي لنظام المعاشات التقاعدية بسبب ارتفاع شيخوخة السكان، حيث يقوم الصندوق بتجميع وتوظيف الاحتياطات النقدية ثم يستخدمها للمساهمة في المعاشات التقاعدية عندما تزداد احتياجات تمويل هذه الأخيرة، خلافا لصناديق التقاعد هذه الصناديق ليست لها التزامات تقاعدية واضحة، كما أنها لا تمول من قبل مساهمات

الموظفين أو الشركات حيث تسمح لهم قواعد التمويل الخاصة بهذه الصناديق بتغطية الاحتياجات المستقبلية المقدرة، الا لظروف استثنائية السحب محظور و يتطلب ترخيص السلطات العليا للبلد. ومن أمثلة هذه الصناديق صندوق الثروة الوطني الروسي، صندوق¹ المستقبل الأسترالي وصندوق التقاعد النيوزيلندي و صندوق احتياطات التقاعد الوطني الايرلندي. هذه الأهداف² قد تكون متعددة، أو متداخلة، أو تتغير مع مرور الوقت في بعض البلدان مثل بوتسوانا و روسيا تطورت صناديق الاستقرار الى صناديق ذات أهداف ادخارية، لأن الاحتياطي المتراكمة تجاوزت على نحو متزايد المبالغ اللازمة لتحقيق الاستقرار المالي على المدى القصير ،ان تنوع أهداف صناديق الثروة السيادية يعني اختلاف افاق الاستثمار و اختلاف الموازنة بين المخاطر و العائدات مما يؤدي الى اتباع مناهج متباينة لإدارة هذه الصناديق ،صناديق الثروة السيادية ذات هدف الاستقرار تهتم أكثر بالسيولة و تكون أجالها قصيرة المدى ،بالمقارنة مع صناديق الادخار حيث احتياجاتها من السيولة تكون أقل. وفي ما يلي جدول يستعرض أهم صناديق الثروة السيادية و أهدافها الأساسية.

الجدول رقم(1-2) : صناديق الثروة السيادية و أهم أهدافها الأساسية

اسم الصندوق	البلد	الاستقرار	الادخار	التقاعد	الاستثمار
صندوق الانغولي	أنغولا	✓	✓		
صندوق المستقبل الأسترالي	أستراليا			✓	
صندوق الدولة للبترو	أذربيجان	✓	✓		
صندوق الادخار لأجيال المستقبل	البحرين	✓	✓		
صندوق بولا	بوتسوانا		✓		
هيئة الاستثمار لدولة بروناي	بروناي		✓		
صندوق الثروة ألبرتا	كندا		✓		
صندوق الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي	الشيلي	✓			
صندوق الادخار و التقاعد	الشيلي			✓	

¹ australia futur fund صندوق المستقبل الأسترالي تأسس في سنة 2006، ابتداء من 2020 يمكن السحب من مواردها لتغطية الالتزامات التقاعدية السنوية وتخفيف

الضغط على الموارد المالية الحكومية تحت تأثير شيخوخة السكان.

² Imf, sovereign wealth fund-a work agenda,op.cit,p05,06.

✓				الصين	شركة الاستثمار الصينية
		✓		غينيا الاستوائية	صندوق الأجيال المستقبلية
			✓	ايران	صندوق الاستقرار النفط
		✓		ايران	صندوق التطوير الوطني
	✓			ايرلندا	صندوق استقرار النفط
		✓	✓	كازاخستان	صندوق كازاخستان الوطني
✓				كوريا الجنوبية	شركة الاستثمار الكورية
		✓	✓	الكويت	هيئة الاستثمار الكويتية
		✓		ليبيا	هيئة الاستثمار الليبية
		✓		ماليزيا	صندوق ماليزيا
			✓	المكسيك	صندوق استقرار النفط المكسيك
		✓	✓	منغوليا	صندوق الاستقرار
	✓			نيوزيلندا	صندوق التقاعد النيوزيلندي
		✓	✓	نيجيريا	هيئة الاستثمار السيادية النيجيرية
	✓	✓	✓	النرويج	صندوق التقاعد الحكومي الاجمالي
			✓	غينيا	صندوق الثروة السيادي - غينيا الجديدة
		✓		قطر	هيئة الاستثمار القطرية
	✓			روسيا	صندوق الثروة الروسي

			✓	روسيا	صندوق استقرار النفط
✓		✓		سنغافورة	شركة الاستثمار السنغافورية
		✓		سنغافورة	الشركة القابضة تماسك temask
		✓	✓	Timor-leste	صندوق البترول - timor- leste
		✓	✓	ترينيداد و توباغو	صندوق الاستقرار و الثروة
		✓		الامارات العربية المتحدة	شركة الاستثمار لأبوظبي
		✓		الامارات العربية المتحدة	هيئة أبوظبي للاستثمار
		✓		الولايات المتحدة الأمريكية	صندوق ألاسكا الدائم
		✓	✓	فنزويلا	صندوق الاستقرار

Source: Al-Hassan A., Papaioannou M., Skancke M., Sung C.: "SWF: Aspects of Governance Structures and Investment Management", IMF WORKING PAPER, November 2013.

أهداف صناديق الثروة السيادية¹ تعتمد على الظروف الخاصة للبلد، عدة صناديق ثروة سيادية في الدول الغنية بالموارد لها اهداف متعددة، مثل الاستقرار و الادخار (أذربيجان، بوتسوانا، ترينيداد و توباغو النرويج)، الادخار واحتياطات التقاعد (أستراليا)، الاستقرار، الادخار والتطوير (كازاخستان).

2- تصنيف صناديق الثروة السيادية حسب مصادر تمويلها:

صناديق الثروة السيادية تنقسم حسب² مصدر أصول النقد الأجنبية الى :

1-1- صناديق سلعية:

تمول من إيرادات الصادرات السلعية (البترول، الغاز، معادن اخرى مثل النحاس الفوسفات... الخ) التي اما أن تكون مملوكة من قبل الحكومة أي بشكل مباشر عن طريق³ مؤسسات الدولة المستغلة مثل العربية السعودية

¹ Al-Hassan A., Papaioannou M., Skancke M., Sung C., SWF: Aspects of Governance Structures and Investment Management", imf working paper13/231 , november 2013,p6.

² Robert M. Kimmitt, Public Footprints in Private Markets: Sovereign Wealth Funds and the World Economy, Foreign Affairs, Vol. 87, No. 1 (Jan. - Feb., 2008),p120.

³ Caroline Bertin Delacour ,op. cit ,p28.

حيث يتم استخراج النفط من قبل الشركة العامة للنفط أرامكو ARAMCO أو بشكل غير مباشر من خلال الضرائب على المواد الخام المفروضة من قبل الحكومة، هذه الصناديق تخدم أغراض مختلفة بما في ذلك تحقيق استقرار الإيرادات المالية و التوفير من أجل الأجيال القادمة، وتعقيم ميزان المدفوعات (التي تمنع تدفق النقد الأجنبي من رفع مستوى التضخم)، بالنظر الى الفترة التي عرفت ارتفاع في أسعار السلع المواد الأولية، العديد من الصناديق التي أسست من أجل تحقيق الاستقرار أو تعقيم ميزان المدفوعات تطورت الى صناديق الادخار بين الأجيال.

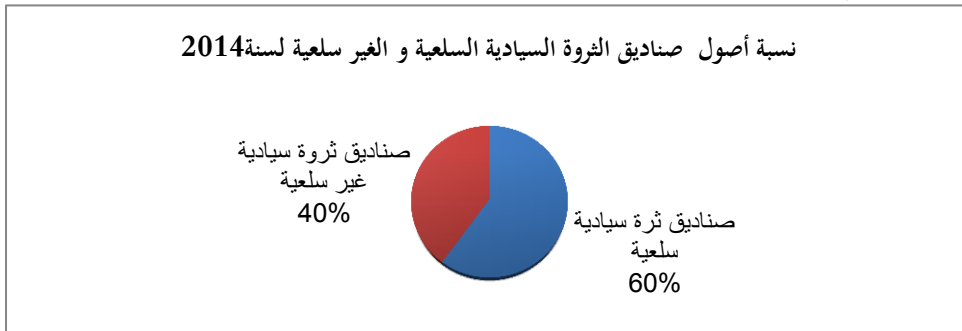
من أجل استثمار فائض عائدات النفط لتقليل اعتماد الاقتصاد على الموارد القابلة للنضوب قامت الدول المصدرة للبتروول بإنشاء صناديق الثروة السيادية ،حيث نجد في الشرق الأوسط (المملكة العربية السعودية، الإمارات العربية المتحدة، قطر ،عمان ،الكويت ،إيران ،العراق)، في أفريقيا (الجزائر، ليبيا، أنغولا، نيجيريا)، وأوروبا (النرويج، روسيا) وأمريكا(الولايات المتحدة الأمريكية، كندا، المكسيك، فنزويلا).

2-2- صناديق غير سلعية :

تمول عادة من التحويلات المباشرة¹ لأصول احتياطات النقد الأجنبية الرسمية ،الفوائض الكبيرة في ميزان المدفوعات مكنت مصدري الصادرات الغير السلعية (الصادرات من غير المواد الأولية) من تحويل فوائض احتياطات النقد الأجنبية الى صناديق استثمار مستقلة لتحقيق عوائد أعلى .

الصناديق الغير² السلعية غالبا ما تنشأ من أجل التدخل في ارتفاع سعر الصرف الناجم عن زيادة السيولة في السوق المحلية التي لا بد من استيعابها عن طريق اصدار أدوات الدين المحلي لتفادي التضخم الغير المرغوب به، العائد الصافي يعتمد على الفرق بين العائد المحقق على الاستثمار و العائد المدفوع على الدين المحلي . و الشكل التالي يوضح نسبة أصول صناديق الثروة السيادية السلعية و الغير السلعية لسنة 2014.

الشكل رقم(1-2): يمثل نسبة أصول كل من صناديق الثروة السيادية السلعية و صناديق الثروة السيادية الغير السلعية لسنة 2014.



Source: the city uk report, op cit, june 2015,p07.

¹ Caroline Bertin Delacour ,op. cit ,p28.

² Robert M. Kimmitt ,op. cit,121.

حسب تقديرات ¹ The City Uk في نهاية سنة 2014 حوالي 60% من أصول صناديق الثروة السيادية الكلية في العالم تملكها صناديق الثروة السيادية السلعية.

حسب تقديرات ² The City Uk نجد حوالي ربع احتياطات الصرف الأجنبية الرسمية تملكها صناديق الثروة السيادية أي بحوالي 2.8 تريليون دولار أمريكي مقابل 11.8 تريليون دولار أمريكي مجموع احتياطات الصرف الأجنبية العالمية في سنة 2014.

نسبة أصول صناديق الثروة السيادية الغير السلعية من المجموع الكلي لأصول صناديق الثروة السيادية الكلي، عرفت ارتفاع على مدى العقد الماضي حيث قدرت بحوالي 40% في نهاية سنة 2014، ومن المتوقع أن تعرف ارتفاع متواصل في السنوات القادمة.

3- تصنيف صناديق الثروة السيادية حسب (مقاربة الالتزامات المالية) بما أن هنالك اختلاف في جانب التزامات المالية لصناديق الثروة السيادية سيكون هنالك تقييدات مختلفة على ادارة أصولها (أي على قراراتها وسياساتها الاستثمارية)، حسب طبيعة التزامات ومسؤوليات صناديق الثروة السيادية يمكن أن تصنف كالتالي:

3-1- صناديق الثروة السيادية ذات الالتزامات المالية الطارئة (Contingent Liability Funds):

هي غالبا صناديق الاستقرار أنشئت في الأساس لأغراض استقرار الاقتصاد الكلي من قبل البلدان التي تعتمد بشكل كبير على الموارد الطبيعية، من أجل تخفيف على إيرادات الميزانية والنفقات، تعقيم السيولة الفائضة وحماية الاقتصاد من الآثار السلبية لكل من دورة الازدهار و الكساد و المرض الهولندي، حيث ان التزامات هذه الصناديق غير متوقعة ومتقلبة تعتمد على أسعار السلع الأساسية.

3-2- صناديق الثروة السيادية ذات الالتزامات المالية الثابتة (Fixed Liability Funds):

أنشئت لتلبية الالتزامات السيادية المستقبلية الثابتة على المدى الطويل (لتلبية الالتزامات الثابتة من 20 إلى 30 سنة مستقبلا) لمواجهة العجز المتوقع في أنظمة التقاعد مثل صندوق احتياطات النفقات الوطني الايرلندي، صندوق المستقبل الأسترالي، في البداية هذه الصناديق تكون مرنة في ادارة أصول الصندوق لكن مع تطورها تكون هناك تقييدات.

3-3- صناديق الثروة السيادية ذات الالتزامات المالية المتنوعة أو المختلطة (Mixed Liability Funds):

¹ The city uk , uk, the leading western centre for sovereign wealt fund,report,june 2015,p10.

²The city uk , op .cit,p13.

³ Andrew Rozanov,A liability –based approach to sovereign wealth fund ,s w f assessing the impact ,state street,issue2,volumeIII,2008,p15-18.

لديها التزامات مختلطة بحيث أن لديها التزامات ثابتة تعاقدية للقيام بتحويل دفعات منتظمة الى ميزانية الحكومة المالكة للصندوق في اطار ما يسمى بقانون المالية أو قانون الانفاق، وفي نفس الوقت ليس لديها معيار نهائي محدد، لديها درجة عالية من الحرية في جانب الأصول ، لكن أقل مقارنة بصناديق الالتزامات الثابتة التي أنشئت حديثا، مع مرور الوقت صناديق الالتزامات المختلطة تحافظ على درجة عالية نسبيا من الحرية مقارنة بالصناديق الالتزامات الثابتة التي تصبح أكثر تحفظا و تقييدا ،ومن أمثلة هذه الصناديق لدينا صناديق الادخار من أجل الأجيال المستقبلية المتواجدة في كل من النرويج وروسيا.

3-4- صناديق الثروة السيادية ذات الالتزامات المالية المفتوحة (Open-Ended Liability Funds):

هذه الصناديق ليس لها التزامات تعاقدية أو صريحة تجاه طرف ثالث ، كما أن ليس لها قانون رسمي للإنفاق ولا التزام محدد لمواجهة عجز معين أي الالتزامات الطارئة ، و بالتالي هذه الصناديق تستثمر على المدى الطويل ، في أصول عالية الخطورة ، جد متنوعة وواسعة ، بالإضافة الى المساهمة في توفير الرعاية الصحية و التعليم المجاني خصوصا بالنسبة للبلدان التي تعتمد بشكل كبير على عائدات النفط ، ومن أمثلة هذه الصناديق هيئات و شركات الاستثمار.

على عكس صناديق الثروة السيادية الثلاثة الأولى التي يمكن أن تتبنى نموذج مثل البنك المركزي، صناديق النفقات وصناديق الثروة أو أي نوع آخر من المستثمرين المؤسساتيين ،صناديق الثروة السيادية ذات الالتزامات المفتوحة ليس لها مرشح مباشر واضح لكي تتبناه كنموذج. التزامات صناديق الثروة السيادية يمكن ان تتغير بمرور الوقت ،حيث يمكن أن تتطور اعتمادا على عدة عوامل منها النمو الديناميكي للصناديق ،تتطور عادة صناديق الاستقرار نحو صناديق الادخار وصناديق الأجيال القادمة.

4- تصنيف صناديق الثروة السيادية حسب الاطار المؤسسي:

الادارة¹ التنفيذية لصناديق الثروة السيادية يجب أن تتم على أساس مستقل للحد من النفوذ السياسي المحتمل أو لتجنب التداخل الذي يمكن أن يعيق تحقيق أهداف صندوق الثروة السيادي.

كل من نموذج المدير Model Manager Asset و نموذج شركة الاستثمار company Investement Model هي الأشكال السائدة لإعداد الاطار المؤسسي لصناديق الثروة السيادية.

4-1 نموذج المدير Model Manager: المالك القانوني لأصول صندوق الثروة السيادي غالبا يتمثل في وزارة المالية التي تعطي بدورها تفويض الاستثمار لمدير الأصول Asset Manager، هذا النموذج ينقسم بدوره الى ثلاثة أصناف أساسية و هي كالتالي:

¹ Al-Hassan A., Papaioannou M., Skancke M., Sung C,op.cit ,p10.

- البنك المركزي المدير: وزارة المالية تمنح تفويض الاستثمار للبنك المركزي لإدارة الأصول المالية، مثل صندوق المعاشات الحكومي النرويجي الاجمالي، صندوق الثروة السيادي لكل من بوتسوانا و الشيلي، في هذه الحالة البنك المركزي يختار انشاء صندوق خاص أو أكثر لإدارة أجزاء من المحفظة .

-وحدة ادارية منفصلة عن الصندوق : هذه الوحدة تملكها و تنشأها الحكومة من أجل ادارة الأصول من خلال تفويض وزارة المالية مثل الشركة السنغافورية للاستثمار GIC في سنغافورة.

- وزارة المالية كمدير مباشر: وزارة المالية تعطي تفويض الاستثمار المباشر لصندوق خارجي (خاص) لدارة الأصول، هذا النموذج لا يوصى باستخدامه لأن منح عقد لمدير خارجي من أجل ادارة الأصول يعد في حد ذاته قرار استثماري ، كما أن تقييم و رقابة و انهاء عقود الإدارة يتطلب مهارات وكفاءات خاصة التي قد توجد في منظمات استثمارية خاصة.

4-2- نموذج شركة الاستثمار: الحكومة المالكة تقوم بإنشاء شركة استثمار التي تملك بدورها (أي الشركة) أصول الصندوق، هذا النموذج غالبا ما يستخدم هذا النموذج عندما تنطوي استراتيجية الاستثمار على التركيز في الاستثمارات و الملكية النشطة في الشركات الفردية مثل temasek في سنغافورة، أو عندما يكون للصندوق أهداف التطوير بالإضافة الى هدف تحقيق العائد المالي.

5- تصنيف صناديق الثروة السيادية حسب الاطار القانوني :

يمكن التمييز¹ بين ثلاثة أنواع من الهياكل القانونية و هي كالتالي:

5-1- صناديق ثروة سيادية كوحدات منفصلة عن البنك المركزي أو الحكومة ، لها الشخصية القانونية وفق قانون تشريعي خاص مثل KIC في كوريا الجنوبية و KIA في الامارات العربية المتحدة و FF صندوق المستقبل الأسترالي ، وصندوق الدولة للنفط لدولة أذربيجان SOFAZ.

5-2- صناديق ثروة سيادية غير منفصلة عن الحكومة أو البنوك المركزية، مثل صندوق بوتسوانا PF، وصندوق الاستقرار الاقتصادي و الاجتماعي لدولة الشيلي ESSF، و صندوق المعاشات الحكومي الاجمالي النرويجي GPFG، وصندوق ألبرتا في كندا AHSTF.

5-3- صناديق ثروة سيادية يتم انشاءها كشرركات اقتصادية مملوكة للدولة وفق قانون الشركات، مثل TEMASEK في سنغافورة.

هذه الأشكال القانونية قد يكون لها انعكاسات على كل من وضعية الضرائب وحصانة الاستثمارات، الاستثمارات من خلال البنوك المركزية عادة ما تكون محمية بالحصانة السيادية وأيضا التمتع بالامتيازات الضريبية في البلدان المستقبلية لهذه الاستثمارات أما بالنسبة لفرض الضرائب على الاستثمارات التي تقوم بها الشركات قد يعتمد على كيفية النظر إلى هذه الاستثمارات اذا تم اعتبارها جزءا لا يتجزأ من الإدارة المالية للحكومة .

¹ International Forum of Sovereign Wealth Funds, **Santiago Principles :15 case studies**, 6th Annual Meeting in Doha, November 2014, p10.

الضريبية على استثمارات صناديق الثروة السيادية يمكن أن تعتمد أيضا على الأحكام الواردة في الاتفاقات الضريبية الثنائية على سبيل المثال الترويج قامت بالتفاوض على إعفاءات ضريبية للاستثمارات صندوقها السيادي في العديد من المعاهدات الضريبية الثنائية.

المطلب الثالث : صناديق الثروة السيادية و النظام المالي الدولي

من خلال هذا المطلب سنتطرق الى واقع صناديق الثروة السيادية على مستوى النظام المالي الدولي

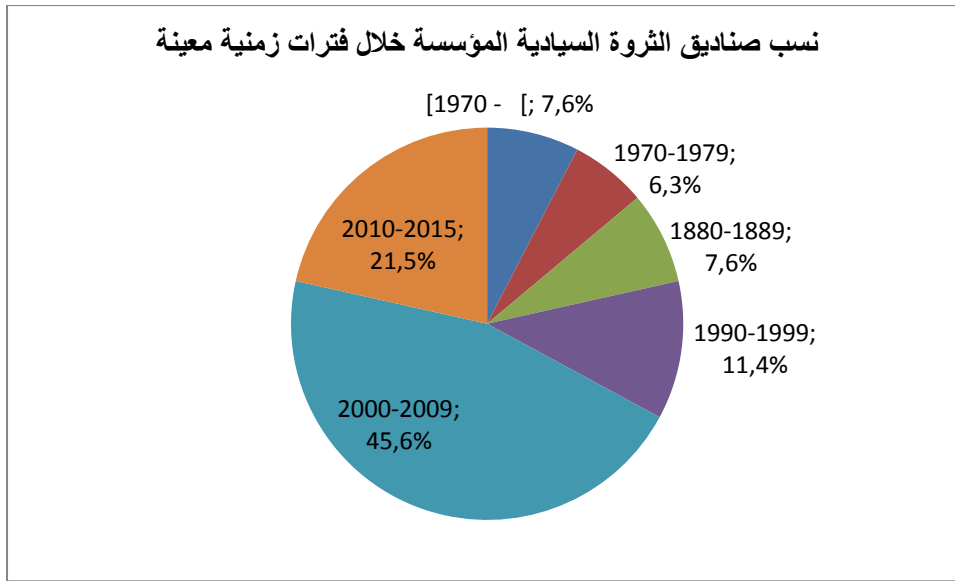
1- صعود صناديق الثروة السيادية على الساحة المالية الدولية

في السنوات الأخيرة، اقتصادات الأسواق الناشئة و الدول المصدرة للمواد الخام عرفت تدفقات رأس المال وتراكم احتياطات كبيرة من النقد الأجنبي، وقد عزز هذا صعود مجموعة معينة من الجهات الفاعلة المالية ممثلة في صناديق الثروة السيادية، على الرغم من أن هذه الصناديق متواجدة في شكل أو آخر منذ سنة 1950 مثل هيئة الاستثمار الكويتية التي تأسست سنة 1953، الى غاية 1970 شهدت موجة جديدة لإنشاء صناديق سيادية أخرى في دول مثل سنغافورة، أبوظبي وكندا حيث قامت بإنشاء هذه الصناديق لأول مرة.

ابتداء من سنة 2000 عرفت موجة¹ ثانية جديدة لإنشاء صناديق ثروة سيادية كصندوق ضبط الإيرادات الجزائري الذي تم تأسيسه سنة 2000 والشركة الصينية للاستثمارات سنة 2007 كما أن روسيا قامت بإنشاء صندوقين سياديين سنة 2008 و فيما يلي الشكل التالي يوضح لنا نسب صناديق الثروة السيادية المؤسسة حسب سنة التأسيس خلال فترات زمنية معينة، قبل سنة 1970 الى غاية سنة 2015.

¹ Surendranath R. Jory, Mark J. Perry, Thomas A. Hemphill, **The Role of Sovereign Wealth Funds in Global Financial Intermediation**, article, Thunderbird International Business Review, Vol. 52, No. 6, november/december 2010, p591.

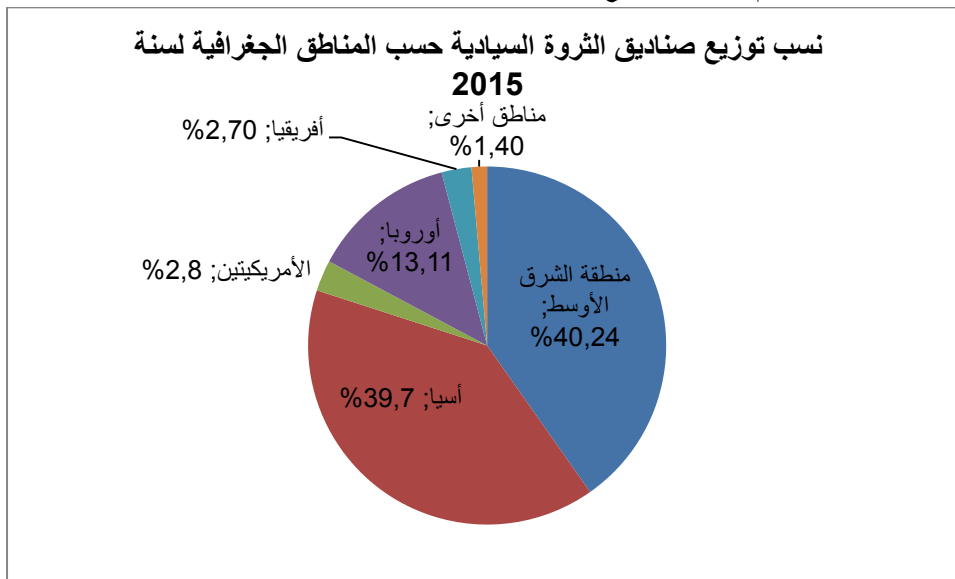
الشكل رقم (1-3): نسب صناديق الثروة السيادية المؤسسة حسب سنة التأسيس خلال فترات زمنية معينة منذ 1970-2015



source: breakdown of swf investement by years of establishment, www.swfinstitut.com. consulte le 07/01/2017.

من خلال الشكل رقم (1-3) نلاحظ أن معظم صناديق الثروة السيادية المؤسسة تتركز في منطقة الشرق الأوسط و آسيا ،وبدرجة أقل أوروبا و افريقيا والأمريكيتين و فيما يلي الشكل التالي يستعرض تصنيف نسب مجموع صناديق الثروة السيادية حسب المناطق الجغرافية .

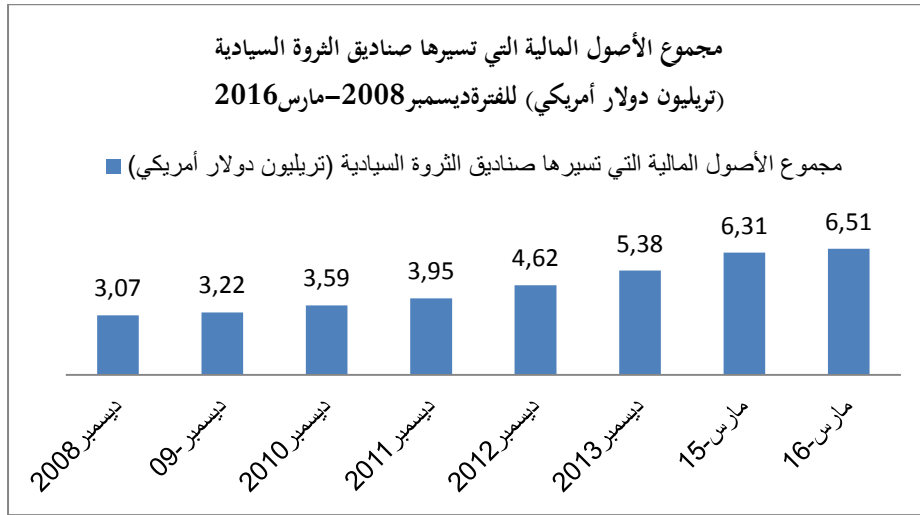
الشكل رقم (1-4) :نسب توزيع صناديق الثروة السيادية حسب المناطق الجغرافية لسنة 2015.



source: region break out , www.swfinstitut.com. consulté le 07/01/2017.

صناديق الثروة السيادية منذ ظهورها تحتل مكان مهم على الساحة المالية الدولية ولها تأثير كبير على الأسواق المالية الدولية ، حيث أن حجم الأصول المالية التي تسييرها يعرف نمو متواصل ، رغم انخفاض¹ أسعار البترول في نهاية سنة 2015 عن 35 دولار للبرميل ، حيث أن ثلثي أصول صناديق الثروة السيادية مصدرها من العائدات البترولية ، هذه الوضعية أثرت على تمويل صناديق الثروة السيادية لكن ليس بالقدر الكبير . وفيما يلي الشكل التالي يوضح حجم الأصول المالية التي تسييرها صناديق الثروة السيادية للفترة ديسمبر 2008 إلى غاية مارس 2016.

الشكل رقم (1-5): مجموع الأصول المالية التي تسييرها صناديق الثروة السيادية (تريليون دولار أمريكي) للفترة ديسمبر 2008-مارس 2016



Source: The 2016 Preqin Sovereign Wealth Fund Review, www.preqin.com/swconsulté le 22/04/2017, p05.

2 - النقاش الدائر حول صناديق الثروة السيادية

صعود² صناديق الثروة السيادية والخوف من الدوافع الاستراتيجية والسياسية أثار توترات حمائية في بلدان منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD)، خصوصا بالنسبة لصناديق الثروة السيادية الروسية والصينية ، كما أثار نقاش وجدل حول شروط حماية الموارد الطبيعية والصناعات الاستراتيجية والمشاريع الصغيرة والمتوسطة المتكثرة للدول المتقدمة ، وفيما يلي لدينا أهم³ المواقف الحمائية حيال استثمارات صناديق الثروة السيادية:

¹ Bernardo Bortolotti et al , **The Sky Did Not Fall** , Sovereign Wealth Fund Annual Report 2015, Sovereign Investment Lab , www.bafficarefin.unibocconi.it/sil,p03.

² Caroline Bertin Delacour , op .cit , p115.

³ د. عبد المجيد قادي ، الصناديق السيادية و الأزمة المالية الراهنة ، مجلة اقتصاديات شمال أفريقيا ، العدد السادس ، ص 09-10.

أ-موقف الولايات المتحدة الأمريكية: يتعين على الصناديق السيادية الحصول على موافقة لجنة الاستثمارات الخارجية ، كما قامت الولايات المتحدة الأمريكية بالاجتماع بممثلي صناديق سنغافورة و أبو ظبي بهدف اقرار اعلان مبادئ مشترك يحدد المبادئ الواجب احترامها من قبل هذه الصناديق .

ب-الموقف الفرنسي: قامت الجمعية الوطنية بدراسة واعية عن عن صناديق الثروة السيادية ، و أصدرت بشأنها نصا تم اقراره في 30 جويلية 2008تضمن ما يلي :

-دعوة الدول الأعضاء في اللجنة الأوروبية لتقديم مساهمات فيما يخص اعداد قواعد الممارسات السليمة للصندوق الذي يعده صندوق النقد الدولي .

-يعتبر من الايجابي أن تخصص الدول المالكة لهذه الصناديق جزء من ايرادات صناديقها للتنمية المحلية ،مع ضرورة ابقاء هذه الاستثمارات مفتوحة على الشركاء الدوليين .

-دول الاتحاد الأوروبي تتحمل مسؤولية تعريف و تحديد أساليب مواجهة الاستثمارات في القطاعات و المؤسسات الاستراتيجية في ظل افتراض استثمار صناديق الثروة السيادية في هذه الدول .

ت-الموقف الأوروبي: قامت هيئات الاتحاد الأوروبي ببلورة موقف مشترك فيما يخص موقفها تجاه صناديق الثروة السيادية كالتالي :

-السعي المشترك لتحديد القطاعات الحساسة و الاستراتيجية المحمية و اعتماد مفهوم الأمن الاقتصادي ، ودعم دور صناديق رأس المال المخاطرة الداعمة للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة .

-اعتماد مبدأ المعاملة بالمثل للضغط على الدول المالكة للصناديق السيادية لانفتاح أكبر أمام استثمارات الدول الأخرى.

-اجبار الصناديق السيادية على الالتزام بمجموعة من قواعد السلوك(الحوكمة ،الشفافية ...)،و أن تكون مسؤولة أمام الهيئات الدولية .

3- صناديق الثروة السيادية و الاستقرار المالي الدولي

صناديق الثروة السيادية قد توفر مزايا لكل من الاقتصادات المحلية والأسواق العالمية، كما أنها قد تمثل مخاطر محتملة على الاستقرار المالي الدولي في بعض الحالات ،نوضح الآثار الإيجابية أو السلبية على استقرار المالي العالمي اعتمادا على أهم الدراسات و البحوث التي اطلعنا عليها كما يلي :

3-1-1¹ الآثار الإيجابية لصناديق الثروة السيادية على الاستقرار المالي الدولي

أثبتت صناديق الثروة السيادية نفسها بأن تكون عامل أو قوة في الاستقرار المالي العالمي بعدة طرق، فعلى الصعيد الدولي فقد سمحت للدول المالكة لهذه الصناديق بإدارة تدفقات رأس المال، و توفير أساس للنمو

¹ Tamara Gomes, **The Impact of Sovereign Wealth Funds on International Financial Stability**, Discussion Paper/Document d'analyse 14-2008, Bank of Canada, September 2008,p6-8.

الاقتصادي المستدام، و بحكم استراتيجياتها الاستثمارية وحجمها ، صناديق الثروة السيادية توفر السيولة للمستثمرين و المضاربين ، كما أنها تدعم الأسواق العالمية في أوقات الشدة .يمكن ذكر هذه الوظائف أو التأثيرات كما يلي :

3-1-2- تسيير تدفقات رؤوس الأموال:

صناديق الثروة السيادية تساعد في ادارة الاقتصاد الكلي لفوائض الحسابات الجارية الكبيرة ،من خلال تحويل فوائض المداحيل الى صناديق الاستثمار، الدول المالكة لهذه الصناديق يمكن أن تخفف من ارتفاع نسبة التضخم نتيجة التدفقات الكبيرة لرؤوس الأموال، كما أن العديد من هذه الدول يرتفع نموها بمعدلات متسارعة، بحيث تضع ضغوط عالية على أسعار الأصول و سعر الصرف الاسمي ،حيث أنها تخفض الطلب على الصادرات وتبطئ النمو ،بالنسبة للبلدان التي لها سعر صرف ثابت أو عائم،من شأن الحفاظ على معدلات صرف تنافسية أن يرفع جاذبية صادراتها ،حيث أن مصادر تمويل صناديق الثروة السيادية للعديد من البلدان التي تعتمد على النمو القائم على التصدير.

3-1-3- تنويع المحفظة و الرغبة في مخاطرة أعلى:

الأصول الاحتياطية التقليدية هي آمنة والاستثمارات السائلة تقدم عوائد منخفضة فمن خلال تنويع المحفظة الاستثمارية الخاصة بصناديق الثروة السيادية، تهدف هذه الأخيرة الى كسب عائدات أعلى على استثماراتها ،عن طريق التنويع خارج الأدوات الاحتياطية المعتادة فضلا عن انشاء احتياط للعملات ،صناديق الثروة السيادية تقبل درجة مخاطرة أعلى مقارنة باستثمارات احتياطات النقد الأجنبي ،التنويع يسمح لصناديق الثروة السيادية بتوزيع الخطر على مجموعة واسعة من الأصول و العملات ،و بالتالي تقليل اعتمادها على أسعار الأصول واحدة مثل أسعار النفط.

وسوف تكون ايضا قادرة على إعادة التوازن في أصول أقل تقلبا والتحوط أفضل للاستثمارات ، والحد من النتائج السلبية لانخفاض حاد أو الزيادة في تقلب سعر أي أصل معين، بذلك صناديق الثروة السيادية تقوم ببناء محافظ أكثر توازنا من شأنها أن تحقق عوائد أعلى، ونفس الوقت تسمح لهم لحماية أنفسهم من التقلبات في أي سوق واحدة، وبالتالي استقرار إيراداتها.

3-1-4- معالجة القضايا الهيكلية البعيدة الأفق:

استراتيجية استثمار فوائض الإيرادات يمكن أن تقدم للدول المالكة لصناديق الثروة السيادية وسيلة للتعامل مع القضايا المستقبلية مثل الضغط السكاني والتنمية الاقتصادية والتنويع، صناديق الادخار تسهل نقل الثروة للأجيال، مما يسمح للأجيال القادمة للاستفادة من الظروف الاقتصادية المواتية الحالية وفي نفس الوقت

زيادة الأرباح على الحيازات الأجنبية تمنح تحوط أكبر في حالة الصدمات الخارجية عن انخفاض أسعار السلع الأساسي،.بالإضافة إلى ذلك فإن الاستثمار في الخارج يسمح للدول المالكة لهذه الصناديق باستيراد المعرفة والخبرة التقنية التي قد تساعد في تطوير الصناعات المحلية وتوفير أساس للنمو المستدام، بما أن الموارد الطبيعية تتجه نحو النضوب، يمكن للاستثمار الاستراتيجي أن يسمح للدول صناديق الثروة السيادية بمعالجة نقاط الضعف الهيكلية في اقتصاداتها، والحد من كل نقاط الضعف التي يمكن أن تؤدي إلى عدم الاستقرار في المستقبل.

3-1-5- توفير السيولة:

يمكن للمستثمرين الكبار أن يلعبوا دورا مهما في الاستقرار من خلال توفير السيولة للأسواق المالية، نظرا لحجمها الكبير صناديق الثروة السيادية قادرة على ضخ السيولة في أسواق رأس المال العالمية، وبالتالي توفير رؤوس الأموال للفاعلين الاقتصاديين الذين يحتاجون إليها وقد ظهر هذا بشكل واضح في العقد الأخير، عندما استثمرت صناديق الثروة السيادية بكثافة في المؤسسات المالية الغربية، والسماح لهم لإعادة رسمية بعد تكبد خسائر كبيرة نتيجة أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة.

في أعقاب الركود العالمي¹، وقد أدركت الحكومات الغربية أنه في حالات معينة صناديق الثروة السيادية يمكن أن تفيد عمل النظام المالي العالمي من خلال توفير السيولة في الفترة التي كانت الثقة في القطاع المالي تتلاشى، حيث أن صناديق الثروة السيادية استثمرت في المؤسسات المالية في الولايات المتحدة وغيرها في أواخر عام 2007 عن طريق استثمار أكثر من 60 مليار دولار في البنوك الغربية والشركات الاستثمارية مثل سيتي كورب، ميريل لينش، مورغان ستانلي وبنك يو بي إس .

3-1-6- الاستثمار على المدى الطويل:

صناديق الثروة السيادية لديها تفويض صريح من أجل الاستثمارات طويلة الأجل ويمكن أن تقاوم التقلبات على المدى القصير، بحيث أنها تركز على العائدات طويلة الأجل بالإضافة إلى المزايا الإيجابية التي سوف تنشأ من استثماراتها الخارجية مثل الوصول أو الدخول إلى الأسواق، بالإضافة إلى ذلك الصناديق السيادية ليست لها رافعة مالية مرتفعة ولديها القليل جدا من متطلبات كفاية رأس المال، خلافا لغيرها من المستثمرين المؤسساتيين

¹ I. Anthopoulos- C. Pitelis- .C. Liakou, The Nature, Performance and Economic Impact of Sovereign wealth fund, Working Paper Series No 135, January 2016, financialisation, economy, society and sustainable development ,p.21

² Tamara Gomes, op. cit,p08.

مثل صناديق التحوط، حيث التركيز على العوائد على المدى الطويل وعدم وجود متطلبات رأس مال محدد سوف يقلل من خطر التصفية السريعة للاستثمارات وخطر نشوء تأثير عدم الاستقرار المالي، مثل الكثير من صناديق التحوط يمكن أن لصناديق الثروة السيادية أن تتصرف كمستثمر مناقض حيث أنها تستثمر في أوقات الصعبة للسوق، مثل استثماراتها في المؤسسات المالية الغربية هي مثال على هذا السلوك، في البحث عن المكاسب على المدى الطويل، وهي قادرة على الاستثمار عندما تعاني الأسواق المالية من صعوبات، مع التركيز على النتائج في المدى الطويل.

3-1-7- تسهيل حل الخلل في التوازن العالمي:

التوجه من الأصول الرسمية نحو الأصول القائمة على السوق يسهل الحل التدريجي للاختلالات العالمية، حيث تم تقدير أن المشتريات الرسمية الخارجية لسندات الحكومة الأمريكية خفضت العائد على سندات الخزينة الأمريكية بنسبة 90 نقطة أساس، على مدار 10 سنوات في دراسة سنة 2006 (warnok , warnok) ، وأنه نحو ثلثي هذا الأثر جاء من دول شرق آسيا ، يرجع ذلك في جزء منه إلى المبالغ الكبيرة من احتياطات النقد الأجنبي التي تم وضعها في البنك المركزي، التي استثمرت بدورها في أصول آمنة نسبيا مثل سندات الخزينة الأمريكية .

الكميات الكبيرة من الأموال التي عادة ما يتم استثمارها من قبل السلطات النقدية حولت وستظل تحول إلى صناديق الثروة السيادي وبالنظر إلى أن هذه الأخيرة تستثمر أكثر في الأسهم وأصول أخرى غير أدوات الدخل الثابت، يمكن أن تساهم هذه الاستثمارات إلى انعكاس التدريجي لهذا الأثر.

عن طريق التنويع عبر العملات، استثمارات صناديق الثروة السيادية قد تساهم أيضا في انخفاض قيمة الدولار الأمريكي؛ هذا من شأنه أن يساهم في تضيق العجز في الحساب الجاري الأمريكي، و الذي يسمح بالحل التدريجي للاختلالات العالمية التي كانت سائدة خلال السنوات الأخيرة.

3-1-8- خلق تأثير ايجابي في سعر سهم المؤسسات التي تستثمر فيها :

في دراسة¹ ل Hélène Raymond (2008) قامت من خلالها الباحثة بتقييم ردة فعل السوق المالي عندما يعلن صندوق ثروة سيادي عن حصوله على حصة في المؤسسة المدرجة في البورصة ، باستخدام منهجية دراسة الحدث لعينة من 50 صندوق ثروة سيادي تمتلك حصص في مؤسسات مدرجة في الاسواق المالية حول العالم من ماي 2005 الى افريل 2008 ، حسب النتائج المتحصل الاعلان عن امتلاك او حصول صندوق ثروة سيادي على حصة في مؤسسة يكون له تأثير ايجابي مؤقت على سعر المؤسسة المستهدفة بحيث ان هذا الأثر ليس دائماً، وهذا لا يتوافق مع النتائج المحصل عليها في الدراسات السابقة لاستثمارات صناديق الأسهم الخاصة و صناديق النفقات.

و باستخدام عينة جزئية للإعلان عن استهداف البنوك من قبل استثمارات صناديق الثروة السيادية خلال أزمة الرهن العقاري للفترة من جويلية 2007-أفريل 2008 النتائج لا تظهر آثار دائمة ، حسب نفس الدراسة هذا ربما يشير الى أن الأسواق غير مقتنعة أن صناديق الثروة السيادية وحدها لديها القدرة على استرجاع وضعية البنوك المعنية.

و قد أجمعت² كل الدراسات الاقتصادية أن استثمارات صناديق الثروة السيادية تخلق قيمة في المؤسسات المستقبلية ، حيث يرتفع سعر سهم المؤسسة التي تستثمر فيها عند تاريخ الاعلان عن الاستثمار. كما أشير اليه في دراسات من قبل Bortolotti وآخرون (2009) و Chhaochharia ، (2009) و Laeven (2008) ، Dewenter وآخرون (2009) ، knill وآخرون (2009) ، و Kotter (2011).

ويمكن تفسير ذلك بالحجج التي وضعتها Kotter و Miceli ، Curzio (2011) التي مفادها أن صناديق الثروة السيادية تستثمر في الشركات ذات الأداء الضعيف و التي تعاني من صعوبات مالية ، لذلك أي إعلان للاستثمار في هذه الشركات المتعثرة سيكون موضع ترحيب كبير كمعلومة إيجابية بين المستثمرين أما تأثير استثمارات صناديق الثروة السيادية على المدى الطويل ، لا يمكن تمييزها بوضوح بسبب تناقض النتائج بين كل من دراسات Fernandes (2009) ، و Sun و Hesse (2011) ، Knill وآخرون (2009) ، Bortolotti وآخرون (2009) ، و Chhaochharia ، Laeven (2008) ، Miceli و Curzio (2011) ، وقد يرجع تفسير هذا التناقض الى أن دراسات هذا التأثير تكون المدى الطويل.

¹ Hélène Raymond, **The effect of Sovereign Wealth Funds' investments on stocks markets**, article, Universit  Paris Ouest Nanterre, france ,20 november 2008,p01.

² I. Anthopoulos- C. Pitelis- .C. Liakou, **Performance and Economic Impact of Sovereign wealth fund**, Working Paper SeriesNo 135, financialisation, economy, society and sustainable development,p20, January 2016.

3-1-9-علاقات التعاون بين صناديق الثروة السيادية¹:

صناديق الثروة السيادية التي تعمل بالتعاون مع بعضها البعض، قد توفر قوة استقرار في الأسواق المالية، من خلال تبادل و استقدام الخبرات الذي قد يزيد من الشفافية كما أن علاقات التعاون لديها توجه تجاري أكثر مما هو سياسي كما أظهرتها العديد من أمثلة التعاون بين صناديق الثروة السيادية.

3-1-10-صناديق الثروة السيادية و اقتصاديات البلدان المضيفة :

استثمارات² صناديق الثروة السيادية تؤدي الى تحريك اقتصاد الدولة المستقبلية للاستثمار و انعاشه ، كما أنه يخلق فرص وظيفية مباشرة و غير مباشرة لمواطني تلك الدول كما أن استثماراتها في تلك الدول تسهم في رفع عوائد عناصر الانتاج فيها ومن ثم زيادة الدخل القومي الاجمالي فيها.

3-2-المخاطر المحتملة لصناديق الثروة السيادية على الاستقرار المالي العالمي:

قد توفر صناديق الثروة السيادية مزايا لكل من الاقتصادات المحلية والأسواق العالمية، في حين أن تدفقات مهمة من رؤوس الأموال لصناديق الثروة السيادية قد تمثل مخاطر محتملة على الاستقرار المالي الدولي، يمكن ذكر هذه المخاطر المحتملة على الاستقرار المالي العالمي كالتالي:

3-2-2-قلة الشفافية و التقلبات على المدى القصير:

صناديق الثروة السيادية لديها القدرة على زعزعة استقرار الأسواق الصغيرة عن طريق حفز المتعاملين على تقليد استراتيجياتها، مما يؤدي إلى مزيد من شراء أو بيع على جانب واحد من السوق، تأثير هذا السلوك يمكن يتفاقم بسبب انعدام الشفافية المحيطة باستراتيجيات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية. منذ أن أصبحت صناديق الثروة السيادية معروفة على نطاق أوسع، حاول العديد من المحللين توقع استراتيجياتها، استنادا إلى استراتيجيات الاستثمار للمستثمرين المؤسساتيين المشاهير لها مثل (Van Steenis, Babinet, and Lam 2007)، انعدام الشفافية حول حيازات صناديق الثروة السيادية يدخل عامل عدم اليقين في الأسواق، إذا كان هناك اعتقاد بأن صناديق الثروة السيادية سوف تتبع استراتيجية محددة، قد يدفع هذا المشاركين الآخرين في السوق لاستباق الحركة (أي تصرف صناديق الثروة السيادية)، مما يؤدي إلى زعزعة الاستقرار، إذا تم الكشف عن تفضيلات للاستثمار لصناديق الثروة السيادية من خلال تصرفاتها ، متعاملين آخرين قد يفسرون هذه استثمارات كإشارات ويتصرفون وفقا لذلك.

¹I. Anthopoulos- C. Pitelis- .C. Liakou, op.cit,p23.

²د صفاء عبد الجبار الموسوي ، م.م. واثق علي محي المنصوري، اقتصاديات صناديق الثروة السيادية، الطبعة الأولى، 2016، دار الأيام للنشر و التوزيع، عمان، الأردن،ص345.

3-2-3- الحماية الاقتصادية و المالية الغير الموضوعية :

بعض المراقبين يشعرون بالقلق إزاء النزعة الحمائية المناهضة لصناديق الثروة السيادية التي من شأنها أن تحد من الاستثمار العابر للحدود و ابطاء النمو الاقتصادي .

ردود فعل الدول الغربية ازاء استثمارات صناديق الثروة السيادية قد يؤدي إلى تبني حواجز تمنع حرية حركة رؤوس الأموال، هذا الردود السياسة قد تؤثر ليس فقط على صناديق الثروة السيادية بل قد تشمل المستثمرين المؤسساتيين الآخرين مثل صناديق التقاعد الوطنية.

صناديق الثروة السيادية الرائدة أوضحت أنها مستثمر سلمي كما أن استثماراتها تكون على المدى الطويل، كما أنها درجة شفافية هذه الصناديق فيما يخص الافصاح عن استراتيجياتها الاستثمارية وهيكل الحوكمة ضعيفة ، حيث أن غياب هذه الشفافية يؤدي إلى القلق بشأن الدوافع السياسية لهذه الاستثمارات.

عملياً كل الدول لها تشريعات تحمي الصناعات والمصالح الوطنية، ومع ذلك فإن احتمال أن تقوم دول أخرى بالسيطرة على الشركات المحلية في الصناعات الحساسة أثار مراجعة القوانين الحالية وربما يؤدي إلى اعتماد قوانين جديدة وأكثر صرامة.

وعلى الرغم من أن واضعي السياسات لهذه الدول لم تضع هذه القوانين من أجل صناديق الثروة السيادية، حيث هناك بنود خاصة تتناول بشكل واضح الشركات المملوكة للدولة ،فان الدول التي وضعت هذه القوانين من أجل حماية الأمن القومي والاقتصادي ، يمكن من خلال ذلك أن تعرقل كفاءة التخصيص والتدفق الحر لرؤوس الأموال ، كما أنها تضعف التقدم فيما يخص تحرير تدفقات رأس المال، أو يمكن أن تخفضه أو تعيد توجيه الاستثمارات الى دولة أخرى.

3-2-4- الاستثمار النشط و مراقبة المدراء:

في الدراسات المالية حول مشكل الوكالة ، ينظر إلى الحصص الكبيرة المملوكة من قبل أطراف خارجية على أنها الآلية التي تحسن الرقابة على المدراء (Jensen and Meckling 1976) ، من خلال استثماراتها أظهرت وأثبتت العديد من صناديق الثروة السيادية أنها عبارة مستثمر سلمي، بما في ذلك التخلي عن حقوق التصويت، قد يمكن أن يكون هذا تجنباً لوجهات النظر الحمائية ، من خلال هذا السلوك يمكن أن تعيق مراقبة المدراء أو المسيرين، عندما تواجه الشركة خسائر مالية كبيرة، المستثمر النشط (سواء كانوا مستثمرين من المؤسسات الكبيرة أو المساهمين من الأفراد) سوف يضغطون من أجل الإصلاح لتجنب الخسائر في المستقبل .

صناديق الثروة السيادية من خلال التخلي عن حقها في التصويت أقل قدرة على حماية أنفسهم (والمساهمين الآخرين) من سوء الإدارة ومنع نفس الممارسات التي قد تحدث في المستقبل، قد يؤدي هذا الإشراف أو الرقابة

الضعيفة الى الاستثمار في استراتيجيات الاستثمار الفقيرة أو التراخي (التساهل) في إدارة المخاطر والتي يمكن أن تؤدي إلى مزيد من عدم الاستقرار.

3-2-5- اثار سلوك "الرعي":

صناديق الثروة السيادية تشكل خطرا على الأسواق المالية الدولية يرجع ذلك إلى حقيقة أن مبالغ كبيرة من رأس المال تتركز في أيدي عدد محدود من الجهات الفاعلة الكبيرة، في حالة عدم وجود صناديق الثروة السيادية سيتم توزيع الفوائض بين المواطنين المحليين، حيث أن قرار الاستهلاك، الادخار، أو الاستثمار سوف يترك لتقدير الأسر الفردية (صغيرة)، بينما البنوك المركزية تتبع استراتيجية استثمار محافظة، صناديق الثروة السيادية قد تظهر توجه نحو تفضيل للمخاطرة أكثر مقارنة بمديري الاحتياطات التقليدية، و بالتالي فإنه يمكن الجزم أن مدراء صناديق الثروة السيادية سيستثمرون في الأصول ذات المخاطر الأعلى مقارنة بالسلطات النقدية أو الأفراد العاديين.

تركز الدراسات الاقتصادية حول "المتعاملين الكبار" أن لهم امكانية زعزعة الاستقرار في دراسات ل (coretti et al) سنة 2004 توصلت الى أن حجم هذا التأثير يعتمد على محتوى المعلومة كما أن الاشارة ترسل الى صغار المتعاملين حول الحركة (الشراء أو البيع) المتعاملين الكبار. امكانية أن صناديق الثروة السيادية قد تسبب أو تحفز¹ سلوك الرعي موجودة، الا أنه خطر زعزعة أو التلاعب باستقرار السوق عمدا يبقى ضعيل، ذلك لأن أولا صناديق الثروة السيادية ملتزمة بتنوع محافظها الاستثمارية و الحد من الاستثمار في أصل مالي واحد.

ثانيا اذا صناديق الثروة السيادية استثمرت مبالغ كبيرة في أصل مالي معين، فان هناك احتمال أن السوق المالي سوف يتحرك ضدهم و هذا الأمر الذي سوف يحاولون تجنبه.

3-2-6- الدوافع السياسية مقابل الدوافع المالية :

في بعض² الحالات صناديق الثروة السيادية تصرفت وفق دوافع سياسية، أول حالة تم رصدها تحت اتفاق بين دولة الصين و دولة كوستاريكا حيث وافقت الصين على شراء سندات الحكومية لدولة كوستاريكا مقابل قطع علاقتها مع دولة تايبوان .

¹ سلوك الرعي أو سلوك القطيع هو الأنماط السلوكية التي تربط فيما بين الأفراد بعضهم البعض الآخر، وفي عمليات الاستثمار يعرف بأنه " مجموعة من المستثمرين تتعامل في نفس الاتجاه خلال فترة زمنية معينة " .

² . I. Anthopoulos- C. Pitelis- .C. Liakou, op .cit,p23-24.

حالة أخرى عندما قامت شركة الصين للاستثمار بتمويل شركة chinalco التي تملكها الدولة الصينية من أجل افشال استحواذ شركة الانجليزية للتعدين BHB billiton لشركة التعدين الأسترالية Rio Tinto، من أجل منع هذا الاندماج الذي من شأنه أحداث احتكار لسوف التعدين و بالتالي رفع سعر الحديد الخام الذي هو سلعة أساسية في الصناعات الصينية .

الدراسات الأكاديمية التي حاولت قياس العلاقة بين العوامل السياسية و الخيارات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية نجد دراسة لكل من Knill وآخرون (2011) حيث وجدت هذه الدراسة أن صناديق الثروة السيادية تميل الى الاستثمار في البلدان التي لها معها علاقات سياسية ضعيفة ، وأن الدافع هو تحسين العلاقات السياسية مع البلد المتلقي .

في دراسة ل Avendano و Santiso سنة (2009) التي درسا من خلالها الفرق بين القرارات الاستثمارية لكل من صناديق الثروة السيادية و صناديق المشتركة استنادا على التوزيع الجغرافي و القطاعي للاستثمار ، حيث أظهرت نتائج الدراسة أنه لا يوجد فرق بين هذان المستثمران و بالتالي الدراسة تؤكد على أن الدوافع الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية هي تعظيم الربح المالي العقلاني و ليس الدوافع السياسية .

المبحث الثاني :حوكمة و شفافية صناديق الثروة السيادية

لقد تم التركيز على صناديق الثروة السيادية من قبل صناع السياسات أثناء الفترة 2007-2008 من خلال عدة مسائل مهمة تتعلق بأداء النظام النقدي الدولي، كطريقة تمويل الصناديق و نموها، الأهداف الأساسية لاستثمارات الصناديق، وحوكمتها وشفافيتها والمعاملة التنظيمية التمييزية لها، والحماية المضادة¹ للاستثمارات السيادية.

في هذا المبحث سنتطرق الى ماهية المبادئ و الممارسات المتفق عليها (مبادئ سنتياغو) في المطلب الأول، ومدى الالتزام الدول الأعضاء بهذه المبادئ و الممارسات في المطلب الثاني و مؤشرات التي تقيس حوكمة و شفافية صناديق الثروة السيادية من خلال المطلب الثالث .

المطلب الأول :المبادئ و الممارسات المتفق عليها (مبادئ سنتياغو).

لقد رأى صندوق النقد الدولي أنه يمكن معالجة بعض المسائل السياسة العامة تجاه هذه الصناديق، حيث ساعد على انشاء² مجموعة العمل الدولية IWG في ماي 2008، من أجل وضع مجموعة من المبادئ التي تعبر بصدق عن الأهداف و الممارسات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية، وفي سبتمبر 2008 تم التوصل الى اتفاق تمهيدي بسنتياغو في الشيلي بشأن مجموعة من 24 مبدأ عرفت بمبادئ سنتياغو.

حيث يتمثل هدف صندوق النقد الدولي في بناء بيئة أكثر استقرارا للتدفقات الاستثمارية عبر الحدود، وتحاشي ظهور مواقف حمائية و مناهضة لاستثمارات هذه الصناديق و هذه مهمة يؤديها حاليا المنتدى الدولي³ لصناديق الثروة السيادية IFSWF الذي أنشأته دول صناديق الثروة السيادية التي وضعت مبادئ سنتياغو.

1- طبيعة المبادئ⁴ و الممارسات المتفق عليها:

" وثيقة المبادئ و الممارسات العامة تضم مجموعة من المبادئ و الممارسات العامة الطوعية التي تدعمها الدول الأعضاء في مجموعة العمل الدولية التي تطبقها بالفعل أو تهدف الى تطبيقها، وهي ممارسات ومبادئ عامة يمكن أن تطبقها الدول بجميع مستوياتها من حيث مراحل التنمية الاقتصادية، وتخضع لأحكام الاتفاقات المنعقدة بين الحكومات والمتطلبات القانونية والتنظيمية ولذلك يخضع تطبيق كل مبدأ منها للقوانين المطبقة في بلد الموطن.

¹ من أير القضايا فيما يخص الاستثمارات السيادية التي أثارت جدل كبير وشواغل تتعلق بالأمن القومي، عند محاولة شركة دبي للموانئ العالمية شراء عمليات ادارة الموانئ في ستة محطات بحرية كبرى في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 2006.

² مجموعة العمل الدولية تتكون من الدول التالية: أستراليا، أذربيجان، البحرين، بوتسوانا، كندا، الشيلي و الصين، غينيا الاستوائية، ايران، إيرلندا، كوريا الجنوبية، الكويت، ليبيا، المكسيك، نيوزيلندا، النرويج، قطر، روسيا، تيمور-ليشتي، ترينداد و توباغو، الامارات العربية المتحدة و الولايات المتحدة الأمريكية، و 03 مراقبين دائمين عمان، العربية السعودية و فينتام، منظمة التعاون و التنمية الاقتصادية، و البنك الدولي.

³ المنتدى الدولي لصناديق الثروة السيادية IFSWF، هو منظمة طوعية من مجموعة صناديق الثروة السيادية العالمية تلتزم بالعمل وتعزيز المجموعة من خلال الحوار والبحث والتقييم الذاتي، تساعد على ممارسات الحوكمة الجيدة من خلال تمكين الدول الأعضاء من تبادل الخبرات الفريدة بتطبيق مبادئ سانتياغو مع بعضها البعض كما يساعد المنتدى الدول الأعضاء من تحسين هياكل وممارسات الحكم والمساءلة، كما يعزز الشفافية عن طريق تشجيع الأعضاء على نشر التقارير العلنية عن تجاربهم فيما يخص تنفيذ مبادئ سانتياغو.

⁴ مجموعة العمل الدولية حول صناديق الثروة السيادية، تقرير حول المبادئ والممارسات المتعارف عليها، مبادئ سنتياغو، صندوق النقد الدولي، أكتوبر 2008، ص07.

حيث تعتبر مجموعة المبادئ والممارسات الواردة في الوثيقة والمذكرات التفسيرية ذات الصلة ،مرشدا لصناديق الثروة السيادية الحالية والمستقبلية في مختلف جوانب أنشطتها الاستثمارية كما من شأنها أن تساعد في تقديم الإرشاد اللازم لأي إصلاح قانوني ومؤسسي يتعلق بهذه الصناديق ، وتعمل صناديق الثروة السيادية بوصفها مؤسسات استثمارية على أساس من حسن النية وتستثمر أصولها في ضوء المخاطر الاقتصادية والمالية واعتبارات العائد، ومن هذا المنطلق تلتزم هذه الصناديق بمتطلبات التنظيم والإفصاح المتبعة في البلدان المالكة وفي البلدان المستقبلية لاستثمارات الصناديق".

2- أهداف مبادئ سنياغو¹ :

المبادئ و الممارسات المتعارف عليها تقوم على الأهداف الارشادية التالية لصناديق الثروة السيادية:

- المساعدة على الاحتفاظ بنظام مالي عالمي مستقر وبحرية تدفق رؤوس الأموال والاستثمارات.
- الالتزام بكافة متطلبات التنظيم والإفصاح المطبقة في البلدان التي تستثمر فيها.
- الاستثمار في ضوء المخاطر الاقتصادية والمالية واعتبارات العائد.
- إرساء هيكل شفاف وسليم للحكومة يكفل الضوابط التشغيلية الملائمة وسلامة إدارة المخاطر والمساءلة.
- تعميق فهم بلدان الموطن والبلدان المتلقية والأسواق المالية الدولية لطبيعة صناديق الثروة السيادية.
- ضمان استمرار المنافع الاقتصادية والمالية التي تحققها الصناديق للبلدان المالكة والمتلقية والمؤسسات الاقتصادية.

3-هيكل² المبادئ و الممارسات العامة المتفق عليها :

تغطي وثيقة الممارسات و المبادئ المتفق عليها ثلاث مجالات و هي كالتالي :

المجال الأول: الاطار القانوني و الأهداف و التوافق مع السياسات الاقتصادية الكلية،بمثل ركيزة لاطار مؤسسي قوي، وهيكل حوكمة مستقر يقوم عليهما صندوق الثروة السيادي، كما ييسر عملية صياغة استراتيجيات الاستثمار الملائمة التي تنسق مع أهداف سياسية المعلنة.

المجال الثاني: الاطار المؤسسي و هيكل الحوكمة،الذي يفصل بين وظائف الجهة المالكة والجهاز الحاكم وفريق الإدارة مما يؤدي إلى تسيير الاستقلالية التشغيلية في إدارة صندوق الثروة السيادي وبما يكفل اتخاذ قرارات الاستثمار وتنفيذ العمليات الاستثمارية دون تدخل سياسي، وتعمل سياسة الاستثمار الواضحة على إظهار التزام الصندوق بخطة استثمار وممارسات استثمارية منضبطة.

¹مجموعة العمل الدولية حول صناديق الثروة السيادية ، مرجع سبق ذكره،ص08.

² المرجع و الموضوع نفسهما .

المجال الثالث: اطار الاستثمار و ادارة المخاطر، بالنسبة لاطار الاستثمار يعمل على الزام صناديق الثروة السيادية بخطة استثمار و ممارسات استثمارية منضبطة، أما بالنسبة لإدارة المخاطر فيعمل على تشجيع العمليات الاستثمارية و المساءلة بشأنها.

المطلب الثاني: مؤشر الالتزام بمبادئ سنتياغو SCI

من المؤشرات التي تقيم مدى تطبيق صناديق الثروة السيادية لمضمون مبادئ سنتياغو لدينا مؤشر الالتزام بمبادئ سنتياغو SCI أو The Santiago Compliance Index الذي وضعته مؤسسة GEOECONOMICA¹ للحكم على مدى درجة تنفيذ كل صندوق ثروة سيادي للمبادئ المعيارية، ابتداء من أكتوبر 2014، حيث يعتمد على التقييم الخاص لكل صندوق من حيث ترتيبات الحوكمة و الافصاح المالي للمبادئ الأربعة و العشرين (مبادئ سنتياغو).

بني هذا المؤشر على افتراض أن صناديق الثروة السيادية لا ينبغي أن تتعهد فقط بالالتزام العالي بمعايير الحوكمة والشفافية وتأييدها، ولكن أيضا بالكشف عن المعلومات ذات الصلة التي تسمح لأطراف ثالثة التحقق بشكل مستقل من جودة التزاماتها.

وفي ما يلي الجدول التالي يبرز مدى توافق صناديق الثروة السيادية مع مبادئ سنتياغو من حيث الالتزام بها وتنفيذها.

جدول رقم (1-3): مؤشر توافق صناديق الثروة السيادية مع مبادئ سنتياغو لسنة 2014/2014 The Santiago Compliance Index

النقطة	صندوق الثروة السيادي	النقطة	صندوق الثروة السيادي
	التزام جزئي		التزام بشكل كلي
C+	شركة الاستثمار الصينية	A	صندوق النفط لدولة تيمور ليشتي
C+	هيئة أوظيفي للاستثمار	A	صندوق الاحتياطي للتقاعد/صندوق الاستقرار الاجتماعي و الاقتصادي لدولة الشيلي
C+	شركة الاستثمار السنغافورية	A-	صندوق المستقبل الأسترالي
C+	صندوق الوطني برهارد ماليزيا	A-	صندوق التقاعد النيوزيلندي
C+	صندوق التطوير الايراني	A-	صندوق النفقات الحكومي الاجمالي لدولة النرويج
C	صندوق الاستثمار المباشر الروسي	A-	صندوق الاستقرار و الثروة لدولة ترينداد و توباغو
C	هيئة الاستثمار الكويتية	A-	صندوق أسكا الدائم
C	الهيئة الليبية للاستثمار	A-	صندوق الثروة ألبرتا كندا
النقطة	صندوق الثروة السيادي	النقطة	صندوق الثروة السيادي
لا يوجد التزام		التزام بشكل عام	

¹ Geo economica هي شركة اجات و استشارة فيما يخص الاحطار السياسية، ترصد كيف السياسات و الانجازات الكلية تحرك السوق، مقرها بجنيف سويسرا.

صندوق البترول لدولة أذربيجان	B+	هيئة الاستثمار القطرية	D
صندوق بولا لدولة بوتسوانا	B+		
هيئة الاستثمار لدولة نيجيريا	B+		
شركة الاستثمار الوطنية لدولة كازاخستان	B		
شركة الاستثمار الكورية	B		
الشركة القابضة تماسك لدولة سنغافورة	B		
صندوق/ الثروة الوطني والادخار لدولة روسيا	B-		
صندوق أنغولا	B-		

source: Sovereign Wealth Funds Santiago Compliance Index 2014, REPORT ,October 2014,Geoeconomica,p02 on
:http://www.geoeconomica.com/index.php/.

حسب هذا¹ المؤشر يمكن أن تصنف صناديق الثروة السيادية حسب مدى التزامها بمبادئ سنتياغو الى الفئات التالية :

الفئة الأولى :التزام كلي بمبادئ سنتياغو(Fully Compliant)

صناديق الثروة السيادي التي لها التزام كلي بمبادئ سنتياغو ،هي الصناديق التي لها حوكمة ،وترتيبات مساءلة و ممارسات افصاح تتطابق مع مضمون مبادئ سنتياغو ،مثل صندوق البترول لدولة تيمور ليشتي ،صندوق احتياط التقاعد وصندوق الاستقرار الاجتماعي و الاقتصادي لدولة الشيلي،صندوق المستقبل في أستراليا، صندوق التقاعد النيوزيلندي، صندوق معاشات التقاعد الحكومي الاجمالي لدولة النرويج، صندوق الثروة والاستقرار لترينداد وتوباغو، وصندوق ألاسكا الدائم، صندوق ألبرتا بكندا.

هذه الصناديق ادارتها من الناحية العملية مستقلة عن المالك (الحكومة) ،كما أنها توضح بشكل قاطع أن توجهاتها الاقتصادية أو المالية توفر معلومات أكيدة حول اعتبارات أخرى غير مالية أو اقتصادية التي تدفع السياسات الاستثمارية، وبذلك هي تساهم بشكل جيد في بناء الثقة في السوق المالية للمساهمين ، المنظمين والمساهمين .

الفئة الثانية :توافق بشكل عام مع مبادئ سنتياغو(Broadly Compliant)تصنف صناديق الثروة السيادية على أنها ملتزمة بشكل عام مع مبادئ سانتياغو، إذا كانت حوكمتها، الشفافية والترتيبات المتعلقة بالمساءلة وممارسات الإفصاح تتوافق بشكل عام مع التزامات الإفصاح ومضمون مبادئ سنتياغو .

التقييم يشمل بعض النقائص و الاختلافات في ممارسات المتعلقة بالإفصاح ، لذلك يتم استعمال تنقيط B،B+ ،B- يسمح بتقديم تفاصيل عن اختلاف و تمايز صناديق الثروة السيادية صناديق الثروة السيادية التي يتم اعتبارها ملتزمة بشكل عام مع مبادئ سنتياغو هي كالتالي صندوق النفط

¹ Sovereign Wealth Funds Santiago Compliance Index 2014, report ,October 2014,Geoeconomica,p03-04.;http://www.geoeconomica.com/index.php/,consulté 29/10/2017.

الحكومي لأذربيجان، صندوق بولا بوتسوانا، هيئة الاستثمار السيادية لدولة نيجيريا، الشركة الوطنية للاستثمار لدولة كازاخستان، شركة الاستثمار لدولة كوريا الجنوبية، الشركة القابضة تماسك سنغافورة، صندوق الاحتياطات وصندوق الثروة الوطني الروسي، و صندوق أنغولا .

نقائص التي تحدد في هذه الفئة لصناديق الثروة السيادية الملتزمة بشكل عام مع مبادئ سنتياغو، هي تقنية أكثر مثل عدم وضوح مقارنة صندوق الثروة السيادية لإدارة المخاطر، عدم وجود معلومات كافية حول المنهجية المتبعة لتنفيذ حقوق المساهمين، أو التأثير الغير الملائم للحكومة على المنافسة مع القطاع الخاص، بعض الصناديق المصنفة ضمن هذه الفئة لا تكشف عن الادارة التشغيلية لهذه الصناديق على أساس سنوي.

الفئة الثالثة: توافق جزئي مع مبادئ سنتياغو (Partially Compliant)

تصنف صناديق الثروة السيادية على أنها متوافقة بشكل جزئي مع مبادئ سانتياغو، إذا كانت حوكمتها، الشفافية والترتيبات المتعلقة بالمساءلة وممارسات الإفصاح تتوافق جزئياً فقط مع التزامات الإفصاح ومضمون مبادئ سنتياغو.

صناديق الثروة السيادية التي تعتبر ملتزمة جزئياً بمبادئ سنتياغو، مثل شركة الاستثمار الصينية، هيئة أبو ظبي للاستثمار، شركة الاستثمار السنغافورية الخاصة المحدودة في سنغافورة، صندوق ماليزيا، صندوق التطوير الايراني، صندوق الاستثمار المباشر الروسي، وهيئة الاستثمار الكويتية، والهيئة العامة للاستثمار ليبيا.

صناديق الثروة السيادية ضمن هذه الفئة تكشف معلومات عامة حول أهدافها و الغرض منها، بعض ترتيبات الحوكمة و المعلومات المالية، بينما لا تكشف عن معلومات تتعلق بترتيبات التمويل أو السحب، معدلات العوائد أو معايير الأداء، أيضا محدودية امكانية الوصول الى اللوائح القانونية و الوثائق التأسيسية، أو اتفاقيات الإدارة التي من شأنها أن تحدد أهداف وسياسات الاستثمار، وكفاءات مدراء الأصول.

صناديق الثروة السيادية المصنفة ضمن هذه الفئة تنفذ مبادئ سانتياغو في كثير من الأحيان بشكل جزئي، هذا في حالة ما إذا تم الكشف عنها .

الفئة الرابعة: صناديق ثروة سيادية غير متوافقة مع مبادئ سنتياغو (Non Compliant)

تصنف صناديق الثروة السيادية على أنها غير ملتزمة بمبادئ سانتياغو، إذا كانت حوكمتها، الشفافية والترتيبات المتعلقة بالمساءلة وممارسات الإفصاح تعاني من نقص التطبيق خلال معظم النقاط التي شملتها مبادئ سنتياغو، تضم هذه الفئة هيئة قطر للاستثمار .

الفئة الخامسة: صناديق ثروة سيادية غير مصنفة (Not Rated)

تم استثناء صناديق الثروة السيادية من تصنيفها ضمن هذا المؤشر لأن سياسات الإفصاح الخاصة بها لا تسمح بإجراء تقييم يمكن الاعتماد عليه، أو تعهدات هذه الصناديق ما زالت في مرحلة ادخال تعديلات عليها، أو مؤسساتها السياسية تفتقر الى القدرة على صياغة توجه سياسي ثابت أو توفير ترتيبات اشرافية مهمة.

صناديق الثروة السيادية الغير المصنفة ضمن هذا المؤشر هي صندوق احتياط التقاعد الوطني الايرلندي حيث تسعى حكومة بلد هذا الأخير الى اعادة توجيهه من صندوق تقاعد على المدى الطويل الى صندوق يركز على الاستثمارات المحلية، بالنسبة لصندوق الاستراتيجي الايطالي ،صندوق استقرار ايرادات النفط المكسيكي وصندوق سامروك لدولة كازاخستان سياسات الإفصاح الخاصة بهذه الصناديق لا تسمح بإجراءات تقييم التوافق مع مبادئ سنتياغو.

حسب هذا التقرير¹ التزام صناديق الثروة السيادية بمضمون مبادئ سانتياغو لا يزال متفاوتا، وهناك عدد كبير من صناديق الثروة السيادية لديها ترتيبات الحوكمة وسياسات الإفصاح المالي التي تتماشى مع المعايير التي وضعتها هذه المبادئ، وفي الوقت نفسه، العديد من الصناديق وعلى الأخص في منطقة الخليج، لا تزال بحاجة إلى زيادة تعزيز سياسات الإفصاح المالي الخاصة بهم، وأن تصبح أكثر شفافية فيما يخص ترتيبات الحوكمة، تعزيز التزاماتها فيما يخص هذه المبادئ في شكل سياسات افصاح استباقية هو أمر ضروري للحفاظ على شرعية مبادئهم.

المطلب الثالث: مؤشرات قياس حوكمة و شفافية صناديق الثروة السيادية

في هذا المطلب سنستعرض أهم مؤشرات قياس حوكمة و شفافية صناديق الثروة السيادية الصادرة عن مؤسسات بحثية تهتم بدراسة هذه الصناديق :

1-تعريف مؤشر ترومان Edwin Truman:

مؤشر ترومان وضعه² و طوره الباحث الاقتصادي³ ادوين ترومان في سنة 2007⁴، يركز على تقييم حوكمة و شفافية صناديق الثروة السيادية من خلال أربع فئات رئيسية و هي كالتالي هيكلية الصندوق ، الحوكمة، الشفافية و المسائلة، و سلوك صناديق الثروة السيادية، يضم هذا المؤشر 33 عنصر في شكل سؤال للإجابة عليه، اذا كانت الإجابة موفقة (نعم) يتم التنقيط ب1 نقطة، اذا كان العكس (لا) يتم التنقيط ب0 نقطة، النقاط الجزئية 0.25،0.50،0.75 يتم استعمالها عند تنقيط بعض العناصر (المشار اليها بالرمز ن) عندما لا يمكن الاجابة بنعم أو لا، تترجم⁵ هذه النقاط الى نسب مئوية خاصة بكل فئة .

¹ Sovereign Wealth Funds ,op .cit ,p02.

²Edwin Truman ,sovereign wealth fund :threat or salvation?,Person Institute For International Economics,p70,

³ ادوين ترومان باحث اقتصادي بارز بمعهد بيترسون للاقتصاد، من أهم مؤلفاته كتاب بعنوان صناديق الثروة السيادية :تهديد أو الخلاص؟، تم نشره في سنة 2010 .

⁴ بالنسبة للتنقيط في نسخة 2007 تم تقييم 33 صندوق ثروة سيادي من 28 بلد على أساس 25 عنصر، نسخة 2008 تضمنت 46 صندوق ثروة سيادي من 35 بلد تم

التنقيط على أساس 33 مكون أو عنصر، في نسخة 2009 تم تقييم 53 صندوق ثروة سيادي من 37 بلد تم التنقيط أيضا على أساس 33 عنصر، في نسخة 2012 المنشورة من

قبل معهد بيترسون سنة 2013 تم تقييم 49 صندوق ثروة سيادي من 48 بلد.

⁵ المتوسط يمكن اعتباره المتوسط المرجح لأربعة فئات ، حيث الوزن هو عدد من الأسئلة في كل فئة نسبة إلى المجموع.

1-1-العناصر المكونة لمؤشر ترومان:

جدول رقم (1-4):العناصر المكونة لمؤشر EDWIN TRUMAN

هيكل الصندوق
<p>1-هل يتم ذكر الهدف من صناديق الثروة السيادية بشكل واضح؟(ن)</p> <p>2-هل هناك إطار قانوني واضح لصناديق الثروة السيادية؟ (ن)</p> <p>3-هل الإجراءات تغيير هيكل صناديق الثروة السيادية واضحة؟(ن)</p> <p>4-هل يصرح بالاستراتيجية العامة للاستثمار بشكل واضح؟(ن)</p> <p>-المعاملات المالية-</p> <p>5-هل مصدر تمويل صندوق الثروة السيادي محدد بشكل واضح؟(ن)</p> <p>6-هل طبيعة استخدام المتتالي لأصول و عوائد الصندوق محدد بشكل واضح؟(ن)</p> <p>7-هل عمليات صناديق الثروة السيادية متكاملة على نحو ملائم مع السياسات النقدية و المالية؟(ن)</p> <p>8-هل صندوق الثروة السيادي مستقل عن الاحتياطات الأجنبية للبلد؟(ن)</p>
حوكمة الصندوق
<p>9-هل دور صندوق الثروة السيادي في وضع الاستراتيجيات الاستثمارية مؤسس بشكل واضح؟(ن)</p> <p>10-هل دور الهيئة الادارية لصندوق الثروة السيادي مؤسس بشكل واضح؟(ن)</p> <p>11-هل دور المدراء في تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية مؤسس بشكل واضح؟(ن)</p> <p>12-هل القرارات بشأن الاستثمارات الخاصة يتخذها مدراء صناديق الثروة السيادية؟(ن)</p> <p>13-هل صناديق الثروة السيادية لها معايير أخلاقية داخلية للإدارة و الموظفين؟(ن)</p> <p>14-هل لصناديق الثروة السيادية مبادئ توجيهية للمسؤولية تتبعها و تطرحها للرأي العام؟(ن)</p> <p>15-هل لصندوق الثروة السيادي مبادئ توجيهية للاستثمار الأخلاقي؟(ن)</p>
الشفافية و المساءلة
<p>-تنفيذ استراتيجية الاستثمار-</p> <p>16-هل تشمل التقارير المنتظمة عن استثمارات ص ث س معلومات حول أنواع(أصناف)الاستثمارات؟(ن)</p> <p>17-هل استراتيجية الاستثمار تتضمن استخدام محفظة مرجعية؟(ن)</p> <p>18-هل استراتيجية الاستثمار تتضمن استخدام الرافعة المالية؟(ن)</p> <p>19-هل يتم تحديد الأطراف المفوضة بالاستثمار؟(ن)</p> <p>-نشاطات الاستثمار-</p> <p>20-هل تشمل التقارير المنتظمة عن استثمارات صناديق الثروة السيادية معلومات عن حجم الصندوق؟ (ن)</p> <p>21-هل تشمل التقارير المنتظمة عن استثمارات صناديق الثروة السيادية معلومات عن عائداته؟ (ن)</p> <p>22-هل تشمل التقارير المنتظمة عن استثمارات ص ث س معلومات عن الموقع الجغرافي للاستثمارات؟ (ن)</p> <p>23-هل تشمل التقارير المنتظمة عن استثمارات صناديق الثروة السيادية معلومات عن الاستثمارات الخاصة؟ (ن)</p>

<p>24- هل تشمل التقارير المنتظمة عن استثمارات ص ث س معلومات عن مكونات العملة من الاستثمارات؟ (ن) -التقارير-</p> <p>25- هل يوفر ص ث س على الأقل تقريراً سنوياً حول نشاطاته و نتائجه؟(ن)</p> <p>26-هل يوفر ص ث س تقارير ربع سنوية؟(ن) -التدقيق-</p> <p>27- هل صناديق الثروة السيادية تخضع لمراجعة (تدقيق) سنوية منتظمة؟ (ن)</p> <p>28-هل تنشر صناديق الثروة السيادية على الفور المراجعة (التدقيق) الخاصة بالعمليات و الحسابات؟(ن)</p> <p>29- هل عملية التدقيق مستقلة؟ (ن).</p>
السلوك
<p>30- هل لصناديق الثروة السيادية سياسة لإدارة المخاطر التشغيلية؟</p> <p>31-هل لصناديق الثروة السيادية سياسة بشأن استخدام الرافعة المالية؟ (ن)</p> <p>32-هل لصناديق الثروة السيادية سياسة بشأن استخدام المشتقات المالية؟(ن)</p> <p>33-هل لصناديق الثروة السيادية دليل توجيهي فيما يخص طبيعة و سرعة التعديل في المحفظة؟(ن)</p>

source: Allie E . Bagnall , Edwin M. Truman, **Progress on Sovereign Wealth Fund Transparency and Accountability: An Updated SWF Scoreboard**, policy brief, P B 13 - 19, A U G U S T 2 0 1
3, Peterson institute for international economics , p 17-18.

1-2-تقييم صناديق الثروة السيادية باستخدام مؤشر ترومان (تعديل سنة 2015)

خلال هذه النسخة بعنوان¹ (التقدم المتفاوت في مساءلة و شفافية صناديق الثروة السيادية) ،لائحة تنقيط ص ث س سنة 2015 التي تم نشرها في أكتوبر سنة 2016، الصادرة عن معهد² بترستون للاقتصاد تم³ تقييم 60 صندوق ثروة سيادي ، حيث تم في هذا التقرير اضافة⁴ 15 صندوق ثروة سيادي و⁵ أقصاء أربعة صناديق تم تنقيطها في النسخة السابقة سنة 2012.

¹ Edwin M. Truman, Sarah E. Stone, **Uneven Progress on Sovereign Wealth Fund Transparency and Accountability**, PB 16-18, Peterson Institute for International Economics, October 2016 ,p ON : www.piie.com

² معهد بترستون للاقتصاد الدولي عبارة عن مؤسسة بحثية تهم بدراسة قضايا وشؤون الاقتصاد العالمي، تم تأسيسه في سنة 1981 ويقع مقره بواشنطن في الولايات المتحدة الأمريكية

³ Edwin M. Truman, Sarah E. Stone, *ibid*, p02.

⁴ الصناديق التي تمت اضافتها خلال نسخة سنة 2015 هي صندوق الاستثمار الفلسطيني، صندوق تكساس الدائم للتدريس، صندوق الجامعي الدائم لولاية تكساس، صندوق الودائع و الائتمان لفرنسا، صندوق الاستراتيجي الايطالي، بنك العام الاستثمار الفرنسي، صندوق التراث لشمال داكوتا، صندوق التطوير الروندي، شركة الاستثمار لدولة كازاخستان ، صندوق استقرار المداخل المالية BISO، صندوق الاستقرار المالي لدولة البيرو، صندوق سامروك لدولة كازاخستان، صندوق التطوير السياحي لدولة المغرب، صندوق الاستثمار المباشر الروسي، مجلس أبو ظبي للاستثمار.

الصناديق التي تم اقصاءها صندوق الوطني لجمهورية كازاخستان، حساب النفط الوطني لساوتومي وبرنسيبي، حساب استقرار مداخل النفط لدولة السودان الجنوبية، صندوق⁵ التطوير الوطني لدولة فنزويلا.

يتم التنقيط على أساس التقارير السنوية والملخصات في المواقع الالكترونية لصناديق الثروة السيادية أو وزارة المالية، والتقارير التي تمثل التقييم الخاص لصناديق الثروة السيادية التي نشرتها على موقع المنتدى الدولي لصناديق الثروة السيادية.

وفي ما يلي جدول يقدم تقييم الحوكمة و المسائلة لصناديق الثروة السيادية باستخدام مؤشر ترومان لسنة 2015.

جدول رقم(1-5): يمثل ترتيب صناديق الثروة السيادية حسب مؤشر ترومان لسنة 2015.

الرتبة	البلد	اسم صندوق الثروة السيادي	مجموع الأصول (بليون دولار أمريكي)	النقطة
1.	النرويج	صندوق المعاشات الحكومي الاجمالي GPFG	888	98
2.	نيوزيلندا	صندوق النفقات PR	21	94
3.	الولايات الأمريكية	صندوق الائتمان الدائم وايومينغ WPTMF	7	93
4.	أذربيجان	صندوق النفط الحكومي SOF	34	92
5.	كندا	صندوق الثروة للائتمان و الادخار ألبرتا AHSTF	18	91
6.	الشيلي	صندوق الاستقرار الاقتصادي و الاجتماعي ESSF	15	91
7.	الشيلي	صندوق ادخار النفقات PRF	9	88
8.	تيمور ليشتي	صندوق البترول PETROLEUM FUND	17	88
9.	الولايات الأمريكية	صندوق أسكا الدائم APFc	55	88
10.	أستراليا	صندوق المستقبل FF	90	87
11.	الولايات الأمريكية	صندوق نيو مكسيكو NMSIC	20	84
12.	ايرلندا	صندوق الاستثمار الاستراتيجي الايرلندي ISIF	9	82

82	3	صندوق الائتمان ألاباما ATF	الولايات المتحدة الأمريكية	13.
81	6	صندوق الثروة و الاستقرار H S F	ترينداد و توباغو	14.
78	92	شركة كوريا للاستثمار KIC	كوريا ج	15.
77	0.8	صندوق الاستثمار الفلسطيني PIF	فلسطين	16.
76	0.6	هيئة الاستثمار النيجيرية SIA	نيجيريا	17.
76	250	تماسك القبضة temasek holding	سنغافورة	18.
73	34	صندوق التدريس الدائم تكساس TPSF	الولايات المتحدة الأمريكية	19.
70	810	شركة الاستثمار الصينية CIC	الصين	20.
70	17	صندوق الجامعي الدائم لتكساس PUF	الولايات المتحدة الأمريكية	21.
68	163	صندوق الضمان و الودائع CDC	فرنسا	22.
68	459	صندوق النقد EXCHANG FUND	هونغ كونغ	23.
68	566	هيئة كويت للاستثمار KIA	الكويت	24.
68	6	صندوق استقرار المداخل المالية BISF	المكسيك	25.
68	67	شركة التطوير مبادلة MUBADALA	الامارات العربية المتحدة	26.
67	5	صندوق أنغولا Fundo Soberano de Angola	أنغولا	27.
67	6	صندوق الاستثمار ايطالي IFI	ايطاليا	28.
65	44	بنك العام للاستثمار الفرنسي BIP	فرنسا	29.
64	4	صندوق شمال داكوتا الشمالي NDLF	الولايات المتحدة الأمريكية	30.

61	20	الصندوق الوطني Khazanah Nasional	ماليزيا	.31
61	344	شركة الاستثمار الحكومية السنغافورية GIC	سنغافورة	.32
60	5	صندوق البرازيل السيادي SFB	البرازيل	.33
59	6	صندوق بولا PULA FUND	بوتسوانا	.34
59	22	دبي القابضة Dubai HOLDING	الامارات العربية المتحدة	.35
58	700	هيئة أبو ظبي للاستثمار ADIA	الامارات العربية المتحدة	.36
57	0.04	صندوق التنمية ADF	روندا	.37
55	194	شركة الاستثمار دبي IC DUBAI	الامارات العربية المتحدة	.38
55	68	شركة الاستثمارات البترولية الدولية IPIC	الامارات العربية المتحدة	.39
52	11	الشركة القابضة ممتلكات Mumtalakat	البحرين	.40
52	34	صندوق احتياط العام للدولة SGRF	عمان	.41
49	110	صندوق الثروة الوطني و صندوق الاحتياط NWF/RF	روسيا	.42
48	63	صندوق التطوير الايراني IDF	ايران	.43
48	2	شركة الاستثمار الوطنية	كازاخستان	.44
48	0	صندوق النفط المكسيكي للاستقرار و التنمية FMP	المكسيك	.45
48	8	صندوق الاستقرار المالي FSF	البيرو	.46
47	50	صندوق كازاخستان SC-JSC	كازاخستان	.47
47	0.5	صندوق المغرب للتطوير السياحي MFDT	المغرب	.48
45	0.5	صندوق البترول PETROLEUM FUND	غانا	.49

42	0.5	صندوق استقرار الاقتصاد الكلي SFEE	فنزويلا	.50
40	242	هيئة قطر للاستثمار QIA	قطر	.51
39	3	شركة استثمار رأس مال الدولة SCIC	فيتنام	.52
36	10	صندوق الاستثمار المباشر الروسي RDIF	روسيا	.53
35	0.5	صندوق معادلة احتياط الإيرادات RERF	كرباتي	.54
33	111	مجلس أبوظبي للاستثمار ADIC	الامارات العربية المتحدة	.55
30	40	وكالة الاستثمار لبروناي BIA	بروناي- دار السلام	.56
26	50	صندوق ضبط الإيرادات Revenue Regulation Fund	الجزائر	.57
23	67	هيئة ليبيا للاستثمار LIA	ليبيا	.58
23	20	استثمار Istithmar World	الامارات العربية المتحدة	.59
11	0.1	صندوق الأجيال القادمة Fund for Future Generations	غينيا الاستوائية	.60
62			المجموع (60)	

Source: Edwin M. Truman, Sarah E. Stone, **Uneven Progress on Sovereign Wealth Fund Transparency and Accountability**, PB 16-18, Peterson Institute for International Economics, October 2016, P08.

من خلال الجدول رقم (1-5): نلاحظ فيما يخص نتائج تقييم 60 صندوق ثروة سيادي متوسط مجموع النقاط المسجلة لكل الصناديق يقدر بـ 62%، حيث هنالك تفاوت و اختلاف في أداء صناديق الثروة السيادية فيما يخص المساءلة و الشفافية حيث تم تسجيل تنقيط عال لبعض الصناديق وفي نفس الوقت تنقيط ضعيف لصندوق آخر داخل نفس البلد.

بالنسبة لمجموعة التي تمثل أكبر صناديق الثروة السيادية من حيث حجم الأصول المسيرة نجدتها غير متجانسة حسب مؤشر ترومان، نسجل في قائمة أكبر 10 صناديق ثروة سيادية متوسط النقاط يقدر بـ 66.2%، أعلى تنقيط نجد صندوق المعاشات الحكومي الاجمالي النرويجي يسجل 100/98 في حين نجد هيئة قطر للاستثمار تسجل 100/40.

بالنسبة للجزائر سجل صندوق ضبط الإيرادات الجزائري حسب هذا المؤشر ترتيب متأخر ب 26% هذا التقييم¹ المنخفض يرجع الى قلة المعلومات المتاحة و المنشورة .

عدد كبير من صناديق الثروة السيادية عرفت تقدم مهم من حيث الشفافية و المسائلة حيث ارتفع مستوى تنقيطها من خلال مؤشر ترومان ما بين أول نسخة تم نشرها في سنة 2007 و آخر نسخة تم تسجيلها في سنة 2015.

وفي ما يلي جدول يمثل تنقيط بعض صناديق الثروة السيادية خلال تصنيفات مؤشر ترومان لسنوات 2007، 2009، 2015.

جدول رقم(1-6) :تطور تنقيط بعض أهم صناديق الثروة السيادية حسب مؤشر ترومان للسنوات 2007، 2009، 2012، 2015.

اسم الصندوق	تصنيف (2007)	تصنيف (2009)	تصنيف (2012)	تصنيف (2015)
صندوق المعاشات الحكومي النرويجي الاجمالي GPIFG	92	97	98	98
صندوق ألاسكا الدائم الولايات المتحدة الأمريكية APF	94	92	91	88
صندوق النفقات النيوزيلندي SF	95	94	94	94
صندوق المستقبل الأسترالي FF	80	80	89	87
صندوق الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي الشيلي ESSF	71	71	91	91
الشركة القابضة TEMASEK سنغافورة	45	73	76	76
شركة الاستثمار الحكومية السنغافورية GIC	41	65	66	61
هونغ كونغ ET	67	70	70	68
الشركة الصينية للاستثمار CIC	29	57	64	70
صندوق الثروة وصندوق احتياط التقاعد الروسي RF/NWF	51	50	53	49
هيئة الكويت للاستثمار KIA	48	63	73	68
شركة مبادلة أبوظبي MUBADALA	15	59	65	68
هيئة أبوظبي للاستثمار ADIA	9	11	58	58
دبي للاستثمار WORLD	14	15	17	23
هيئة قطر للاستثمار QIA	09	15	17	40
صندوق ضبط الإيرادات الجزائر RRF	27	29	29	26

¹Edwin M. Truman, Sarah E. Stone, Uneven Progress on Sovereign Wealth Fund Transparency and Accountability ,op.cit ,p06.

59	56	56	55	صندوق بولا بوتسوانا PULA FUND
66.11	65.11	58.64	49.52	المتوسط

المصدر: من اعداد الطلبة اعتمادا على بيانات مؤشر ترومان لسنة 2007-2015.

من خلال الجدول رقم (1-6) نلاحظ أن عدد من صناديق الثروة السيادية عرفت تحسن ملحوظ من حيث الأداء و من أهم هذه الصناديق نجد كل من هيئة أبوظبي للاستثمار ، الشركة السنغافورية الحكومية للاستثمار ، وصندوق الاستقرار الاقتصادي و الاجتماعي الشيلي ، الشركة الصينية للاستثمار و شركة مبادلة للتنمية بأبوظبي.

2- مؤشر لينبرغ -مادول

هذا المؤشر تم انشاؤه لقياس شفافية صناديق الثروة السيادية في سنة 2008 من قبل كارل لينبرغ و ميشال مادول Carl Lnaburg, Michal Maduell مؤسسي معهد صناديق الثروة السيادية Sovereign Wealth Fund Institute يتم نشر قائمة صناديق الثروة السيادية المصنفة حسب هذا المؤشر بشكل فصلي .

2-1- مكونات مؤشر لينبرغ -مادول:

التنقيط يتم على أساس تنقيط 10 معايير من 0 الى 10 يجب حصول صندوق ثروة سيادي على درجة 8

فما فوق ليتمكن الحكم على أنه صندوق شفاف بالنسبة لمكونات هذا المؤشر يمكن ذكرها كالتالي :

جدول رقم (1-7): يمثل مكونات مؤشر لينبرغ -مادول الصادر عن معهد صناديق الثروة السيادية

النقطة	المكونات
1	الصندوق يوفر معلومات حول أسباب انشاءه، أصل الثروة وهيكل الحكومة المالكة.
1	الصندوق يوفر تقارير سنوية مستقلة خاضعة للتدقيق الخارجي.
1	الصندوق يوفر معلومات حول المناطق الجغرافية ونسب المساهمة في الشركات التي يستثمر فيها .
1	الصندوق يوفر معلومات حول القيمة السوقية الكلية للمحفظة المالية، العوائد، و أجور الادارين الذين يتولون ادارة أصول الصندوق .
1	الصندوق يوفر دليل للمبادئ التوجيهية مع الاشارة الى المعايير الأخلاقية ، سياسات الاستثمار و تنفيذ هذه المبادئ.
1	الصندوق يوفر معلومات واضحة حول أهدافه و استراتيجياته.
1	الصندوق يحدد بوضوح فروع (المؤسسات أو الشركات التابعة له) ومعلومات حول اتصالاته .
1	الصندوق يحدد الجهات الخارجية المخولة بإدارة أصول صناديق الثروة السيادية أي المدراء الاجانب .
1	الصندوق يدير الموقع الالكتروني الخاص به.
1	الصندوق يوفر معلومات حول عنوان مكتبه الرئيسي، ووسائل الاتصال مثل الهاتف و الفاكس .

source:linaburg-maduell transparency index, <http://www.swfinstitute.org/statistics-research/linaburg-maduell-transparency-index>, consulté le 24/12/2016.

2-2- تصنيف صناديق الثروة السيادية حسب مؤشر لينبرغ - مادول

فيما يلي جدول يمثل ترتيب أهم 40 صندوق ثروة سيادي من حيث حجم الأصول المسيرة و درجة التصنيف الموافقة له حسب مؤشر لينبرغ - مادول في سبتمبر 2016، المنشور من قبل معهد صناديق الثروة السيادية .

جدول رقم(1-8): ترتيب أكبر 40 صندوق ثروة سيادي من حيث حجم الأصول المسيرة و درجة التصنيف الموافقة له حسب مؤشر لينبرغ - مادول في سبتمبر 2016.

الترتيب	الصندوق	اسم صندوق الثروة السيادي	حجم الأصول	تاريخ الانشاء	المصدر	مؤشر لينبرغ مادول
1.	النرويج	صندوق المعاشات الحكومي الاجمالي GPF	885	1990	النفط	10
2.	الصين	شركة الاستثمار الصينية CIC	813	2007	غير - سلعي	8
3.	الامارات العربية المتحدة - أبو ظبي	هيئة أبو ظبي للاستثمار ADIA	792	1976	النفط	6
4.	العربية السعودية	ساما SAMA	598.4	غ م	النفط	4
5.	الكويت	هيئة الكويت للاستثمار	592	1953	النفط	6
6.	الصين	شركة الاستثمار SAFE	444	1997	غير - سلعي	4
7.	الصين - هونغ كونغ	هيئة الاستثمار النقدية للمحافظة هونغ كونغ	442.4	1993	غير - سلعي	4
8.	سنغافورة	شركة الاستثمار السنغافورية الحكومية GIC	350	1981	غير سلعي	6
9.	قطر	هيئة قطر للاستثمار QIA	335	2005	النفط و الغاز	5
10.	الصين	صندوق الضمان الاجتماعي الوطني NSSF	236	2000	غير سلعي	5
11.	الامارات العربية المتحدة- دبي	شركة الاستثمار لدبي	196	2006	غير سلعي	5
12.	سنغافورة	القابضة تماسك TEMASEK	139.6	1974	غير سلعي	10
13.	السعودية العربية	صندوق الاستثمار العام PIF	160	2008	النفط	4
14.	الامارات العربية المتحدة	مجلس أبوظبي للاستثمار ADIC	110	2007	النفط	غ م
15.	أستراليا	صندوق المستقبل FF	95	2006	غير سلعي	10
16.	كوريا الجنوبية	الشركة الكورية للاستثمار KIC	91.8	2005	غير سلعي	9

2	النفط	2000	77	الصندوق الوطني لكازاخستان KNF	كازاخستان	17
5	النفط	2008	73.5	صندوق الرفاه الاقتصادي NWF	روسيا	18
10	غير سلعي	2008	69.3	صندوق سامروك SF	كازاخستان	19
9	النفط	1984	66.3	شركة الاستثمار العالمية للبترول IPIC	الامارات العربية المتحدة - ابو ظبي	20
10	النفط	2000	66.3	شركة الاستثمار مبادلة MUBADALA	الامارات العربية المتحدة - ابو ظبي	21
1	النفط	2008	66	الهيئة الليبية للاستثمار LIA	ليبيا	22
5	النفط	2008	65.7	صندوق الادخار RF	روسيا	23
5	النفط و الغاز	2011	62	صندوق التطوير الايراني NDFI	ايران	24
10	النفط	1976	53.9	صندوق الاسكا الدائم APF	الولايات المتحدة الأمريكية -ألاسكا	25
1	الغاز و البترول	2000	50	صندوق ضبط الايرادات RRF	الجزائر	26
1	النفط	1983	40	وكالة بروناي للاستثمار BIA	بروناي	27
9	النفط و مصادر أخرى	1854	37.7	صندوق تكساس الدائم للتدريس T PSF	الولايات المتحدة الأمريكية	28
10	النفط	1999	37.3	صندوق الدولة للنفط SOF	أذربيجان	29
9	غير سلعي	1993	34.9	صندوق الوطني K N	ماليزيا	30
4	النفط و الغاز	1980	34	صندوق الاحتياط العام SRF	عمان	31
10	غير سلعي	2001	23.5	صندوق الاستثمار الاستراتيجي ISIF	ايرلندا	32
10	غير سلعي	2003	20.2	صندوق التقاعد النيوزيلندي SF	نيوزيلندا	33
9	النفط و الغاز	1958	19.8	المجلس الاستثماري لولاية نيو مكسيكو NMSCI	الولايات المتحدة الأمريكية نيومكسيكو	34
9	النفط	1976	17.5	صندوق ألبرتا AHF	كندا	35
م غ	النفط و الغاز	1876	17.2	صندوق الدائم الجامعي PUF	الولايات المتحدة-تكساس	36
8	النفط و الغاز	2005	16.5	صندوق تيمور ليشتي للنفط T-LPF	تيمور الشرقية	37

10	النحاس	2007	15.2	صندوق الاستقرار الاقتصادي و الاجتماعي SESF	الشيلي	38
3	النفط	2007	15	هيئة الاستثمار الاماراتية EIA	الامارات العربية المتحدة- الفيدرالية	39
م غ	غير سلعي	2011	13	صندوق الاستثمار المباشر الروسي RDIF	روسيا	40
المعلومات و الارقام تم تحديثها من قبل معهد صناديق الثروة السيادية بتاريخ سبتمبر 2016						

source: largest sovereign wealth fund by assets under management / le <http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankingsconsulte>, 24/12/2016

من خلال الجدول رقم (1-8) يمكن ملاحظة أن خلفية هذه الصناديق ذات تصنيف الشفافية المرتفع من مناطق جغرافية مختلفة من أوروبا، آسيا، أمريكا الشمالية والجنوبية، كما أن حجم أصول هذه الصناديق متباين ما بين 885 بليون دولار أمريكي (الصندوق الحكومي الاجمالي النرويجي) و 15.2 بليون دولار أمريكي (صندوق الاستقرار الاقتصادي و الاجتماعي لدولة الشيلي) ضمن قائمة أكبر 40 صندوق ثروة سيادي، و 1.2 بليون دولار أمريكي (صندوق بنما) ضمن كل القائمة¹.

أغلب صناديق الثروة الأمريكية سجلت درجة شفافية عالية ما بين 9 و 10 في حين لم يتم تنقيط بعض الصناديق الأخرى لعدم توافر معلومات.

أما بالنسبة لصناديق الثروة السيادية الخليجية معظمها سجلت درجات منخفضة أقل من 8 ماعدا شركة الاستثمار مبادلة في أبوظبي 10، شركة ممتلكات البحرينية 10 وشركة البترول للاستثمار الدولي 9.

بالنسبة لصناديق الثروة السيادية الصينية نجد أعلى درجة حسب هذا المؤشر سجلتها شركة الاستثمار الصينية 8 من بين الصناديق الأخرى التي تملكها الصين .

صناديق الثروة السيادية التي حلت في المراتب الأخيرة و التي سجلت درجة ضعيفة 1 مثل صندوق ضبط الإيرادات الجزائري FRR، وكالة بروناي للاستثمار، الهيئة الليبية للاستثمار، صندوق الاحتياط لمعادلة الإيرادات في كراتي، الصندوق الاحتياط الوطني الموريتاني للمحروقات، صندوق فنزويلا، حيث نلاحظ أن معظمها تنتمي الى البلدان الأفريقية، كما أنها مجموعة متميزة من حيث حجم أصول الصناديق.

منذ انشاء هذا المؤشر سنة 2008 العديد من صناديق الثروة السيادية تحسن أداءها و مستوى شفافتها حيث ترجم ذلك في شكل تقدم ملحوظ في قائمة لينبرغ -مادول لتنقيط صناديق الثروة السيادية . وفيما يلي جدول يمثل التقدم الذي عرفته بعض صناديق الثروة السيادية.

¹ القائمة الكلية تضم 78 صندوق ثروة سيادي، تم الاطلاع عليها بتاريخ 2017/01/03 في:

جدول رقم(1-9) :المقارنة بين تنقيط صناديق الثروة السيادية حسب مؤشر لينبرغ -مادول لكل في الثلاثي الثاني لكل من سنة 2008،2012،2016.

البلد	اسم الصندوق	الثلاثي الثاني سنة 2008	الثلاثي الثاني سنة 2012	الثلاثي الثاني سنة 2016
النرويج	صندوق المعاشات الحكومي النرويجي الاجمالي GPF	10	10	10
الولايات المتحدة الأمريكية	صندوق ألاسكا الدائم الولايات المتحدة الأمريكية APF	10	10	10
نيوزيلندا	صندوق النفقات النيوزيلندي SF	10	10	10
أستراليا	صندوق المستقبل الأسترالي FF	9	10	10
الشيلي	صندوق الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي ESSF	1	10	10
سنغافورة	الشركة القابضة TEMASEK سنغافورة	8	10	10
سنغافورة	شركة الاستثمار الحكومية السنغافورية GIC	6	7	7
الصين	SAFE	2	4	6
الصين	الشركة الصينية للاستثمار CIC	1	7	8
روسيا	صندوق الثروة الروسي NWF	5	5	5
روسيا	صندوق احتياط RF	5	5	5
الكويت	هيئة الكويت للاستثمار KIA	6	6	6
قطر	هيئة الاستثمار القطرية QIA	5	5	5
العربية السعودية	SAMA	2	4	4
الامارات العربية المتحدة -أبوظبي	شركة مبادلة أبوظبي MUBADALA	6	10	10
الامارات العربية المتحدة -أبوظبي	هيئة أبو ظبي للاستثمار ADIA	3	5	7
الجزائر	صندوق ضبط الإيرادات الجزائر RRF	1	1	1
بوتسوانا	صندوق بولا بوتسوانا PULA FUND	1	6	6

Source :2 quarter 2016 LMTI, 2 quarter 2012 LMTI, 2 quarter 2008 LMTI, www.swfinstitute.org, consulté le 27/12/2016.

من خلال الجدول (1-9) حسب مؤشر لينبرغ -مادول تعد صناديق الثروة السيادية لكل من النرويج، الولايات المتحدة الأمريكية، أستراليا و نيوزيلندا صناديق شفافة حيث حصلت على أعلى تنقيط 10 على مدار السنوات(2008-2016) التي تم اصدار فيها تنقيط و ترتيب هذه الصناديق بشكل فصلي .

صناديق ثروة سيادية سجلت تحسن في أداءها(من حيث مستوى الشفافية) و ترتيبها مثل صندوق الاستقرار الاقتصادي و الاجتماعي لدولة الشيلي حيث أصبح واحد من أكثر صناديق الثروة السيادية شفافية في العالم بحصوله على تنقيط عال 10 بعدما كان يتذيل ترتيب قائمة صناديق الثروة السيادية مع صناديق أخرى بتنقيط ضعيف 1 في سنة 2008 و من الواضح أن هذا التطور يرجع الى الجهود الحادة من طرف القائمين على هذا الصندوق فيما يخص الشفافية و الافصاح عن المعلومات .

نفس الأمر يمكن أن نسجله لكل من صندوق التنمية مبادلة في أبوظبي والشركة القابضة (تماسك) لدولة سنغافورة حيث أصبحت تعد صناديق شفافة بحصولها على أعلى تنقيط ضمن هذا المؤشر .

هذا يدل على أنه لا يمكن دوما تفسير شفافية صناديق الثروة السيادية وربطها بمستوى التطور و الأداء الاقتصادي للبلد المالك للصندوق اذا كانت بلدان متطورة أو بلدان نامية.

بعض صناديق الثروة السيادية عرفت هي الأخرى تطور في ترتيب و التنقيط حسب هذا المؤشر لكن ليس بالشكل الكافي لتصنيفها كصناديق ثروة سيادية شفافة مثل صندوق هيئة أبوظبي للاستثمار ، و صندوق ساما العربية السعودية ، الهيئة الكويتية للاستثمار ، نفس الأمر لصناديق الثروة السيادية الصينية حيث أعلى ترتيب حصلت عليه الشركة الصينية للاستثمار 8.

بعض الدول مثل روسيا و قطر لم تسجل صناديقها السيادية أي تطور حيث حافظت على تنقيطها السابق (5) هذا يدل على أنه ليس هناك جهود مبذولة لتحسين شفافية الصناديق أو رغبة في الافصاح عن معلومات اضافية .

بالنسبة لصناديق الثروة السيادية الخاصة بالدول الافريقية نجد أن صندوق بولا بوتسوانا قد سجل تطور ملحوظ من 1 سنة 2008 الى 6 حسب تنقيط لينبرغ -مادول سنة 2016 ، و مقارنة بصندوق ضبط الإيرادات الجزائري الذي لم يعرف أي تقدم في التنقيط منذ انشاء ونشر التنقيط الخاص بهذا المؤشر وقد يرجع هذا الى قلة المعلومات المنشورة و المتوفرة حول هذا الصندوق و بالتالي لا يوجد أي عمل من أجل تحسين وضعية صندوق ضبط الإيرادات الجزائري فيما يخص الشفافية و الافصاح عن المعلومات.

المبحث الثالث: صناديق الثروة السيادية مستثمر نشط في الأسواق المالية الدولية

لاتزال¹ المعرفة بالاستراتيجيات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية غير كاملة، بينما تفصح بعض الصناديق عن جميع تفاصيل محافظها المالية، وتشرح المخاطر والعائدات باستفاضة، بعض الصناديق الأخرى تتحفظ في الإفصاح عن التفاصيل، لذلك سنعرض نظرة حول استثمارات صناديق الثروة السيادية من حيث الحجم والقيمة من خلال المطلب الأول، صناديق الثروة السيادية وأهم استثماراتها خلال الأزمة المالية العالمية سنة 2008 من خلال المطلب الثاني واستثمارات صناديق الثروة السيادية خلال صدمة انخفاض أسعار النفط المسجلة خلال الفترة 2014-2017.

المطلب الأول: استثمارات و تعاملات صناديق الثروة السيادية

هناك عدة مؤسسات ومراكز بحثية تختص بدراسة وتتبع استثمارات والمعاملات التي تقوم بها صناديق الثروة السيادية على مستوى العالم، من خلال الإحصاءات التي تنشرها في شكل تقارير سنوية التي من شأنها أن تعطي نظرة عن عالم صناديق الثروة السيادية وإمكانية تحليل نمط، تطور والتوجهات الاستثمارية لهذه الأخيرة، حيث قمنا في هذا المطلب بالاستعانة بالتقارير السنوية التي تصدرها هذه الصناديق.

1-1- حجم وقيمة النشاطات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية:

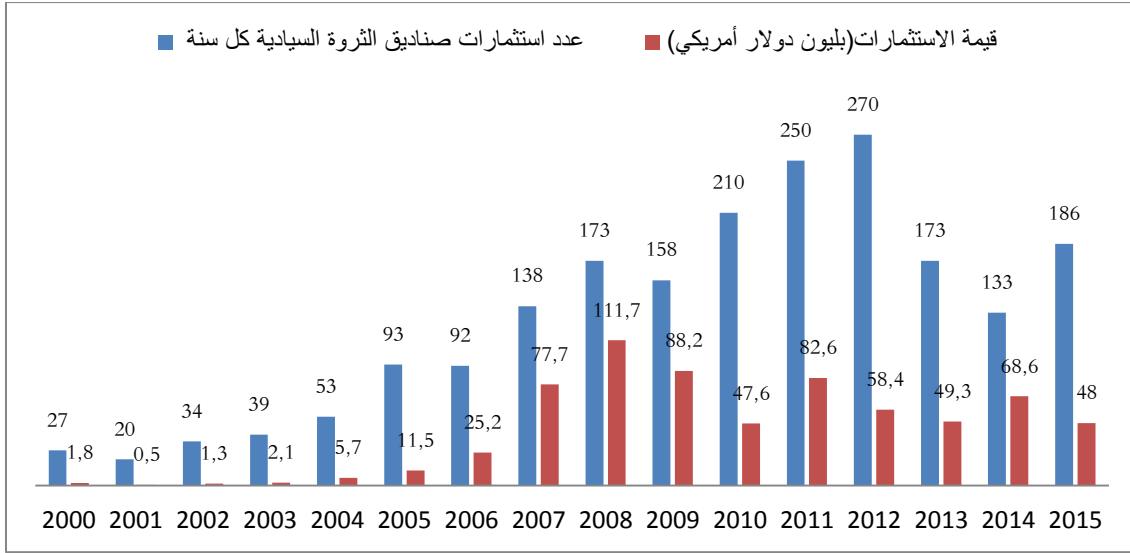
في هذا الجزء سوف سنستعرض الأرقام والإحصاءات حول قيمة الاستثمارات المالية لصناديق الثروة السيادية

1-1-1 حجم وقيمة استثمارات صناديق الثروة السيادية :

و فيما يلي الشكل التالي يمثل استثمارات صناديق الثروة السيادية لكل سنة منذ 2002 إلى 2015 من حيث حجم الاستثمارات وعدد صناديق الثروة السيادية المستثمرة، حيث أن استثمارات صناديق الثروة السيادية تضم الاستثمار في الأسهم المباشرة، الصفقات في قطاع العقارات، المشاريع المشتركة، وعمليات ضخ رؤوس الأموال.

¹د علي واثق الموسوي، مرجع سبق ذكره، ص 21.

الشكل رقم (1-6): استثمارات صناديق الثروة السيادية لكل سنة منذ 2002 الى 2015.



source: Direct SWF Investments Since 2000, The Sky Did Not Fall ,Sovereign Wealth Fund Annual Report, 2016,p16.

من خلال الشكل أعلاه رقم (1-6) نلاحظ ما يلي :

خلال الفترة من سنة 2002 - 2006 نلاحظ أن استثمارات صناديق الثروة السيادية عرفت نمو

متواصل من حيث قيمة و عدد الاستثمارات كل سنة .

خلال الفترة (2007-2008) نلاحظ أنه في سنة 2008 تم تسجيل استثمارات كبيرة لصناديق الثروة السيادية تقدر ب 111.7 بليون دولار أمريكي مقابل 173 معاملة أي ارتفاع يقدر ب 45% من حيث القيمة و 25% من حيث عدد التعاملات مقارنة بسنة 2007 ،يرجع ذلك الى الأزمة المالية العالمية و التي برزت من خلالها صناديق الثروة السيادية كمنقذ من خلال توفيرها السيولة المالية لأكبر المؤسسات المالية الغربية التي عرفت صعوبات مالية كبيرة خلال تلك الفترة وأيضاً¹ توجهها نحو أسواقها المحلية لإعادة رأسملة القطاع البنكي الذي تأثر بدوره بالأزمة المالية العالمية ابتداءً من النصف الأخير لسنة 2008 ومن أبرز الحالات نجد التدخلات التي قامت بها كل من صناديق الثروة السيادية القطرية و الصينية .

سنة 2010 تم تسجيل استثمارات تقدر ب 47.6 بليون دولار أمريكي مقابل 210 عدد التعاملات.

خلال الفترة (2014-2015) نلاحظ أنه في سنة 2015 تم تسجيل 48 بليون دولار قيمة الاستثمارات مقابل 186 عدد التعاملات، وهي أقل قيمة من حيث حجم استثمارات هذه الصناديق خلال الفترة (2002-

¹ Hélène Raymond, **Sovereign Wealth Funds as domestic investors of last resort during crises**, International Economics 123 (2010),p126.

2015) بعد تلك المسجلة سنة 2010 و يرجع ذلك الى تأثير انخفاض أسعار البترول ابتداء من منتصف سنة 2014 الذي أثر بدوره على توجهات استثمار صناديق الثروة السيادية .

حيث¹ أن سيناريو انخفاض أسعار الطاقة أدى الى تدهور الأفاق الاقتصادية الكلية للبلدان المنتجة للنفط حيث أن بلدان مثل السعودية العربية ،قطر وعمان أطلق سياسات مالية انكماشية للحد من الانفاق و رفع الضرائب ،بعض الحكومات لجأت الى اصدار سندات الدين العام لتخفيف القيود المفروضة على الميزانية. في منطقة الشرق الأوسط التصنيفات الائتمانية العالية، وانخفاض مستويات الديون الغير المسددة، وانخفاض أسعار الفائدة سمحت بإصدار سندات الدين في الأسواق الدولية والمحلية(الصكوك في المقام الأول).

وفي أحر قائمة أدوات السياسة المالية و النقدية الحكومات قامت باستغلال أصولها السيادية من خلال رفع العوائد من خلال حوصصة المؤسسات و استخدام احتياطات النقد الأجنبي وصناديق الثروة السيادية ،لتعقيم الميزانية ضد تقلبات أسعار السلع كمخفف أولي للصدمة، حيث أن صندوق الاحتياط الروسي قام بتسييل أصول قيمتها أكثر من 20 بليون دولار أمريكي لتغطية العجز في الميزانية الفيدرالية .

قطر قامت بتصفية استثماراتها في كل من شركة الانشاءات الألمانية hochtief وشركة vinci SA الفرنسية بقيمة 1.5 بليون دولار أمريكي ،في حين لم تصرح الهيئة القطرية عن تأثير هذه المبيعات على ميزانية الصندوق من الممكن أن يكون ذلك بسبب الخسائر التي عرفتها مع Volkswagen وGlencore .

صندوق المعاشات الحكومي الاجمالي النرويجي في أكتوبر 2015 أعلن لأول مرة أنه سيقوم بسحب 25.2 بليون دولار أمريكي من صندوق الثروة السيادي الخاص به لتغطية العجز و تخفيز النمو.

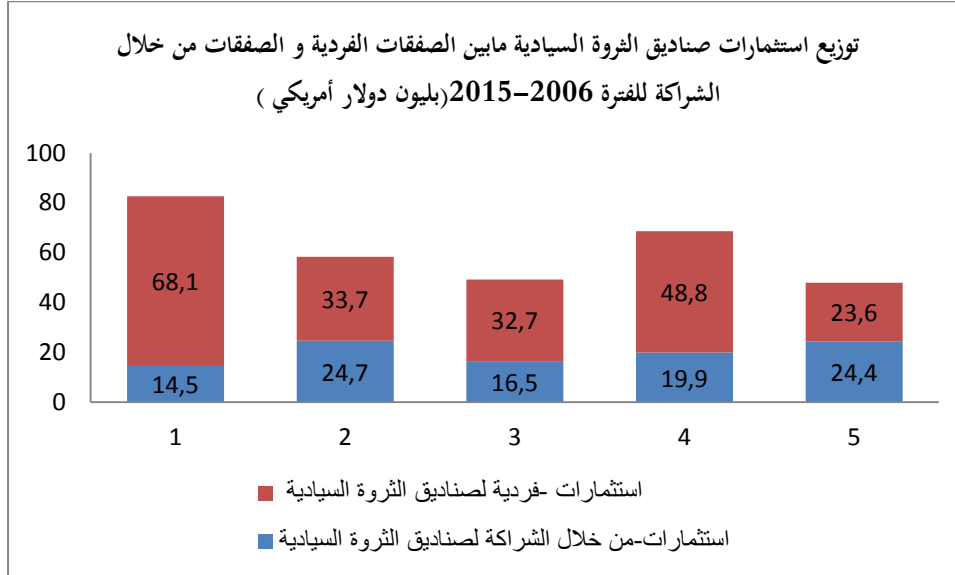
صدمة انخفاض أسعار البترول كان له تأثير واضح على سلوك صناديق الثروة السيادية ،ولكن بشكل غير مباشر ،و الانخفاض في حجم استثمارات صناديق الثروة السيادية سنة 2015 من النتائج الاقتصادية لانخفاض أسعار البترول.

1-2 طبيعة الصفقات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية:

و فيما يلي الشكل التالي يوضح توزيع استثمارات صناديق الثروة السيادية من خلال صفقات فردية أو صفقات شراكة للفترة 2011-2015.

¹ Bernardo Bortolotti, Veljko Fotak, Giacomo Loss ,op .cit ,pp16-19.

الشكل رقم(7-1): توزيع استثمارات صناديق الثروة السيادية من خلال صفقات فردية أو صفقات من خلال الشراكة للفترة 2011-2015



source: Distribution of Standalone and Co-Investments by Deal Value, 2011-2015, **The Sky Did Not Fall** ,Sovereign Wealth Fund Annual Report, 2016,p30.

من خلال الشكل (7-1) نلاحظ أن:

نسبة استثمار صناديق الثروة السيادية في شكل شراكة في ازدياد متواصل مقابل الاستثمارات الفردية ،من حوالي 18 بالمائة نسبة استثمارات في شكل شراكة سنة 2011مقابل 82 بالمائة استثمارات فردية الى حوالي أكثر من 50 بالمائة استثمارات من خلال الشراكة سنة 2015مقابل 49 بالمائة استثمارات فردية .

تهدف صناديق الثروة السيادية من خلال الشراكة مع صناديق ثروة سيادية أخرى أو مستثمري ماليين آخرين الى رفع مهارات و كفاءات المسيرين ، التعلم من الشركاء ، تغطية الأخطار.

2- التوزيع الجغرافي لاستثمارات صناديق الثروة السيادية:

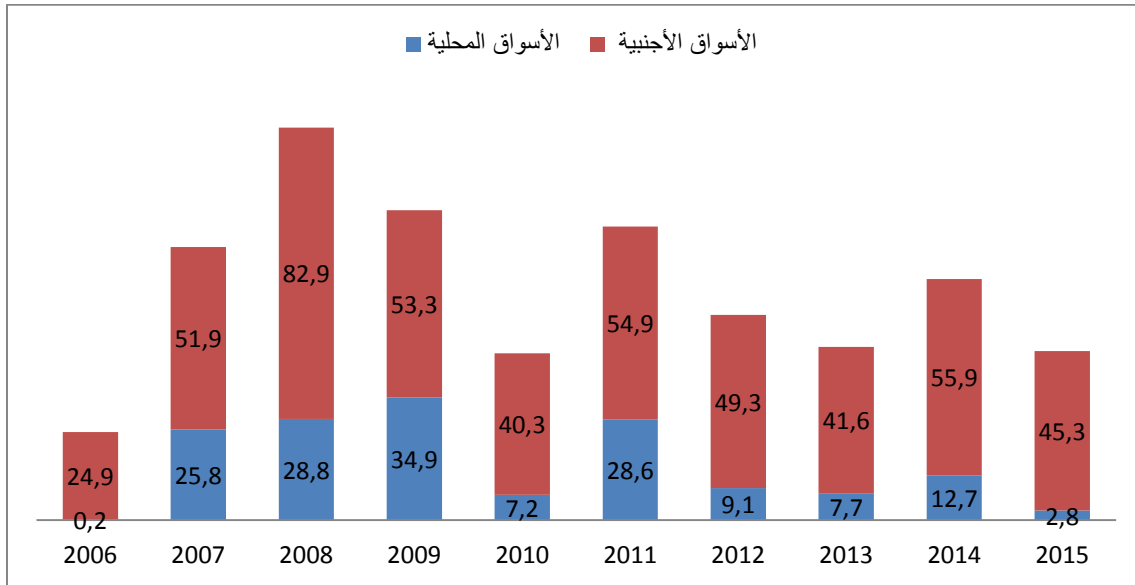
صناديق¹ الثروة السيادية تستثمر في الأسواق الخارجية في الأوقات الجيدة و تستثمر في أسواقها المحلية عندما تتطلب الاقتصاديات المحلية الدعم من قبل هذه الأخيرة .

و الشكل التالي يوضح لنا استثمارات صناديق الثروة السيادية في الأسواق المحلية و الأسواق الأجنبية من

سنة 2006 الى 2015.

¹ Bernardo Bortolotti, Veljko Fotak, Laura Pellizzola ,towards a new normal, op.cit,p31.

الشكل رقم (8-1): استثمارات صناديق الثروة السيادية في الأسواق المحلية و الأسواق الأجنبية (بليون دولار أمريكي) من سنة 2006 الى 2015



source: Direct SWF Investments Since 2000, The Sky Did Not Fall ,Sovereign Wealth Fund Annual Report, 2016,p31.

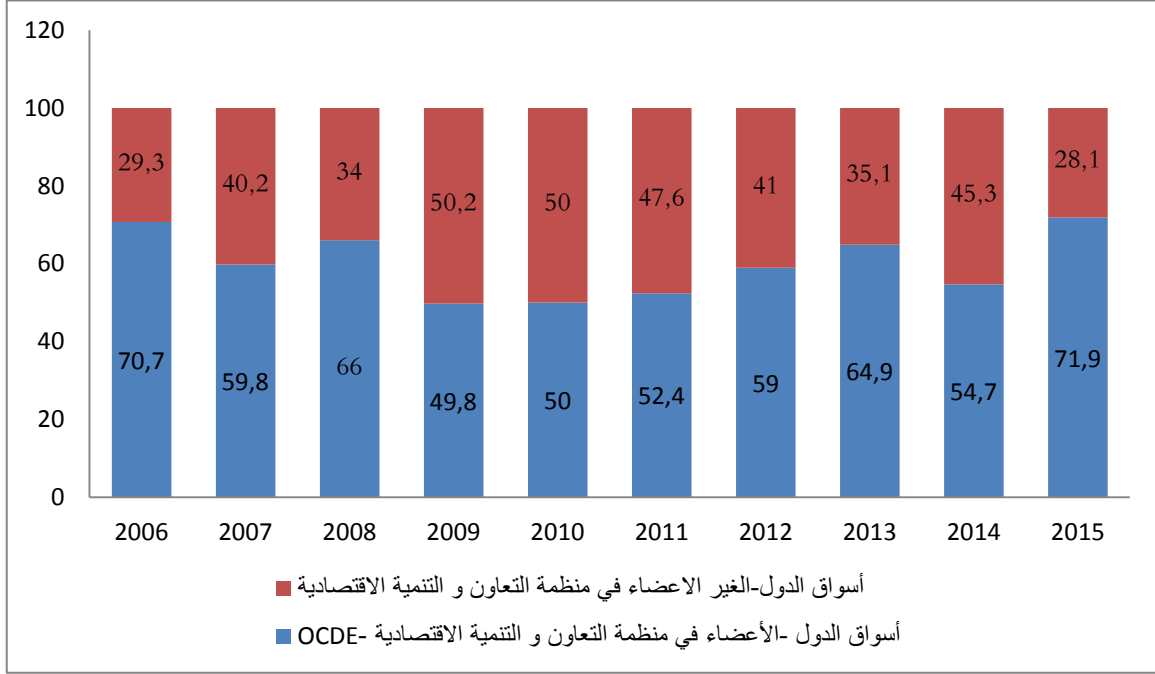
من خلال الشكل (8-1) نلاحظ:

ان صناديق الثروة السيادية تفضل الاستثمار في الأسواق الأجنبية للاقتصاديات المتقدمة، قد يرجع ذلك الى طبيعة صناديق الثروة السيادية كمستثمر على المدى الطويل ،حيث تهدف الى الحفاظ على الثروة من أجل الاجيال القادمة وتنويع استثماراتها على المستوى العالمي وذلك من خلال الأسواق الأجنبية التي توفر فرص أفضل وأكبر لهذه الصناديق مقارنة بأسواقها المحلية ،حيث أن قيمة المبالغ المالية المستثمرة في أسواقها المحلية تكون جد متواضعة مقارنة بقيمة المبالغ الموجهة نحو الأسواق الأجنبية .

خلال الفترة المحددة في الشكل أعلاه (2006-2015) نسجل استثناءا توجه صناديق الثروة السيادية للاستثمار بقوة نحو أسواقها المحلية ،في سنة 2009 قدرت قيمة استثماراتها بحوالي 34.9 بليون دولار أمريكي من مجموع 88.2 بليون دولار أمريكي قيمة استثماراتها سنة 2009،ويرجع ذلك الى تأثير اقتصاديات البلدان المالكة لصناديق الثروة السيادية بالأزمة المالية العالمية و الخسائر التي تكبدتها نتيجة استثماراتها السابقة في المؤسسات الاقتصادية الغربية .

وفيما يلي الشكل أدناه يوضح نسب استثمارات صناديق الثروة السيادية في كل من الدول الأعضاء وغير الأعضاء في منظمة التعاون و التنمية الاقتصادية .

الشكل رقم (1-9): نسبة استثمارات صناديق الثروة السيادية في أسواق الدول الأعضاء و الغير الأعضاء في منظمة التعاون و التنمية الاقتصادية من سنة 2006-2015 (نسبة مئوية من قيمة الاستثمار لكل سنة).



source: SWF Investments in OECD and Non-OECD Markets, 2006 - 2015 (US\$bn), **The Sky Did Not Fall**, Sovereign Wealth Fund Annual Report, 2016,p28.

نلاحظ من الشكل رقم (1-9) أنه:

خلال الفترة المحددة ب 2006 الى 2015 نجد أن نسبة المبالغ المستثمرة من قبل هذه الصناديق في أسواق بلدان منظمة التعاون و التنمية الاقتصادية (OCDE) تفوق 50 بالمائة، ماعدا سنة 2009 حيث نجد نسبة 50 بالمائة من استثمارات هذه الصناديق موجهة نحو بلدان غير أعضاء في منظمة التعاون و التنمية الاقتصادية حيث تمثل هذه الأخيرة نسبة كبيرة من البلدان المالكة لهذه الصناديق .

وفيما يلي الجدولين المواليين يظهران التدفقات الاستثمارية (القيمة بليون دولار أمريكي) وعدد الاتفاقيات لكل من صناديق الثروة السيادية المتواجدة في دول منطقة الشرق الأوسط و شمال أفريقيا و منطقة دول آسيا الباسيفيك نحو مناطق متفرقة من العالم للسنوات 2011،2012،2013،2014،2015.

الجدول رقم(1-10) :التدفقات و عدد الصفقات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية في منطقة الشرق الأوسط و شمال أفريقيا نحو مناطق جغرافية متفرقة في العالم لسنة 2011,2012,2013,2014,2015(القيمة بليون دولار أمريكي \$).

(2015-2011)		2011		2012		2013		2014		2015		السنة	استثمارات صناديق الثروة السيادية لدول منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا نحو كل من
العدد	القيمة(بليون\$)	العدد	القيمة	العدد	القيمة	العدد	القيمة	العدد	القيمة	العدد	القيمة	المنطقة الجغرافية المستهدفة	
125	67.4	29	17.3	37	18.4	19	10.5	19	10.5	21	10.7	منطقة أوروبا EUROPE	
41	10.61	10	2.5	7	1.3	10	2.4	7	2.6	7	1.81	منطقة شمال أمريكا LATIN AMERICA	
9	5.34	1	0.08	1	2.0	1	0.5	2	2.3	4	0.46	أمريكا الجنوبية LATIN AMERICA	
8	0.55	1	0.02	2	0.1	2	0.00	0	0.00	3	0.53	منطقة الساحل الافريقي- SUB- SAHRAN AFRICA	
59	16.59	12	4.8	26	2.8	6	2.2	6	3.2	9	3.59	منطقة أسيا الوسطى Pacific ASIA	
35	7.99	8	0.6	4	0.00	13	3.8	2	0.00	8	3.59	منطقة أسيا غير الوسطى- NON- Pacific ASIA	
88	22.73	28	7.3	26	2.8	12	0.00	16	12.1	6	0.53	منطقة دول شمال أفريقيا و الشرق الأوسط MENA	

Source :elaboration par l'étudiant , Investment Flows from Middle East & North Africa SWFs and InvestmentFlowsfromAsia-PacificSWFs ,swf annual reports 2011,2012,2013,2014,2015,aggregates2011-2015,sovereign investment lab.

من خلال الجدول رقم (1-10) نلاحظ مايلي :

تعتبر أوروبا الوجهة الأولى لاستثمارات صناديق الثروة السيادية لدول منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا(MENA) حيث تمثل هذه الأخيرة الصناديق السيادية للدول العربية ،تليها كل من منطقة آسيا الوسطى ومنطقة أمريكا الشمالية، التدفقات الاستثمارية لهذه الصناديق في منطقة الشرق الأوسط و شمال أفريقيا تعتبر متواضعة مقارنة باستثمارات صناديق دول منطقة المحيط الهادئ فيما بينها ،ويرجع ذلك الى انخفاض فرص الاستثمار في الأسواق المالية للدول العربية .

الجدول رقم(1-11) :التدفقات و عدد الصفقات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية في منطقة آسيا الوسطى نحو مناطق جغرافية متفرقة في العالم لسنة 2011,2012,2013,2014,2015(القيمة بليون دولار أمريكي \$).

(2015-2011)		2011		2012		2013		2014		2015		السنة
العدد	القيمة(بليون\$)	العدد	القيمة	العدد	القيمة	العدد	القيمة	العدد	القيمة	العدد	القيمة	المنطقة الجغرافية المستهدفة
73	27.58	14	4.7	26	6.7	10	7.2	9	3.3	14	5.68	منطقة أوروبا EUROPE
87	23.97	22	3.8	27	2.1	18	4.0	12	10.0	8	4.07	منطقة شمال أمريكا LATIN AMERICA
28	5.38	2	0.95	11	1.0	4	0.9	5	0.6	6	1.93	أمريكا الجنوبية LATIN AMERICA
8	2.06	1	0.25	1	0.0	3	0.2	1	1.3	2	0.31	منطقة الساحل الافريقي SUB-SAHARAN AFRICA
3	0.0	غ م	غ م	2	0.0	0	0.0	0	0.0	1	0.0	منطقة دول شمال أفريقيا و الشرق الأوسط MENA
74	10.15	10	1.0	9	1.7	16	4.1	10	1.0	29	2.35	منطقة آسيا غير الباسيفيك-NON PASIFIC ASIA
313	71.24	91	25.1	81	17.1	52	6.9	33	14.5	56	7.64	منطقة آسيا الباسيفيك

استثمارات
صناديق
الثروة
السيادية
لدول آسيا
الباسيفيك
نحو كل
من

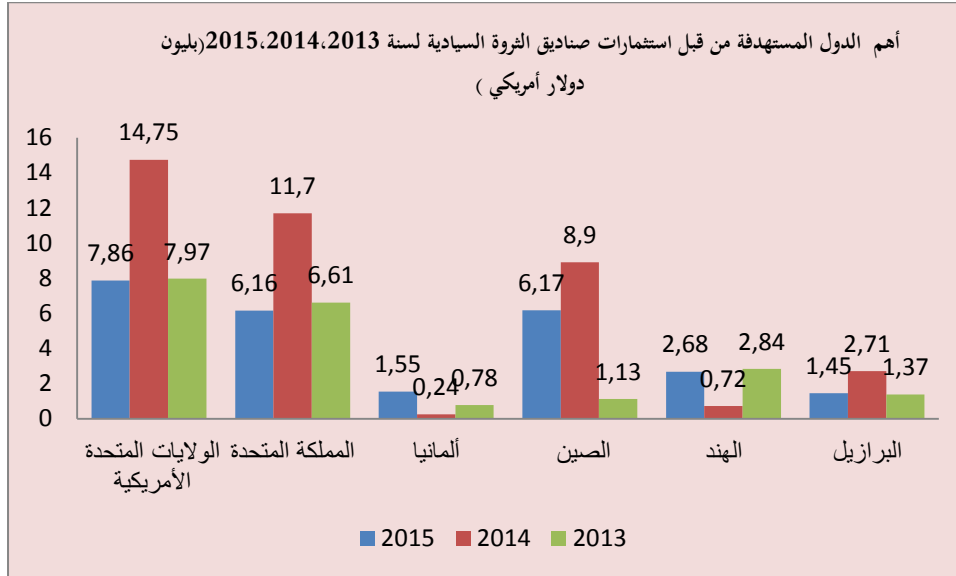
Source :elaboré par l'étudiant chercheur, Investment Flows from pacific Asia SWFs and Investment Flows from Asia-Pacific SWFs ,swf annual reports 2011,2012,2013,2014,2015,aggregates2011-2015,sovereign investment lab.

من خلال الجدول رقم (1-11) بالنسبة للصناديق الآسيوية توجه استثماراتها نحو أسواقها المالية المحلية كوجهة أولى، بحوالي 313 صفقة بقيمة 71.24 بليون دولار أمريكي خلال الفترة 2011-2015، تليها منطقة أوروبا و شمال أمريكا كوجهة مستقطبة لاستثمارات هذه الصناديق.

بالنسبة للدول التي تستهدفها استثمارات صناديق الثروة السيادية نجد أن الولايات المتحدة الأمريكية تحتل المرتبة الأولى في منطقة شمال أمريكا و كل من المملكة المتحدة و ألمانيا في منطقة أوروبا ، ودول البريكس (BRICS) مثل الصين، الهند و البرازيل .

وفيما يلي الشكل الموالي يوضح أهم الدول المستهدفة من قبل صناديق الثروة السيادية و التي تحتل المراتب العشرة الأولى من حيث ترتيب حجم قيمة الاستثمارات المتدفقة نحو دول العالم من قبل هذه الصناديق.

الشكل رقم (1-10): أهم الدول المستهدفة من قبل استثمارات صناديق الثروة السيادية خلال السنوات (بليون دولار أمريكي)

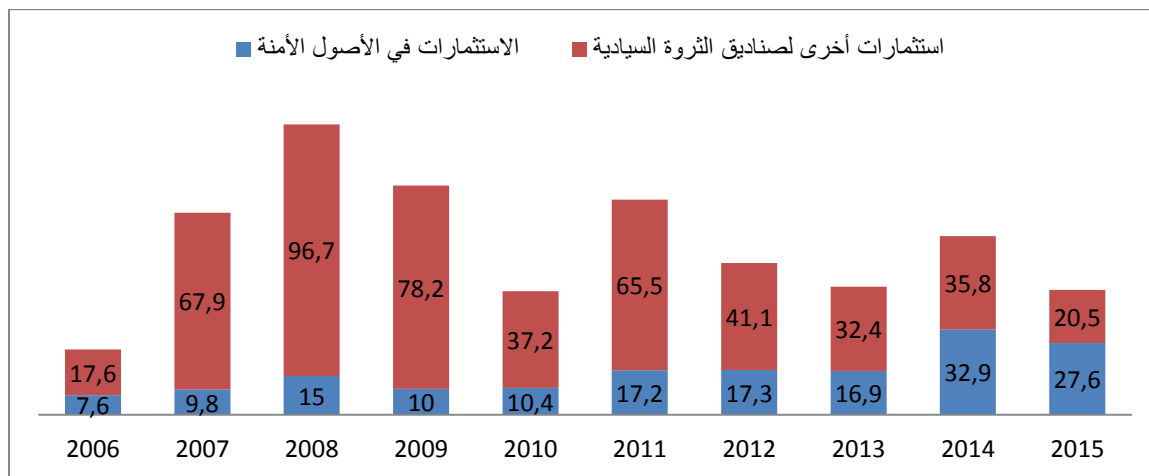


Source :elaboration par l'étudiant, SWF Investments by Target Country in 2013, 2014, 2015 (US\$bn) , **The Sky Did Not Fall** , Sovereign Wealth Fund Annual Reports 2013-2014- 2015.

3- التوزيع القطاعي لاستثمارات صناديق الثروة السيادية:

وفيما يلي الشكل التالي يمثل استثمارات صناديق الثروة السيادية في الأصول المالية الأمانة ، حيث أن تشمل فئة الأصول الأمانة البنية التحتية و المرافق الخدمية ،العقارات و المطاعم و الفنادق.

الشكل رقم (1-11) : استثمارات صناديق الثروة السيادية في الأصول الأمانة 2006-2015.



source: SWF Investments in Safe Assets 2006 - 2015 , **The Sky Did Not Fall** , Sovereign Wealth Fund Annual Report, 2015, p20.

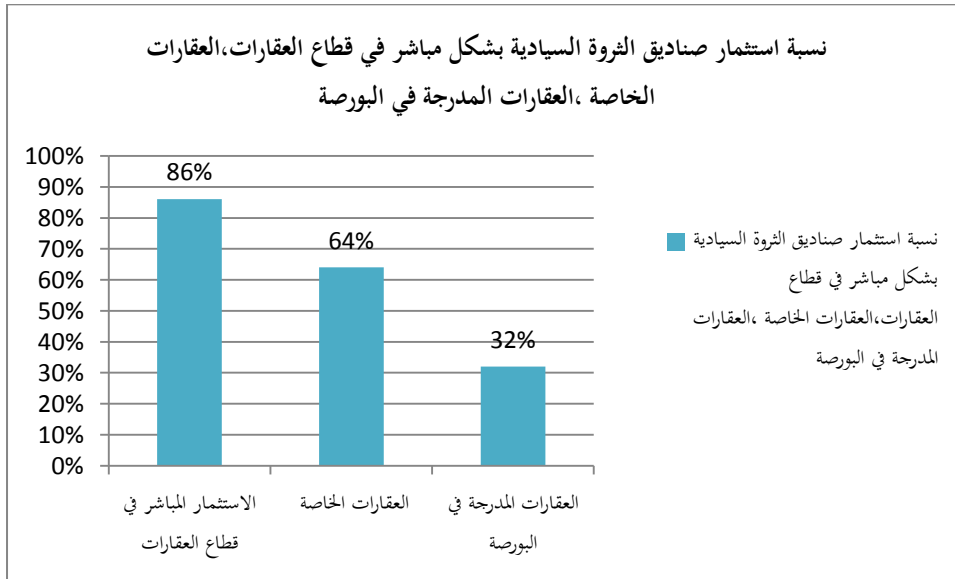
من خلال الشكل رقم (1-11) نلاحظ أن :

نسبة الاستثمار في الأصول الآمنة في تزايد مستمر خلال هذه الفترة 2006-2015، حيث انتقلت من حوالي 13 بالمائة من مجموع الكلي لاستثمارات صناديق الثروة السيادية سنة 2007 إلى أكثر من 21 بالمائة سنة 2010 لتصل إلى أكثر من 57 بالمائة سنة 2015.

نسبة كبيرة من هذه الاستثمارات موجهة نحو قطاع العقارات، وقد أشارت الدراسات إلى أن الاستثمار في قطاع العقارات يكون من أجل تحسين العوائد و الخطر في محفظة متنوعة الأصول، عوائد قطاع العقارات تمثل تحوط طبيعي ضد التضخم عندما يتجه الريع للارتباط بالتضخم، رغم أن التقديرات للتخصيص الأمثل لأصول المحافظ المالية قد تختلف جدا، إلا أن هناك إجماع على أن التخصيص الأمثل لقطاع العقارات في القيمة الكلية للمحفظة المالية يقدر بحوالي 15 بالمائة، مع إعطاء الأفضلية للملكية المباشرة للمباني، وصناديق العقارات الغير المدرجة في البورصة، لأن لهما ارتباط ضعيف مع عوائد الأسهم و السندات.

و فيما يلي الشكل التالي يمثل نسبة استثمار صناديق الثروة السيادية التي تستثمر في الأصول العقارية مباشرة، العقارات الخاصة، و العقارات المدرجة في البورصة .

الشكل رقم (1-12): نسبة استثمار صناديق الثروة السيادية التي تستثمر في الأصول العقارية مباشرة، العقارات الخاصة، و العقارات المدرجة في البورصة .

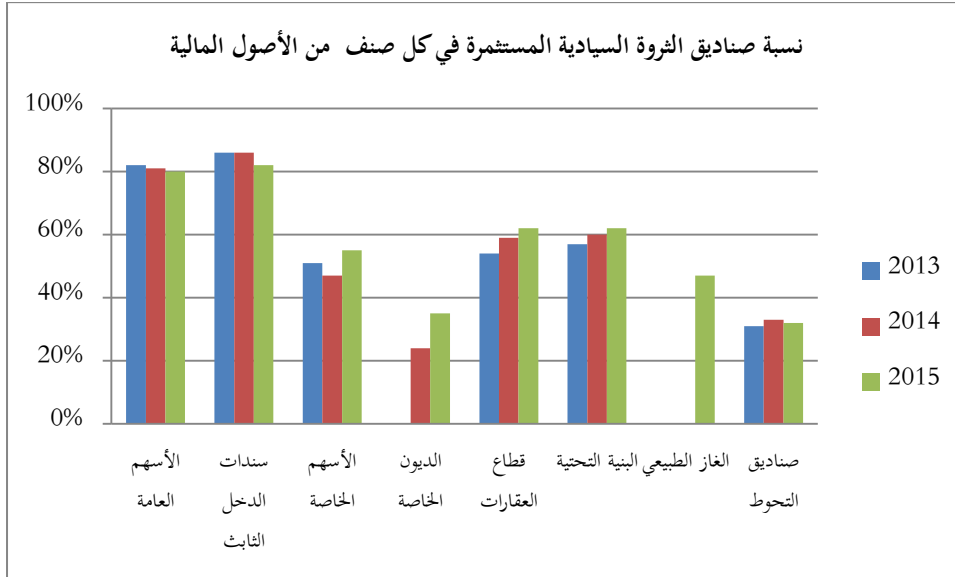


Source : Lauren Mason, Amy Bensted, Oliver Sench, **Sovereign Wealth Funds Investing in Real Estate** ,article 2015 Preqin Sovereign Wealth Fund Review, may 2015, p3.

¹ Bernardo Bortolotti, Veljko Fotak, Giacomo Loss , **The Sky Did Not Fall**, op. cit , p3-4.

معظم¹ صناديق الثروة السيادية تستثمر مباشرة في العقارات ، من خلال صناديق العقارات خاصة كخيار ثاني ، أو العقارات المدرجة في البورصة .

الشكل رقم(1-13) :نسبة صناديق الثروة السيادية التي تساهم في كل صنف من الأصول لكل من سنة 2013،2014، و2015.



Source: Sovereign Wealth Funds Investing in Each Asset Class 2013 - 2016, **The 2016 Prequin Sovereign Wealth Fund Review**.p01.

المطلب الثاني: صناديق الثروة السيادية و الأزمة المالية العالمية

لقد أثرت الأزمة² المالية العالمية الأخيرة على صناديق الثروة السيادية، ولقد اتخذ هذا التأثير ثلاث صور مختلفة باختلاف³ مراحل الأزمة المالية العالمية.

1-المرحلة الأولى: بداية الأزمة المالية العالمية

في البداية أتاحت أزمة الرهن العقاري فرص أمام صناديق الثروة السيادية لاستثمار ثرواتها في بعض من أشهر بنوك العالم ،حيث قامت بالاستحواذ على حصص مهمة في مؤسسات عالمية في ظل انخفاض أسعار

¹ Lauren Mason, Amy Bensted, Oliver Sench, **Sovereign Wealth Funds Investing in Real Estate** ,article, 2015 Prequin Sovereign Wealth Fund Review,may 2015.p3-4.

² الأزمة المالية العالمية حدثت بفعل مجموعة مترابطة من الأسباب كان آخرها واقع قروض الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية ،ففي صيف عام 2007 تزايدت حالات التخلف عن سداد دفعات الرهن العقاري وبالتالي حالات حبس الرهن العقاري ،بسبب عدم قدرة المقترضين في الولايات المتحدة الأمريكية على سداد دفعات الرهن العقاري لمساكنهم ،وقد نجم عن هذا انخفاض أسعار المساكن ،وتوقف عمليات الاقراض بين المؤسسات المصرفية ،وقد كان لهذا التوقف في الاقراض آثار سلبية جوهريّة أدت الى انخيار الكثير من المؤسسات ،وتراجع معدلات النمو الاقتصادي و تزايد معدلات البطالة و الدخول في حالة ركود اقتصادي .

³د. كمال رزيق، د. خالد رغب الخطيب ،أ. بن عيشوية رقيقة، آثار الأزمة المالية العالمية على صناديق الثروة السيادية (دراسة حالة الدول العربية)الأزمة المالية العالمية و الأفاق المستقبلية،الجزء الرابع،الطبعة 2011،عمان ،الأردن ،ص131.

الأسهم و نقص السيولة ، الحصص¹ الكبيرة التي حصلت عليها صناديق الثروة السيادية في أكبر بنوك دول منظمة التعاون و التنمية الاقتصادية OCDE وانقاذ المؤسسات المالية الغربية المفلسة قد احتلت عناوين الصحف و قدرت استثماراتها بحوالي 35 بليون دولار أمريكي نهاية سنة 2007.

وفيما يلي الجدول التالي يوضح مساهمة صناديق الثروة السيادية في أكبر المؤسسات المالية الغربية .

الجدول رقم(1-12) : يوضح مساهمة صناديق الثروة السيادية في أكبر المؤسسات المالية الغربية(جولية 2007-أكتوبر 2008).

اسم البنك	اسم صندوق الثروة السيادي	تاريخ الاستثمار	حجم الاستثمار -مليار دولار أمريكي -
Barclays (RU)	تماسك -سنغافورة	جولية 2007	2.0
Barclays (RU)	بنك التطوير الصيني -الصين	جولية 2007	3.1
Barclays (RU)	الهيئة القطرية للاستثمار -قطر	جوان 2008	2.8
Barclays (RU)	تماسك -سنغافورة	جوان 2008	0.2
Barclays (RU)	بنك التطوير الصيني -الصين	جوان 2008	0.3
Citigroup (RU)	هيئة أبوظبي للاستثمار -أبو ظبي	نوفمبر 2007	7.5
Citigroup (RU)	شركة الاستثمار الحكومية - سنغافورة	جانفي 2008	6.9
Citigroup (RU)	هيئة الكويت للاستثمار -الكويت	جانفي 2008	3.0
Credit Suisse	هيئة قطر للاستثمار -قطر	فيفري 2008	0.6
Merrill Lynch (EU)	تماسك -سنغافورة	ديسمبر 2007	4.4
Merrill Lynch (EU)	هيئة الكويت للاستثمار -الكويت	جانفي 2008	2.0
Merrill Lynch (EU)	شركة الاستثمار الكورية -كوريا ج	جانفي 2008	2.0
Merrill Lynch (EU)	تماسك -سنغافورة	فيفري 2008	0.6
Merrill Lynch (EU)	تماسك سنغافورة	جولية 2008	0.9
Morgan Stanley (EU)	الشركة الصينية للاستثمار -الصين	ديسمبر 2007	5.6
UBS (Suisse)	شركة الاستثمار الحكومية - سنغافورة	ديسمبر 2007	9.8
UBS (Suisse)	SAMA -العربية السعودية	ديسمبر 2007	1.8
Unicredit (Italie)	الهيئة الليبية للاستثمار -ليبيا	أكتوبر 2008	1.6
المجموع			53.5

source: Hélène Raymond, **Les fonds souverains**, l'économie mondiale 2010S,p89.

¹Javier Santiso, **Sovereign Development Funds: Key financial actors of the shifting wealth of nations**, Working Paper,devloppment center OCDE ,october 2008,p11.

استثمارات صناديق الثروة السيادية في هذه المؤسسات التي تعاني صعوبات مالية اعتبرت استثمارات¹ عقلانية باعتبار أنها مستثمر على المدى الطويل بإمكانها تحمل خسائر على لبعض الوقت .
و مع تفاقم الأوضاع الاقتصادية العالمية و دخول الاقتصاد الأمريكي في حالة ركود تكبدت صناديق الثروة السيادية في العالم خسائر كبيرة جدا ، مما أدى بها الى التغيير من استراتيجياتها و التوجه نحو ضخ السيولة في الأسواق المحلية من أجل تخفيف حدة الأزمة، وفيما يلي الجدول التالي يبرز تفاصيل أكبر استثمارات صناديق الثروة السيادية في الأسهم المدرجة في البورصة مع حساب عوائد الاستثمار من تاريخ الاستثمار لكل صندوق الى غاية 27 مارس 2009.

جدول رقم(1-13) :تفاصيل لأكثر 24 استثمار لصناديق الثروة السيادية تتجاوز في أسهم مدرجة في البورصة مع حساب عوائد الاستثمار من تاريخ الاستثمار لكل صندوق الى غاية 27 مارس 2009.

اسم الصندوق	اسم المؤسسة الهدف	تاريخ الاستثمار	قيمة الاستثمار (مليون دولار أمريكي)	قيمة الاستثمار في 2009/03/27 (مليون دولار أمريكي)	العائد على الاستثمار للفترة من تاريخ الأول للاستثمار الى غاية 2009/03/27	الربح أو الخسارة (مليون دولار أمريكي)
شركة الاستثمار السنغافورية الحكومية GIC	بنك UBS	2008/2/8	14,400.00	4,339.16	-96.87%	-10,060.84
شركة الاستثمار السنغافورية الحكومية GIC	بنك UBS	2007/12/10	9,760.42	2,121.06	-78.27%	-7,639.36
هيئة أبو ظبي للاستثمار	Citigroup Inc.	2007/11/27	7,500.00	684.87	-90.87%	-6,815.13
شركة الاستثمار السنغافورية الحكومية GIC	Citigroup Inc	2008/1/15	6,880.00	2,370.00	-65.55%	-4,510.00
هيئة أبو ظبي للاستثمار	PrimeWest Energy Trust of Canada	2007/9/7	5,000.00	5,371.40	+7.43%	371.40
شركة الاستثمار الصينية	MORGAN STANLEY	2007/12/19	5,000.00	2,545.13	-49.10%	-2,545.87
تماسك القابضة	Merrill Lynch & Co Inc	2007/12/27	4,400.00	515.00	-88.33%	-3,855.00
هيئة الكويت للاستثمار	Dow	2008/7/10	4,019.08	1,171.06	-70.86%	-2,848.02

¹ Hélène Raymond, op. cit, p88

					Chemical Company	
-1.654.61	-%41.37	2.345.39	4.000.00	2007/3/27	Standard Chartered PLC	تماسك القابضة
-1.632.72	-%48.02	1.767.28	3.400.00	2008/7/27	Merrill Lynch & Co Inc	تماسك القابضة
247.46	%7.29	3.644.26	3.396.80	2008/2/29	OMX AB	المركز المالي العالمي - دبي -
-1.319.10	-%43.97	1.680.90	3.000.00	2008/1/28	Credit Suisse	هيئة قطر للاستثمار
300.00	%15.00	2.300.00	2.000.00	2006/11/27	Time Warner	استثمار-world
-1.447.04	-%72.35	552.96	2.000.00	2008/2/4	Fortescue Metals Group	شركة الاستثمار الصينية
-1.761.98	-%88.10	238.02	2.000.00	2008/1/15	Merrill Lynch & Co Inc	شركة الاستثمار الكورية
-2.700.60	-%90.02	299.40	3.000.00	2008/1/16	Citigroup Inc.	الهيئة الكويتية للاستثمار
-1.761.98	-%88.10	238.02	2.000.00	2008/1/15	Merrill Lynch & Co Inc	الهيئة الكويتية للاستثمار
-908.02	-%47.79	991.98	1.900.00	2006/1/23	Shin Corp Pcl	تماسك القابضة
-1.259.69	-%69.98	540.31	1.800.00	2007/5/16	Deutsche Bank	مركز دبي المالي العالمي
-1.113.37	-%67.56	534.65	1.648.02	2007/8/17	London Stock Exchange Plc	مركز دبي المالي العالمي
-1.305.11	-%86.75	199.40	1.504.51	2008/3/11	Inmobiliaria Colonial SA	شركة الاستثمار لدبي
-845.62	-%60.40	544.38	1.400.00	2007/6/15	J Sainsbury	هيئة قطر للاستثمار
-892.89	-%82.41	190.59	1.083.48	2007/5/18	Stats Chippac Ltd	تماسك القابضة
-419.58	-%41.96	580.42	1.000.00	2006/10/6	Standard Chartered Plc	استثمار-world
-56.316.67	-%61.15	35.775.64	92.092.31			المجموع

مجموع 189 استثمار في الأسهم المدرجة في البورصة لصناديق الثروة السيادية					
		125.650.29	58.772.29	-53.23%	-66.878.00

Source: Veljko Fotak, Bill Megginson, Hui Li, **Sovereign Wealth Fund Losses in Listed Firm Stock Investments** , SWF Annual Report 2008(Weathering the Storm sovereign wealth funds in the global economic crisis of 2008), italie, feem April 2009, p57-58.

الجدول أعلاه (1-13) يوضح نتائج دراسة¹ للتحري حول أداء استثمارات صناديق الثروة السيادية في مؤسسات مدرجة في البورصة على المدى الطويل، وأظهرت النتائج على المستوى الكلي أن صناديق الثروة السيادية قد عرفت خسائر معتبرة قدرت ب 57.2 بليون دولار أمريكي من 125.7 بليون استثمارتها في حصص مؤسسات مدرجة في البورصة من تاريخ يوم الاستثمار الى غاية 27 مارس 2009.

أما على مستوى أكبر 24 استثمار لهذه الصناديق تقدر الخسائر ب 56.31 بليون دولار أمريكي من 92 بليون دولار أمريكي قد استثمارتها في هذه المؤسسات .

2- المرحلة الثانية: تفاقم الأزمة المالية العالمية

دخلت الأزمة المالية العالمية المرحلة الثانية بعد افلاس بنك (ليمان براذرز) و في ظل الخسائر التي عرفتھا استثمارات صناديق الثروة السيادية من خلال استثماراتها السابقة و تأثر الأسواق المالية لدول المالكة لهذه الصناديق بالأزمة المالية العالمية و انخفاض² إيراداتها نتيجة انخفاض أسعار المواد الطاقوية حسب مؤشر s&p GSCI فقد حوالي 60% ما بين جويلية و ديسمبر 2008، توجت هذه الأخيرة الى الاستثمار محليا، و من أهم تدخلات صناديق الثروة السيادية في أسواقها المحلية نميز بين تدخلات صناديق الثروة السيادية في أسواقها المحلية كمساهمين لتمويل البنوك أو المؤسسات أخرى غير مصرفية، وتدخلات صناديق الثروة السيادية كمقرضين

1-1- تدخلات صناديق الثروة السيادية³ كمساهمين في القطاع البنكي المحلي :

أهم التدخلات لصناديق الثروة السيادية نستعرضها كما يلي :

1-2- انقاذ⁴ البنوك الصينية من خلال شركة الاستثمار الصينية (CIC):

في 16 سبتمبر 2008 قامت شركة الاستثمار الصينية، بعد انهيار⁵ بنك ليمان براذرز (LEHMEN BROTHERS) بشراء أسهم في ثلاثة بنوك صينية وهي كالتالي البنك الصناعي و التجاري الصيني، بنك

¹ Veljko Fotak, Bill Megginson, Hui Li, **Sovereign Wealth Fund Losses in Listed Firm Stock Investments** , SWF Annual Report 2008(Weathering the Storm sovereign wealth funds in the global economic crisis of 2008), italie, feem, april 2009, p53.

² Hélène Raymond, **Les fonds souverains**, l'économie mondiale 2010S, p88.

³ Hélène Raymond, **Sovereign Wealth Funds as domestic investors of last resort during crises**, International Economics 123 (2010), p126-127.

⁴ Hélène Raymond, *ibid*, p127-129.

⁵ الاعلان عن افلاس بنك ليمان براذرز في أيلول 2008، و كان يحتل المرتبة الرابعة على مستوى أكبر البنوك في أمريكا حيث تقدر قيمة أصوله ب 639 مليار دولار أمريكي، وقد أدى الاعلان عن افلاس هذا البنك الى حالة شديدة من الذعر المالي و أدى الى توجه واسع و كبير جدا نحو بيع الأسهم، كما ترتب على هذا الأمر آثار كارثية على قطاع البنوك الاستثمارية في الولايات المتحدة الأمريكية.

الصين وبنك الانشاءات الصيني الهدف من هذه التدخلات تحقيق الاستقرار في أسعار أسهم هذه البنوك، ودعم المستثمر لعمليات الاقراض لهذه البنوك الكبيرة التي تملكها الحكومة الصينية، وضمان المصالح الحكومية في هذه البنوك الثلاثة .

وقد تواصلت عملية شراء الأسهم في هذه البنوك لفترة طويلة ،حيث تم الاعلان عن ذلك في جانفي 2009 و أكتوبر 2009، والدافع وراء ذلك هي طمأنة المستثمرين وتحقيق الاستقرار في الأسواق وقد عرفت شركة الاستثمار الصينية خلال هذه الأزمة خسائر حيث فقدت 3/2 ثلثي القيمة المالية الأصلية في الحصة التي تملكها في صندوق الأسهم الخاصة BLACKSTONE ، وحوالي 80% بالمائة خسائر في استثماراتها المقدرة بـ 05 خمسة بليون دولار أمريكي في بنك مورغان ستانلي ،تدهور وضعية الاقتصاد الصيني وانحيار السوق المالي الصيني ، وضعف وضعية البنوك المحلية والانتقادات الموجهة حول الاستثمارات السيئة التي قامت بشركة الاستثمار الصينية جعلت هذه الأخيرة تمتنع عن الاستثمار في الخارج و تتوجه لانقاذ البنوك المحلية .

1-2-انقاذ البنوك القطرية من خلال هيئة الاستثمار القطرية (QIA):

هيئة¹ الاستثمار القطرية لعبت دور مهم في تمويل المؤسسات المالية الغربية المتعثرة خلال الأزمة المالية العالمية، بين جويلية 2007 و جويلية 2008 حيث ساهم في تمويل بنك القرض السويسري في فبراير 2007 و بنك BARCLAYS في جوان 2008 على التوالي بـ 600 مليون دولار أمريكي و 2800 مليون دولار أمريكي .

تأثر السوق المالية القطرية بالأزمة المالية خصوصا بعد انهيار بنك ليمان براذرز في سبتمبر 2008 وتسارع هبوط مؤشر السوق المالي الدوحة DSM منذ جوان 2008 ليفقد 25 بالمائة من قيمته خلال فترة قصيرة من 09/11/2008 الى 2008/10/12 ، جعل الحكومة القطرية من خلال صندوقها السيادي هيئة الاستثمار القطرية تبنى خطة لشراء 20 بالمائة من رأس مال البنوك القطرية في سوق الأوراق المالية الدوحة بقيمة 5.3 بليون دولار أمريكي ، تم اطلاق الخطة في 13 أكتوبر 2008 بهدف تعزيز الثقة في النظام المالي المصري و مكافحة تراجع سوق الأسهم ، وقد اتخذ تنفيذ هذا التدخل وقت طويل حيث أنه الى غاية نهاية سنة 2009 هيئة الاستثمار القطرية كانت لاتزال تشتري حصص في البنوك المحلية .

2-تدخلات صناديق الثروة السيادية كمساهم² في المؤسسات (الغير المالية) المحلية:

نرصد أهم التدخلات لصناديق الثروة السيادية كما يلي :

2-1-تدخل صندوق الثروة الوطني الروسي:

¹ Hélène Raymond, *Sovereign Wealth Funds as domestic investors of last resort during crises*, op cit, P 139-140.

² Ibid, p128-129

صندوق الثروة الوطني تم تأسيسه من أجل الاستثمار في الخارج ولكن مع تفاقم شدة الأزمة المالية سنة 2008 تم توجيهه الى الاستثمار ضمن مخطط الدولة لانقاذ السوق المالي و البنوك الروسية، في 31 أكتوبر الرئيس الروسي فلاديمير بوتين وقع على قرار يسمح للحكومة باستثمار صندوق الثروة الوطني في السوق المالي الروسي، الهدف من أجل دعم السوق المالي للبلد من خلال شراء أسهم في مؤسسات روسية، حيث تحصل البنك الروسي (RUSSION STATE BANK VEB) على 5.9 بليون دولار أمريكي من صندوق الثروة الوطني ، هذا الدعم المالي تم وضعه من أكتوبر 2008 الى ديسمبر 2008.

2-2- تدخل صندوق الاستثمار الاستراتيجي الفرنسي :

تم انشاء صندوق الاستراتيجي (FSI) لحماية المؤسسات الفرنسية الاستراتيجية من عمليات الاستحواذ الخارجية ، يتم منح الأموال للشركات بناء على طلبها اما من أجل زيادة نسبة رأس المال أو تمويل نمو الشركات، كما أنه يساعد المؤسسات العائلية و المؤسسات الكبيرة ، مثل شركة VEOLIA.

2-3- تدخل هيئة الاستثمار الكويتية في ¹السوق المالي الكويتي:

في سبتمبر 2008 بناء على طلب من الحكومة الكويتية قامت من خلال صندوقها الاستثماري الهيئة الكويتية للاستثمار بالإعلان عن استثمار 1 بليون دولار أمريكي لدعم السوق المال الكويتي ،وقد كانت تهدف الحكومة من خلال ذلك دعم وحماية المستثمرين الصغار ،حيث أخذت هيئة الاستثمار الكويتية حصص تصل الى حوالي 20 بالمائة في عدة صناديق استثمارية لدعم أسعار أسهم السوق المالي الكويتي.

3-3- تدخلات صناديق الثروة السيادية ²كمقرضين:

نستعرض أهم تدخلات صناديق الثروة السيادية كالتالي :

3-1- تدخل صندوق الاستثمار العام السعودي:

في مارس 2009 أعلنت الحكومة السعودية عن استخدام صندوق الاستثمار العام (PIF) لتمديد الائتمان للشركات المحلية ، صندوق الدولة الاستثمار العام (PIF) أداة استثمارية ضخمة للدولة تملك حصص في بعض الشركات السعودية الرائدة، قامت هذه الأخيرة برفع مستوى الاقراض و تمديد فترة الاستحقاق وقدمت قروض للمقرضين لفترة مدتها خمسة سنوات فقط للشركات التي يملك حصص فيها ،صندوق التطوير الصناعي و بنك تملكه الحكومة قام برفع مستوى الاقراض لدى للمؤسسات المتوسطة و الصغيرة ،الهدف من وراء هذه الخطة تعويض امتناع البنوك عن الاقراض و تحفيز الاقتصاد، بالإضافة الى برنامج استثماري لخمس سنوات بمقدار 400 مليون دولار أمريكي في ظل عجز قياسي للميزانية سنة 2009.

3-2- تدخل صندوق الثروة الوطني الروسي :

¹ Hélène Raymond, *Sovereign Wealth Funds as domestic investors of last resort during crises*, op.cit .p144-145.

²Ibid, 149-150.

اتخذت الحكومة الروسية اجراءات لتمويل البنوك الروسية من خلال اقراضها الأموال عبر صندوق الثروة الروسي ، في جانفي 2010، وأودعت الحكومة الروسية ودیعة بمقدار 2 بليون دولار أمريكي في بنك BANK VEB بمعدل فائدة¹ لييور+2.75% بالمائة ، حيث يتم إعادة هذا القرض من قبل البنك الى غاية في 1 جويلية 2011، والهدف من وراء هذا الاقراض هو تمويل مشاريع البنية التحتية لهذا البنك ، وفي نفس الوقت القيام باستثمارات مربحة ، حيث تم تغيير سياسة استعمال صندوق الثروة الروسي من مساهم الى مقرض للبنوك .

3- تدخل صندوق الثروة السيادي الأسترالي :

صندوق الثروة السيادي الأسترالي تدخل لدعم النظام المالي البنكي الأسترالي ، في أعقاب انهيار بنك Bear Stearns ، ونقص السيولة المالية ، بعض البنوك الأسترالية الكبرى حصلت على قروض من خلال صندوق الثروة السيادي الأسترالي ، من خلال هذا التدخل يوفر تمويل على المدى المتوسط والطويل لقطاع البنوك المحلية ، من خلال تقرير صندوق المستقبل الأسترالي 2007-2008 الذي أورد أنه تم استثمار ما يفوق 1.8 بليون دولار أمريكي في عدة أوراق ديون مالية على المدى الطويل في المؤسسات المصرفية الأسترالية .

المطلب الثالث: صناديق الثروة السيادية و صدمة انخفاض أسعار النفط للفترة 2014-2017

انخفضت² أسعار النفط بحوالي 55% منذ سبتمبر 2014، واستمرت في انهبائها الى غاية بداية سنة 2017 حيث عرفت أسعار البترول تحسنا طفيف في الأسبوع الثالث من هذه السنة في 17 جانفي استقر³ ICE (BRENT) برنت عند 55.47 دولار للبرميل ، رغم اتفاق⁴ منظمة الأوبك المنعقد في الجزائر الذي نص على تخفيض الانتاج بحوالي 1.2 مليون برميل في اليوم ، ليتحدد سقف الانتاج ب32.5 مليون برميل في اليوم ابتداء من 01 جانفي 2017 الى غاية جوان 2017، مع احتمالية تمديد هذا التخفيض الى غاية نهاية 2017 حسب المتغيرات وفيما يلي جدول يمثل مستويات انتاج النفط بعد التعديلات المتفق عليها .

¹ معدل الفائدة لييور هو سعر الفائدة السائد بين بنوك لندن، ويستخدم كمقياس مرجعي على نطاق واسع ، كل أيام الأسبوع حوالي الساعة 11 صباحا ، يقوم 18 بنكا من البنوك الكبيرة تحت جمعية المصرفيين البريطانيين ، بالإبلاغ عن معدل الفائدة الذي يمكنهم من اقتراض مبلغ معقول من الدولارات من بعضها البعض في ظل ما يطلق عليه سوق المعاملات بين بنوك لندن ، وتبلغ هذه البنوك عن أسعار الفائدة على الاقتراض لمدة 15 خمسة عشرة أجل استحقاق تتراوح ما بين القروض لليلة واحدة الى مدة عام ، و تتولى وكالة "تومبسون رويترز" جمع أسعار الفائدة المبلغة من قبل هذه البنوك ، وتطرح جانبا أعلى وأدنى أربعة أسعار ، و تحسب متوسط البقية ، وبعد ذلك تعلن الوكالة عن متوسط سعر الفائدة الذي يمكن الاقتراض به لكل أجل من الأحوال الخمسة عشرة ، وتجري هذه العملية كذلك على تسعة عملات أخرى ، ويطلق على المتوسط "سعر الفائدة السائد بين بنوك لندن" أي "لييور".

² صندوق النقد الدولي ، مستجدات أفاق الاقتصاد الاقليمي ، يناير 2015

³ OPEC Monthly Oil Market Report, Vienna, Austria ,18,January 2017,p07.

⁴ في 30 نوفمبر 2016 انعقد اجتماع وزاري ، بحضور دول منظمة الأوبك و دول الغير المنضمة الى الأوبك مثل روسيا من أجل تخفيض انتاج النفط ، حيث ساهمت روسيا بتخفيض الانتاج ب600 ألف برميل في اليوم ، دول مثل ليبيا و نيجيريا تم استثناءها بسبب الظروف السياسية التي تعيشها هذه الدول .

⁵ ECB Economic Bulletin, impact of the November 2016 opec agreement on the oil market– boxes, Issue 8 / 2016,p34 .

جدول رقم (1-14): جدول يمثل مستويات انتاج النفط بعد التعديلات المتفق عليها (ألف برميل في اليوم)

البلدان الأعضاء	مستوى الانتاج المرجعي	التعديل	مستوى الانتاج منذ 1 جانفي 2017
الجزائر	1.089	-50	1.039
أنغولا	1.751	-87	1.673
الاكوادور	584	-26	522
الغابون	202	-9	193
اندونيسيا			
ايران	3.975	90	3.797
العراق	4.561	-210	4.351
الكويت	2.838	-131	2707
ليبيا	-	-	-
نيجيريا	-	-	-
قطر	648	-30	618
العربية السعودية	10.544	-486	10.058
الامارات العربية المتحدة	3.013	-139	2.874
فنزويلا	2.067	-95	1.972

source: opec press release, AGREEMENT.p02.

و يعد انهيار أسعار النفط المسجل خلال هذه الفترة أكبر انخفاض تشهده الأسواق المالية الدولية منذ انخفاضها المؤقت سنة 2008 بسبب الأزمة المالية العالمية بعد الطفرة التي عرفتتها الأسعار منذ الالفية الثانية و التي استمرت لأكثر من عقد.

لقد¹ أثرت أسعار النفط على أداء صناديق الثروة السيادية بطريقتين :

أولا: بانخفاض أسعار البترول انخفضت قيمة الإيرادات من صادرات النفط خصوصا في دول التي يعتمد اقتصادها على تصدير النفط كمصدر للدخل الوطني مثل دول مجلس التعاون الخليجي و الجزائر وبالتالي تقلص تراكم احتياجات النقد الأجنبية التي تعتبر مصدر تمويل هذه الصناديق .

¹ Carole nakhle, **Sovereign wealth funds and preserving oil wealth**, article, Crystol Energy independent consultancy and advisory company, 26 September 2016.p02,

ثانيا :انخفاض أسعار النفط الذي شهدته الأسواق المالية العالمية صاغ الاستراتيجية الاستثمارية و التشغيلية لصناديق الثروة السيادية حيث تم ملاحظة تسهيل أصول معتبرة وسحب أموال من هذه الصناديق لتغطية العجز في موازنة هذه الدول.

ومن أهم القرارات أو الاجراءات التي تم اتخاذها من أجل التخفيف من آثار انخفاض أسعار البترول باستخدام صناديق الثروة السيادية (صناديق الاستقرار أو صناديق الاحتياط) نجد:

- صندوق الاحتياط الروسي قام بتسييل أصول قيمتها أكثر من 20 بليون دولار أمريكي لتغطية العجز في الميزانية الفيدرالية ، حيث ¹ انخفض حجم أصول هذا الأخير من 142.6 بليون دولار أمريكي الى 32.2 بليون دولار أمريكي في أوت 2016، وقد حذر وزير المالية الروسي من أن موارد الصندوق سوف تنضب بنهاية السنة اذا استمرت الحكومة الروسية باقتطاع من أصول الصندوق من أجل تغطية النفقات .

-قطر قامت بتصفية استثماراتها في كل من شركة الانشاءات الألمانية hochtief وشركة vinci SAالفرنسية بقيمة 1.5 بليون دولار أمريكي ،في حين لم تصرح الهيئة القطرية عن تأثير هذه المبيعات على ميزانية الصندوق من الممكن أن يكون ذلك بسبب الخسائر التي عرفتها مع Volkswagen وGlencore .

-صندوق المعاشات الحكومي الاجمالي النرويجي في أكتوبر 2015 أعلن لأول مرة أنه سيقوم بسحب 25.2 بليون دولار أمريكي من صندوق الثروة السيادي الخاص به لتغطية العجز و تحفيز النمو.

-صندوق الحكومي لدولة كازاخستان حسب جريدة الفايينشال تايمز ستنضب أصوله المالية المقدرة ب64.2 بليون دولار أمريكي بحلول سنة 2026 اذا استمرت الحكومة بنمط الانفاق الحالي و لم ترتفع أسعار النفط.

- بالنسبة لوضعية صندوق ضبط الايرادات الجزائري خلال الفترة الحالية التي تميزت بانخفاض أسعار النفط منذ سنة 2014، تم القيام باقتطاعات مالية كبيرة لتمويل عجز الخزينة العمومية ، حيث قارب رصيد الصندوق سنة 2016 الحد الأدنى الاجباري المحدد ب740مليار دينار ،ليتم الغاءه من خلال قانون المالية لسنة 2017من أجل مواجهة انخفاض الموارد المالية للدولة، وهذا يعد مؤشر على النضوب الكلي لموارد المالية للصندوق.

¹ Idem.

خلاصة الفصل الأول:

يستخدم مصطلح صناديق الثروة السيادية ليشير الى أي مركبات أو هياكل مالية استثمارية تملكها الدولة وتقوم بتسييرها ، حيث تمثل هذه الأخيرة مجموعة غير متجانسة الخصائص و الصفات تعكس التركيبة والأهداف الاقتصادية الكلية لكل بلد، تعتبر أداة استثمارية مهمة على الساحة المالية الدولية حيث تحتل المرتبة الرابعة بعد كل من صناديق التقاعد ،الصناديق المشتركة و شركات التأمين من حيث حجم الأصول المالية التي تديرها.

ان التزام صناديق الثروة السيادية بمضمون مبادئ سانتياغو أي المبادئ و الممارسات العامة التي تم اعدادها من قبل لجنة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية تحت اشراف صندوق النقد الدولي لا يزال متفاوتا، كما تم تسجيل تفاوت و اختلاف في مستوى مساءلة و شفافية صناديق الثروة السيادية أحيانا على مستوى نفس البلد حسب مؤشرات قياس حوكمة و شفافية صناديق الثروة السيادية المنشورة من قبل هيئات و معاهد متخصصة لدراسة صناديق الثروة السيادية .

ان دور صناديق الثروة السيادية كمصدر لرأس المال الطويل الأجل عبر الحدود و كأداة استثمار يعد مهم و مؤثر ،حيث يتضح ذلك من خلال تدخل صناديق الثروة السيادية في الأسواق المالية الغربية سنة 2008 والذي ساهم بشكل كبير في الحد من سرعة تحول أزمة الرهون العقارية الى أزمة مالية و اقتصادية عالمية ،من خلال حفاظها على سيولة السوق المالية الأمريكية و الأوروبية و ان كان لفترة قصيرة ،و توجهها الى تمويل اقتصاداتها المحلية جراء تأثرها بالأزمة المالية الأخيرة التي عرفها الاقتصاد العالمي ،كما أن انخفاض أسعار النفط المسجل منذ منتصف سنة 2014 أثر على أداء صناديق الثروة السيادية بطريقتين من خلال تراجع حجم التحويلات المالية لهذه الصناديق في ظل تراجع إيرادات الصادرات البترولية الناجمة على انخفاض الأسعار ،كما أثر على الاستراتيجية الاستثمارية و التشغيلية لهذه الصناديق ،حيث أن بعض الصناديق لجأت الى تصفية استثماراتها أو القيام باقتطاعات من الموارد المالية لهذه الأخيرة .

الفصل الثاني

الاطار النظري للاستثمار في الأسواق المالية الدولية

المبحث 01 : الإطار النظري للأسواق المالية.

المبحث 02 : الاطار النظري لتسيير المحفظة الاستثمارية.

المبحث 03: تسيير المحفظة المرجعية *gestion benchmarké*.

تمهيد الفصل الثاني:

كما هو متعارف عليه تعد الأسواق المالية الاطار الذي يجمع بين أطراف العجز المالي وهم العارضون للقيم المنقولة من مختلف الشركات الصناعية و التجارية التي تصدر أسهم وسندات بهدف الحصول على التمويل اللازم لمشاريعها الاستثمارية ، و أطراف الفائض المالي التي تسعى لتوظيف أموالها في السوق المالي من أجل تحقيق الأرباح و العوائد ، هذه الأطراف قد تكون في شكل مستثمر فردي أو مستثمر مؤسسي .

حيث أن صناديق الثروة السيادية تعتبر مستثمر مؤسسي سيادي يسير جزء من الاحتياطات المالية للدولة من خلال استثمارها في مجموعة متنوعة من الأصول المالية من خلال الأسواق المالية الدولية لأجل تحقيق أهداف تتعلق بالعائد التجاري وتحقيق مكاسب اضافية لمقابلة الأهداف الأساسية لإنشاء هذه الصناديق .

استراتيجيات الاستثمار التي تتبناها صناديق الثروة السيادية في الأسواق المالية الدولية تختلف من صندوق الى آخر ويتضح ذلك جليا من خلال تخصيص الأصول Asset Allocation الذي تتسم به محافظها الاستثمارية المرجعية Benchmark Portfolio ، لذلك كان لا بد لنا من استعراض الاطار النظري المتعلق بالأسواق المالية وكيفية تخصيص الأصول و الاستثمار في المحفظة المالية من خلال التطرق الى نظرية المحفظة الحديثة Modern Portfolio Theory .

ومن أجل التطرق الى مفاهيم المتعلقة بالاستثمار في الأسواق المالية الدولية قمنا بالتطرق الى المحاور التالية :

-الاطار النظري للأسواق المالية .

-الاطار النظري لتسيير المحفظة المالية .

-تسيير المحفظة المرجعية .

المبحث الأول: الاطار النظري للأسواق المالية

في هذا المبحث سنتطرق الى الاطار النظري للأسواق المالية ومفهوم كفاءة الأسواق المالية باعتباره من أهم الموضوعات في أدبيات الأسواق المالية وذلك كالتالي أهم المفاهيم و الأساسيات حول الأسواق المالية من خلال المطلب الأول ،أدوات الاستثمار في الأسواق المالية من خلال المطلب الثاني ونظرية كفاءة الأسواق المالية في المطلب الثالث.

المطلب الأول: أساسيات حول الأسواق المالية

في هذا المطلب سنتطرق الى الأساسيات المتعلقة بالأسواق المالية كالتالي :

1-تعريف الأسواق المالية :

يمكن تعريف الأسواق المالية كالتالي :

- السوق المالي "هو ذلك الاطار الذي يجمع بين بائعي ومشتري الأوراق المالية ،وذلك بغض لنظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا التجمع أو المكان الذي يتم فيه ، بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق (عن طرق وسائل الاتصال مثل الانترنت أو عن طريق السماسرة و الوسطاء و الوكلاء)"¹.

-السوق المالي² هو ذلك الاطار الذي من خلاله تلتقي الوحدات الاستثمارية مع وحدات الادخار وذوي الفوائض المالية لعقد الصفقات الطويلة الأجل سواء من خلال الاكتتاب الأولي للإدارة المالية ،أو من خلال عمليات المتاجرة بأدوات السوق ،ولكن³ يجب توافر قنوات اتصال مؤثرة بين المتعاملين في السوق ،بحيث تجعل الأسعار السائدة في أي لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة .

-الأسواق المالية⁴ هي مؤسسات تعني بشؤون الاستثمار بالأوراق المالية أي الاصدار و التداول ،ففي اطارها يجري تداول trading أي بيع وشراء الاوراق المالية كالأسهم و السندات وتحتل عملياتها العوائد و المخاطر ،و بالتالي فان السوق المالية هي الآلية التي يتم من خلالها يتم بيع ،شراء الموجودات المالية Financial Assets ،الموجودات المالية أو الاستثمارات المالية هي تعهدات بمقابل دخل مستقبلي وموجودات بالنسبة للمصدر .

¹ د خالد أحمد فرحان المشهداني ،د رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي ،مدخل الى الأسواق المالية ،الطبعة العربية 2016،دار الأيام للنشر و التوزيع ،الأردن،2016،ص71.

² المرجع نفسه،ص71.

³ عبد الكريم أحمد قندوز ،المشتقات المالية ،الطبعة الأولى ،مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع ،الأردن،2013 ،ص28

⁴ دمحمد علي ابراهيم العامري ،ادارة محافظ الاستثمار ،الطبعة الأولى ،اثراء للنشر و التوزيع ،2013،ص139.

2- تصنيف الأسواق المالية :

الأسواق المالية متنوعة بشكل كبير، ولهذا تصنف الى فئات واسعة من بينها الاستناد الى تواريخ استحقاق الموجودات، ولهذا فان السوق المالية تجزأ الى سوق نقدية Money Market و سوق رأس المال Capital Market، كما أن كل منهما ينقسم بدوره الى السوق الأولية Primary Market، و السوق الثانوية Secondary Market¹.

2-1-1- معيار تاريخ استحقاق الأوراق المالية: وهنا نميز نوعين من الأسواق كالتالي**2-1-1-1- السوق النقدية Money Market:**

هي السوق المالية التي يجري التعامل فيها بالأوراق المالية قصيرة الأجل، وتسمى سوق السيولة حيث تتعامل أغلب شركات المساهمة الكبيرة في السوق النقدية، وهناك أهمية للسوق النقدية في تنفيذ السياسة النقدية للدولة حيث غالباً ما تباع أدوات السوق النقدية (الأوراق المالية) بخصم من قيمتها الأساسية، وتوصف أدوات السوق النقدية بدرجة عالية من الأمان، كما تقل تواريخ استحقاقها عن سنة، الأوراق المالية الرئيسية للسوق النقدية هي الحوالات الخزينة، الأوراق التجارية، شهادات الايداع، و الحوالات المصرفية .

2-2-2- سوق رأس المال Capital Market:

هي السوق المالية التي يتم فيها تداول الأوراق المالية الطويلة الأجل، وتختلف عن السوق النقدية حيث أن سوق رأس المال هي سوق احتياجات مالية طويلة الأجل، ولهذا فان مخاطرتها تكون أكبر من مخاطرة السوق النقدية، يتم اصدار² وتبادل الأدوات المالية متوسطة و طويلة الأجل التي تزيد مدة استحقاقها عن سنة مثل الأسهم و السندات و القروض المصرفية طويلة الأجل .

2-2-2- معيار الموقع الجغرافي : يمكن تصنيفها وفق هذا المعيار³ التنظيم الى :**2-2-1-1- الأسواق المنظمة Organized Capital Markets:**

وهي تتمثل في الأسواق التي تتميز بوجود مكان معين يلتقي فيه المتعاملون بالبيع أو الشراء، ويحكم التعامل فيها اجراءات رسمية و قوانين، ويشرف على عملها هيئات متخصصة، وتتداول فيها عادة الأوراق المالية المسجلة و المستوفية لمتطلباتها، والتي تتحدد أسعارها من خلال العرض و الطلب .

¹ دمحمد علي ابراهيم العامري ، مرجع سبق ذكره، ص140.

² عبد الكريم أحمد قندوز ، مرجع سبق ذكره، ص33.

³ المرجع و الموضوع نفسهما .

- تعطي عملياتها في مجموعها مؤشرا عاما لاتجاهات الأسعار و الادخار و الاستثمار، وتعكس بصورة حقيقية الوضع الاقتصادي في فترات الرواج و الكساد، وتوفر قاعدة بيانات جيدة لاتخاذ القرارات الاستثمارية الصحيحة .
- يترتب على نشاطها و رواجها دفع الأفراد الى توجيه مدخراتهم الى المشروعات، حيث تساهم في رفع الكفاءة الاقتصادية للمشروعات.

- توفير المدخرات المحلية و الخارجية للاستثمار، كما أنها تعد وسيلة من وسائل تغطية المخاطر.

- تعد الحقل الذي تعمل من خلاله الدولة لتحقيق الاستقرار النقدي عن طريق الأسواق المفتوحة، وذلك ببيع و شراء الأوراق المالية من أجل تغيير كمية النقود للقضاء على التضخم أو الانكماش .

4-مراحل تطور أسواق الأوراق المالية :

يمر تطور الأسواق المالية منذ بداية تأسيسها بأربعة مراحل في اطار التنسيق مع السياسات الاقتصادية للبلد، نوضحها كما يلي¹ :

المرحلة الأولى: عدم وجود سوق أو وجود سوق صغيرة الحجم للأوراق المالية، حيث أنه في هذه المرحلة يتولى البنك المركزي تمويل عجز الميزانية للبلد، ومن أجل تجنب التوسع الزائد في عملية خلق النقود تظهر تشريعات رسمية من أجل تقليل من عملية تمويل العجز الموازي عن طريق البنك .

المرحلة الثانية: تعد مرحلة مبدئية لتطوير السوق في هذه المرحلة يتم ادخال الأدوات المالية الحكومية القصيرة الأجل الى في السوق المالية، سوق الاقراض بين البنوك تتميز بأنها غير متطورة .

المرحلة الثالثة: سوق مالية متطورة لم تصل الى مرحلة التطور الكامل، في هذه المرحلة يتم التوسع أكثر في استخدام أدوات الخزينة، كما يتم ادخال أدوات الدين متوسطة الأجل ذات أسعار الفائدة المحددة على أساس سعر الفائدة المرتبط بأدوات الخزينة الحكومية كما يتم تقوية سوق الاقراض بين البنوك .

المرحلة الرابعة: سوق المالية الناضجة، في هذه المرحلة يتم تحديد أسعار الفائدة بمرونة كاملة، توفير درجة عالية من السيولة لأدوات الدين العام من خلال السوق المالية، بالإضافة الى تقوية وتوسيع الترتيبات المؤسسية و الاشرافية للسوق الثانوي .

من خلال هذه المراحل التي وضعها كل من Laureds و pedra يمكن أن نصنف تطور الأسواق المالية وذلك في اطار التنسيق مع السياسات الاقتصادية الكلية .

¹ عادل عبد العظيم، اقتصاديات الاستثمار: النظريات و المحددات، جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، العدد 67، نوفمبر 2007، ص96.

المطلب الثاني: أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال

تنقسم أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال الى مجموعتين أساسين¹ كالتالي :

1-أدوات و أوراق مالية أساسية Fundamental:

وتمثل هذه الأوراق عصب الحياة في أسواق رأس المال الحاضرة، وهي في طبيعتها محررات كتابية قد تكون حق ملكية وحصصة في الربح المحقق مع الحق في الادارة مثل الأسهم، أو حق دائنية مقابل فائدة ثابتة مثل السندات، أو حق ملكية وحصصة في الربح بدون الحق في الادارة مثل صكوك التمويل، صكوك الاستثمار ووثائق الاستثمار، أو حق في الربح مثل حصص التأسيس، ونعرض فيما يلي الأدوات المالية الأساسية كالتالي :

1-1-1- الأسهم: هي صكوك متساوية القيمة وقابلة للتداول بالطرق التجارية، وتثبت حق للمساهم في الشركة التي أسهم في رأس مالها، وتحويل له بصفته هذه ممارسة حقوقه في الشركة، حيث تتطرح للاكتتاب العام ضمن مهلة محددة يعلن عنها مع الاصدار، وفيما يلي سنتناول أهم خصائص ومميزات الأسهم باعتبارها من أهم الأدوات المالية المتداولة في السوق

1-1-1-1- خصائص الأسهم: يمكن تناول خصائص الأسهم² كالتالي

- الأسهم عبارة عن صكوك متساوية القيمة، حيث لا يجوز اصدار أسهم عادية عن نفس الشركة بقيم مختلفة .
- القابلية للتداول يمكن التنازل عنه بالطرق التجارية دون الحاجة لاتباع طريقة الحوالة المدنية مثل الشركات المصدرة للحوالة .
- مسؤولية المساهم تكون محدودة في الشركة على خلاف الشركاء في شركات التضامن أو شركات الأشخاص .

1-1-2- أنواع الأسهم: يمكن أن نميز عدة أنواع من الأسهم على أساس الحقوق المترتبة على حامل الاسهم أو على أساس أشكال الاصدار كالتالي :

أولاً: على أساس الحقوق المترتبة عليها بالنسبة لحاملها :

- **الأسهم العادية Ordinary Stocks:** لا تمنح لحاملها أية ميزة خاصة عن سواه من المساهمين الآخرين في أرباح الشركة خلال مدة حياتها، أو عند تصفيتها، حيث يحصل حملة الاسهم العادية على حصصهم من توزيعات

¹ عبد الكريم أحمد قندوز، مرجع سبق ذكره، ص40-41.

² د خالد أحمد فرحان المشهداني، د رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، مرجع سبق ذكره، ص328-329.

الأرباح فيشكل نسب مئوية من قيمة رأس المال المعلن بعد كل من حملة الأسهم الممتازة، وفي حالة افلاس الشركة أو تسييل أصولها يتقاضى حملة الأسهم العادية حقوقهم من أصول الشركة بعد كافة الدائنين .

-**الأسهم الممتازة Preferred Stocks**: حامل السهم الممتاز يحصل على نصيب سنوي ثابت يحدد اما في شكل نسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم أو في شكل مبلغ محدد، يجمع بين خاصيتي السهم و السند، تتوفر لحاملها مزايا خاصة مقارنة بجملة الأسهم العادية، خلال توزيعات الأرباح السنوية أو عند تصفية أصول الشركة عند افلاسها أو عند تسييل أصولها¹.

ثانيا :على أساس شكل الاصدار :

-**سهم لحامله Bearar Stock**: ورقة السهم لا تحمل اسم صاحبها، يتسم هذا النوع بمرونة كبيرة عند تداوله في الأسواق المالية، وقد يعرض حامله لمخاطر كبيرة في حالة ضياع أو سرقة السهم، لذلك لا تفضل معظم الشركات الكبيرة اصدار هذا النوع من الأسهم .

-**السهم الاسمي Nominal Stock**: يصدر باسم صاحبه في الشهادة و يسجل أيضا باسمه في سجلات الشركة .

-**السهم الأذني أو لأمر Order Stock**: ويذكر اسم صاحبه في الشهادة مقترنا بشرط الأمر أو الاذن، وعليه يتم انتقال ملكية السهم عن طريق التظهير دون حاجة الرجوع الى الشركة .

1-2-السندات: يمكن تعريف السند على أنه صك قابل للتداول، يدين به حامله للشركة مبلغ من المال، قدم على سبيل القرض الطويل الأجل، يعقد عن طريق الاكتتاب العام، ليمنحه حق الحصول على الفوائد المشرطة أثناء المدة المحددة لبقائه و اقتضاء دينه عند انقضاء أجله .

يتضح من هذا التعريف الفرق بين السهم و السند، فالسند يمثل حق دائنية لصاحبه في مواجهة الشركة، أما السهم فهو يمثل حق ملكية فيها، ولذلك فحامل السند له حق استرداد قيمته في الموعد المحدد و في تقاضي الفوائد الثابتة له سواء حققت الشركة ربحا أولا، كما أن حامل السند لا يمكنه المشاركة بأي صورة في ادارة الشركة، بعكس المساهم الذي له حق حضور الجمعيات العمومية، ومراقبة أعمال المجلس الادارة .

¹ د خالد أحمد فرحان المشهداني، د رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، مرجع سبق ذكره، ص330.

1-2-1- خصائص السندات :يمكن أن نميز الخصائص و المميزات التالية¹

- يعتبر حامل السند دائن للشركة المصدرة أي أنه أداة دين ،وبالتالي حامل السند له أولوية في استيفاء حقوقه من أرباح الشركة أو عند تصفية أصولها في حالة الإفلاس .

-السند يعتبر من أدوات الدخل الثابت باعتبار أن حامله يتقاضى فوائد دورية ثابتة ،حيث يترتب على الشركة سداد هذا القرض و فوائده وفقا لشروط الاصدار .

-السند قابل للتداول أي أنه يشبه السهم في هذه الخاصية .

- يصدر السند بأجل محدود يستحق بحلول هذا التاريخ وينص عليه صراحة في العقد ،أجل السند عنصر هام في تحديد معدل فائدة السند (الكوبون) و كذلك سعره السوقي .

1-2-2-أنواع السندات :يمكن تناول أنواع السندات كما يلي :

أولا :السندات على أساس جهة الاصدار وهي كالتالي :

-السندات الحكومية :تصدر عن الدولة و مؤسساتها مثل سندات الخزينة Treasury Bonde تتميز السندات الحكومية بالأمان و السيولة .

-السندات الدولية :وهي السندات التي تصدر في بلد ما بعملة أجنبية عن عملته الأصلية و لصالح مقترض أجنبي وتعرف بالسندات الدولية Eurobonds وهي تختلف عن السندات الأجنبية Foreign Bonds والتي تصدر لصالح مقترض أجنبي و لكن بنفس عملة البلد الذي تصدر فيه ،أول اصدار لهذا النوع من السندات تم في الأسواق المالية الأوروبية² بداية سنة 1963 تتراوح أجال اصدار هذه السندات بشكل عام ما بين 10 الى 15 سنة ،وهي سندات قابلة للاستدعاء وقد تصدر مقترنة بشرط خيار العملة Currency Option الذي يتم من خلاله توفير لحامل السند الحق في اختيار نوع العملة التي يحصل بها فوائد السند و قيمته الاسمية .

-سندات الشركات :تصدرها المؤسسات المالية أو شركات المساهمة التي تنشط في القطاع الخاص ،مثل السندات العادية Debentures، أو السندات المضمونة بالعقار Mortgage وهي تصدر بمعدلات فائدة أعلى من معدلات الفائدة على السندات الحكومية .

ثانيا :السندات على أساس أجال الاستحقاق وهي كالتالي :

¹د خالد أحمد فرحان المشهداني ،د رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي مرجع سبق ذكره،ص331.

²قامت الشركات الأمريكية بالسماح لفرعها التي تنشط في أوروبا بإصدار السندات Eurobond تخمينا من الضرائب المفروضة على السندات الأجنبية .

-**السندات القصيرة الأجل:** وهي السندات التي لا يتجاوز أجال استحقاقها سنة واحدة، يتم تداولها في سوق النقد مثل سندات الخزينة تصدر بعدلات فائدة منخفضة نسبيا بسبب انخفاض درجة المخاطرة المرافقة لها حيث يتمتع هذا النوع من السندات بدرجة عالية من السيولة .

-**السندات الطويلة الأجل:** يتم تداولها في الأسواق المالية تزيد أجال استحقاقها عن سبعة سنوات ، كما تصدر بمعدلات فائدة مقارنة بسندات القصيرة أو متوسطة الأجل .

ثالثا: السندات على أساس شكل الاصدار وهي كالتالي :

-**السندات الاسمية أو المسجلة:** وهي السندات التي تحمل اسم صاحبها كما تملك الجهة المصدرة سجل خاص بملكية السندات التي تم اصدارها، يمكن أن تكون مسجلة بالكامل Fully Registered ويشمل التسجيل الدين الأصلي و فائدته، أو التسجيل الجزئي Partial Registered حيث يقتصر التسجيل على أصل الدين، الفائدة بمجرد استحقاقها يتم تحصيلها من البنك مباشرة .

-**سندات لحامله:** في هذه الحالة لا يوجد سجل ملكية لدى جهة الاصدار وتنقل ملكية السند بمجرد الاستلام و يكون لحامله الحق في الحصول على فائدة للبنك الذي يتولى دفع الفوائد وعند حلول موعد استحقاق السند يكون لحامله الحق في استلام القيمة الاسمية من البنك مباشرة .

رابعا: السندات على أساس الضمان وهي كالتالي :

-**السندات المضمونة:** يطلق عليها مصطلح Secured Bonds مثل حالة السندات العقارية حيث يحق لحاملها الحصول على الأصل محل الضمان و الذي قد يكون أصلا حقيقيا مثلا المباني و الآلات و ذلك في حالة توقف المدين عن الوفاء بأصل السند أو بفائدته .

-**السندات الغير المضمونة:** في هذه الحالة يعتمد الدائن فقط على تعهد المصدر بالدفع ويكون مضمونا فقط بالديون العامة للمدين و يطلق على السندات الغير المضمونة مصطلح السندات العادية Debentures، حيث أن الضمانة الوحيدة التي تتوفر لحامل هذا النوع من السندات هي حق الأولوية مقارنة بالدائنين الآخرين للشركة المصدرة .

خامسا: السندات على أساس قابليتها للتحويل، حيث تعتبر قابلية السند للتحويل ميزة للمستثمر عكس قابلية الاستدعاء التي تعتبر ميزة لصالح الجهة المصدرة، حيث ومن أجل تحقيق التوازن لصالح كل من المستثمر و الجهة المصدرة يتم اصدار شرطي قابلية التحويل و الاستدعاء في الغالب مترافقين، يمكن تقسيمها كما يلي :

-السندات الغير القابلة للتحويل: تصدر عادة السندات الغير القابلة للتحويل Non Convertible Bonds بمعدل فائدة أعلى من معدل فائدة السندات القابلة للتحويل .

-السندات القابلة للتحويل: تصدر هذه السندات Convertible Bonds بنص صرح في عقد الاصدار يعطى لحاملها ضمن مهلة محددة الحق في تحويل السندات الى أسهم عادية، حيث توفر هذه السندات للجهة المصدرة مزايا الحصول على الأموال بتكلفة منخفضة نسبيا عن السندات العادية ، في حين توفر للمستثمر المزايا السعرية للسهم العادي والأمان الذي يميز السندات ، أي فائدة مزدوجة للمستثمر حيث توفر له الفرصة لتحقيق أرباح رأسمالية في حالة ارتفاع السعر السوقي للسهم العادي عن سعر التحويل ، كما تحميه من تحقيق خسائر رأسمالية كبيرة في حالة انخفاض السعر السوقي للسهم العادي .

سادسا: السندات على أساس قابلية الاستدعاء أو الاطفاء ، يصدر عقد الاصدار متضمنا حقوق و التزامات كل من المصدر و المستثمر ومن الشروط التي يتضمنها العقد شرط الاستدعاء Call Provision ، ويخول هذا الشرط للجهة المصدرة للسند الحق في استدعاء السندات التي يشملها هذا الشرط لإطفائها بسعر محدد خلال مهلة محددة ، ويمكن أن يميز السندات التالية على أساس هذه الخاصية كالتالي :

-السندات القابلة للاستدعاء: وهي السندات التي يشملها شرط الاستدعاء حيث تصدر عادة بعلاوة الاستدعاء Call Permium وذلك من أجل تشجيع المستثمر على شرائها ، وتختلف السندات القابلة للاستدعاء من حيث المهلة المسموح خلالها بالاستدعاء حيث هنالك سندات تكون قابليتها للاستدعاء مطلقة Freely Callable تكون للجهة المصدرة حرية مطلقة في استدعاء السند في أي لحظة ، حيث يجب على حامل السند تقديم السند للإطفاء في الموعد المحدد من قبل الشركة ، في حين تعتبر السندات ذات الاستدعاء المؤجل Deferred Call و التي يمنح حاملها مهلة حماية من الاستدعاء تتراوح ما بين 5 الى 10 سنوات من تاريخ اصداره وهي تصدر بمعدلات فائدة أعلى من السندات الغير القابلة للاستدعاء .

-السندات الغير القابلة للاستدعاء: وهي السندات التي يكون لحاملها الحق في الاحتفاظ بها لحين انتهاء أجال استحقاقها وتعرف ب Non Callable ، ولا يجوز للجهة المصدرة استدعاءها للإطفاء لأي سبب من الأسباب .

2- أدوات و أوراق مالية مشتقة Derivatives:

المشتقات المالية هي أدوات يتم اشتقاقها من أصل نقدي و يمكن شراؤها و بيعها و تداولها بطريقة مماثلة للأسهم أو أية أصول مالية أخرى ، حيث يعتمد تسعير و أداء المشتقات المالية مثل المستقبلات ، الخيارات و المقايضات بشكل كبير على الأصل محل التعاقد ، تتم المتاجرة في المشتقات المالية في الأسواق المنظمة أو في

الأسواق الغير المنظمة، تعد المشتقات المالية نتاج أو ابتكار ما يطلق عليه¹ الهندسة المالية Financial Engineering.

- المشتقات المالية على أنها العقود التي تشتق قيمتها من قيمة الأصول محل التعاقد، وهي تتنوع ما بين الأسهم، السندات و السلع و العملات الأجنبية، وتسمح المشتقات للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتمادا على أداء الأصل محل التعاقد².

- المشتقات المالية³ هي عبارة عن عقود مالية تتعلق ببند خارج الميزانية، وتحدد قيمتها بقيم واحد أو أكثر من الموجودات أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها .

- المشتقات لمالية هي الورقة المالية التي تشتق قيمتها السوقية لورقة مالية أخرى محددة مثل السهم العادي أو السند و بالتالي فليس للمشتقات المالية حقوق مالية مباشرة على الأصول الحقيقية .

توجد أربعة أنواع رئيسية للأوراق المالية المشتقة وهي كالتالي العقود الأجلة Forward Contracts العقود المستقبلية Futures Contracts، عقود الخيارات Options Contracts، عقود المبادلات Swaps Contracts وغيرها من الأدوات المالية المشتقة الأخرى، نذكر أهم أنواع العقود كالتالي :

2-1- عقود الخيارات Options Contracts:

يعرف الخيار على⁴ أنه أحد الأوراق المالية المشتقة التي تمنح حاملها الحق و ليس الالتزام لشراء أو بيع موجود أو ورقة مالية بسعر تنفيذ معين، نذكر أنواع الخيارات كالتالي :

2-1-1- خيار الشراء Call Option:

يعرف خيار الشراء على أنه ورقة مالية تمنح حاملها الحق لشراء موجود معين بسعر محدد يطلق عليه سعر التنفيذ Exercice Prix خلال فترة زمنية يطلق عليها تاريخ الاستحقاق أو تاريخ التنفيذ Exercice Date، وبما أن الخيار هو حق، فإن حصول المستثمر على هذا الحق ليس من دون مقابل، حيث يدفع الى بائع الخيار مبلغا من المال يطلق عليه سعر الخيار أو العلاوة Premium وهذا المبلغ ثابت ويتم تحديده وفقا لقوى العرض و الطلب في سوق الخيارات.

¹ الهندسة المالية تعتمد على تشخيص متطلبات العاملين في السوق المالية وقدراتهم من جهة وتحليل الفرص والتحديات في هذه الأسواق من جهة أخرى.

² عبد الكريم أحمد قندوز، مرجع سبق ذكره، ص40-41

³ المرجع و الموضوع نفسه.

⁴ د. أسعد حميد عبيد العلي، استراتيجيات الاستثمار في الخيارات المالية، دائرة المكتبة الوطنية، الأردن، 2010، ص18-19.

2-1-2- خيار البيع Put Option :

يعرف خيار البيع على أنه ورقة مالية تمنح حاملها الحق لبيع موجود معين بسعر محدد يطلق عليه سعر التنفيذ Exercice Prix خلال فترة زمنية يطلق عليها تاريخ الاستحقاق أو تاريخ التنفيذ Exercice Date، وبما أن الخيار هو حق، حيث يدفع إلى بائع الخيار مبلغاً من المال يطلق عليه سعر الخيار أو العلاوة Premium وهذا المبلغ ثابت ويتم تحديده وفقاً لقوى العرض والطلب في سوق الخيارات.

وفيما يلي الجدول التالي يمثل حقوق مشتري (حامل) الخيار سواء كان خيار شراء أم خيار بيع، كما يبين التزامات بائع الخيار سواء كان خيار شراء أو خيار البيع.

جدول رقم (2-1): حقوق مشتري (حامل) الخيار سواء كان خيار شراء أم خيار بيع، كما يبين التزامات بائع الخيار سواء كان خيار شراء أو خيار البيع.

خيار البيع put option	خيار الشراء call option	
الحق ببيع السهم بسعر التنفيذ في تاريخ الاستحقاق	الحق بشراء السهم بسعر التنفيذ في تاريخ الاستحقاق	مشتري الخيار Long position
الالتزام بشراء السهم بسعر التنفيذ في تاريخ الاستحقاق	الالتزام ببيع السهم بسعر التنفيذ في تاريخ الاستحقاق	بائع الخيار Short position

المصدر: د. أسعد حميد عبيد العلي، استراتيجيات الاستثمار في الخيارات المالية، ص 20.

2-2- عقود المقايضات (المبادلات) Swaps Contracts

عقد¹ المبادلة هو اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة مستقبلية، فعلى سبيل المثال شركة تجارية توافق على دفع معدل فائدة ثابتة على مبلغ معين (أصل اعتباري)، كل سنة لمدة خمسة سنوات وذلك لطرف آخر وليكن بنك حيث سيدفع هذا الأخير معدل فائدة عائمة على نفس المبلغ وذلك كل سنة لمدة خمسة سنوات، حيث ترتبط أطراف العقد عادة بأداة دين أو بقيمة العملات، أهم أنواع عقود المبادلات كالتالي :

2-2-1- مبادلة أسعار الفائدة :

في هذه العقود أحد أطراف الداخلة في المبادلة يوافق على دفع سلسلة من معدلات الفائدة الثابتة، وفي نفس الوقت يتسلم سلسلة من التدفقات النقدية التي تعتمد على معدلات الفائدة العائمة أو المتغيرة، وفي المقابل يوافق الطرف الآخر الداخلة في عقد المبادلة على استلام سلسلة من معدلات الفائدة الثابتة مقابل دفع سلسلة من معدلات الفائدة المتغيرة .

¹ عبد الكريم أحمد قندوز، نفس المرجع السابق، ص 255.

2-2-2- مبادلة العملات :

تتضمن¹ مبادلة العملات في أبسط صورها مبادلة أصل فائدة ثابتة على قرض ما بأصل قرض آخر ، و مدفوعات فائدة ثابتة على القرض المكافئ تقريبا بعملة أخرى ،ويمكن استخدام مبادلة عملة في تحويل قرض بعملة ما الى قرض عملة أخرى ،وتحدد التغيرات في أسعار الفائدة بين البلدين وكذلك التغيرات في أسعار الصرف بين العملتين الرابع و الخامس في عقود العملة .

2-3- العقود الآجلة Forward Contracts

العقد الآجل يعرف على انه اتفاق بين طرفين لشراء أو بيع أصل ما في تاريخ ما مستقبلي بسعر متفق عليه يتحدد عند التعاقد ،ولا يتم التداول العقد الاجل في البورصة ،حيث أن العقد الاجل هو اتفاقية تعاقدية بين مشتري بائع بمبادلة أصل التنفيذ في تاريخ لاحق و المشتري و البائع يحددان السعر و الكمية عند التعاقد و لكن التسليم لسند يستحق بعد عشرين عاما مقابل ثمن نقدا قد لا يتم .

حيث تستخدم العقود الآجلة كوقاية من تقلب أسعار السوقية للسلع أو أذونات الخزانة أو السندات و القروض وحتى أسعار الفائدة ،كما تستخدم العقود الآجلة لتقليل خطر تذبذب أسعار صرف العملات ،وذلك بإبرام العقود الآجلة في الأسواق العالمية .

2-4-العقود المستقبلية Future Contracts

يعرف العقد المستقبلي على أنه التزام متبادل بين طرفين ،بفرض على أحدهما أن يسلم الآخر أو يستلم منه و بواسطة طرف ثالث (الوسيط) كمية محددة من أصل أو سلعة معينة في مكان وزمان محددين وبسعر محدد ،حيث يتم التعامل بهذه العقود في سلع حقيقية مثل البن ،السكر ،القطن ،النفط و المعادن الثمينة أو أدوات الأوراق المالية مثل الأسهم و السندات ومؤشرات الأسواق المالية .

المطلب الثالث: كفاءة السوق المالية (E.FAMA Theory)

ترتبط كفاءة السوق المالية بالأساس بالعلاقة بين القيمة السوقية للأوراق المالية خاصة الأسهم العادية و المعلومات المتاحة ،ومدى انعكاس تلك المعلومات بالقيمة السوقية للأوراق المالية بشكل موضوعي ،سريع وكامل ،سواء كانت هذه المعلومات مستنبطة من الكشوفات المالية ،أم المنشورة بوسائل الاعلام أو السجل التاريخي لأسعار الأسهم في الأيام و الأسابيع و السنوات ،أو عن تحاليل أو تقارير أداء الشركات ،وآثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء الشركات .

¹عبد الكريم أحمد قندوز ،نفس المرجع السابق،ص256

1- مفهوم كفاءة السوق المالية :

تعتبر مساهمة الاقتصادي الأمريكي فاما (E.FAMA) من أهم الدراسات في مجال كفاءة الأسواق المالية¹ وقد عرف فاما السوق الكفؤة على أنها "السوق الكفؤة للأوراق المالية ، بأنها السوق بالنظر إلى المعلومات المتاحة ، والأسعار الفعلية في كل نقطة زمنية تمثل تقديرات جيدة جدا للقيم الأصلية".

تعرف السوق الكفؤة بشكل عام على أنها السوق التي تستجيب فيها أسعار الورقة المالية بشكل كامل وسريع و موضوعي لجميع المعلومات المتاحة ذات العلاقة بالورقة المالية ، لضمان اتخاذ القرار الاستثماري المناسب بيع أو مسك الأوراق المالية ، حيث تقتضي كفاءة الأسواق المالية ثلاثة أنواع من الكفاءة :

1- كفاءة التخصيص حيث تعمل السوق على تحصيل الكفؤ للموارد النادرة ، و توجيهها الى استخدامات لتعظيم المنفعة ، لضمان تحقيق كفاءة التخصيص Allocationally Efficient.

2- كفاءة التشغيل يتم تحديد كلفة المعاملات بطريقة تنافسية ، بمعنى أن المشاركين في السوق يعملون في بيئة ، ويحققون عوائد اعتيادية بالشكل الذي يحقق كفاءة التشغيل Operational Efficiency.

3- الكفاءة المعلوماتية Informationally Efficient ، وتشير الى الانعكاس الكلي و الفوري و السريع للمعلومات الملائمة و المتاحة في أسعار الأوراق المالية .

2- شروط كفاءة الأسواق المالية :

الشروط التي يجب أن تتوفر لقيام السوق الكفؤة يمكن أن نوضحها كالتالي² :

- المعلومات يجب أن تكون متاحة لجميع المشاركين بالسوق لضمان تماثل توقعاتهم بالأسعار السوقية ، في نفس الوقت وبدون تكلفة ، بسرعة و موضوعية .
- ضرورة توفر جهاز مصرفي فاعل و متكامل من أجل الوفاء بالالتزامات المتبادلة و اجراء التسويات و التحويلات المالية اللازمة .
- اتخاذ القرارات الاستثمارية للمتعاملين في السوق المالية تتصف بالرشد و العقلانية على أساس المبادلة بين العائد و المخاطرة .
- عدم وجود قيود على حجم التعاملات أي أنه ليس هنالك ضرائب أو تكلفة على الصفقات .

¹ Augustas Deguits ,lina novickty ,the efficient market hypothesis: A critical Review of literature and methodology ,vilinius university ,Lithuania,ISSN 1392-1258.EKONOMIKA2014vol.93(2),p11.

² د خالد أحمد فرحان المشهداني ،مرجع سبق ذكره،ص86-87

3-فرضيات أشكال سوق رأس المال الكفؤة (Emh) Efficient Market Hypothesis

لقد قام¹ الاقتصادي الأمريكي (E.FAMA) بتقسيم كفاءة الأسواق المالية الى ثلاثة أصناف ،حيث تتمثل أشكال² الكفاءة لأسواق رأس المال في ثلاث فرضيات كالتالي :

1-فرض الشكل الضعيف The Weak Efficient Form

2-فرضية الشكل الشبه القوي The Semi-Strong Efficient Form

3-فرضية الشكل القوي The Strong Efficient Form

3-1- فرض الشكل الضعيف The Weak Efficient Form

بموجب هذه الفرضية بأن المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم في السوق في الفترة الحالية هي المعلومات التاريخية التي تكونت خلال فترات ماضية من التعامل وبالتالي لا يمكن الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية في الأسعار، و بالتالي فان أدوات التحليل الفني للتنبؤ بأسعار الأوراق المالية لا تفضي الى نتائج بشأن توقعات تحركات أسعار الأوراق المالية .

3-2- فرضية الشكل الشبه القوي The Semi-Strong Efficient Form

يشير الشكل³ الشبه القوي من الكفاءة بأن الأسعار الحالية للأسهم تعكس بالإضافة الى المعلومات التاريخية المتاحة في الشكل الضعيف،تعكس أيضا كافة المعلومات المعروفة والمتاحة للجمهور أو التوقعات التي تقوم على تلك المعلومات (الظروف الاقتصادية، ظروف القطاع الصناعي أو المنشأة، التقارير المالية وغيرها)، وإذا كانت أسعار الأسهم تعكس تلك المعلومات، وبالتالي فان تقييم السهم العادي يستند الى معلومات متاح نشرها تعكس طبيعة عمل المؤسسات المصدرة لتلك الأسهم و ظروف السوق ،فالمستثمر يتمكن من تحقيق عائد في ظل مخاطرة مرغوبة استنادا الى مجموعة تلك المعلومات.

3-3-فرضية الشكل القوي The Strong Efficient Form

حسب هذه الفرضية فان الأسعار الحالية تعكس بصفة كاملة كل المعلومات العامة والخاصة المتاحة في السوق لجميع المتعاملين بما في ذلك المعلومات الداخلية للشركات ،بالإضافة الى بعض المعلومات للمطلعين في السوق الذين يمتلكون معلومات اضافية ذات قيمة ،قبل أن تصبح متاحة الى الآخرين ،ففي ظل السوق المالية الكفؤة للشكل القوي يكون التباين بين القيمة الحقيقية وبين سعر الورقة المالية أي السهم مساويا للصفر.

¹ Thian Cheng lim,history of the efficient market hypohthesis,international journal of management and business Reasearch,2012,vol.1.Issue11(ISSN2226-8235),p01.

²دمحمد علي ابراهيم العامري ،مرجع سبق ذكره،ص173

³المرجع نفسه،ص174.

المبحث الثاني: الاطار النظري لتسيير المحفظة الاستثمارية

في هذا المبحث سنتطرق الى المفاهيم الأساسية المتعلقة بتسيير المحافظ المالية، وتقييم أداءها باعتبار أن صناديق الثروة السيادية مستثمر مؤسسي يستثمر من خلال محفظة استثمار مرجعية حيث سنستعرض المفاهيم الأساسية حول ادارة المحافظ المالية، ونظرية المحفظة الحديثة MPT لهاري ماركويتز وتطور نظرية المحفظة الحديثة من خلال المطلب الثالث .

المطلب الأول : تسيير المحفظة الاستثمارية .

من خلال هذا المطلب سنتطرق الى المفاهيم الأساسية المرتبطة بمفهوم محفظة الأوراق المالية و محددات تخصيص الأصول وتسييرها.

1- مفهوم تسيير المحفظة الاستثمارية

يشير مفهوم تسيير المحفظة إلى علم¹ تحليل نقاط القوة والضعف لمشروع معين ، وما هي أهداف المشروع ، وما هي الموارد المالية للمشروع الذي سيتم تنفيذه ، ماهي الفرص والتهديدات لأداء مجموعته واسعه من الأنشطة الاقتصادية المرتبطة بالمحفظة المالية من أجل تعظيم العائد في ظل مخاطرة معينة، وتبدأ عملية ادارة المحفظة بمدخلات خام مثل ما هو مقدار رأس المال المطلوب لمثل هذا المشروع، بعد ذلك المستثمر يقوم بتقييم المشروع من خلال عائد ومخاطرة المحفظة ، يتركب مصطلح تسيير المحفظة المالية من كلمتين المحفظة والتسيير أو الادارة كما يلي:

-المحفظة المالية : تعرف على أنها أداة مركبة من أدوات الاستثمار تتكون من مجموعة من الأصول المالية مثل الأسهم،السندات ،أو أدوات استثمارية أخرى ،يتم تكوينها لتحقيق استقرار مخاطر مجموعة متنوعة من الأصول المالية تتم ادارتها و تسييرها من قبل مدير المحفظة .

-الادارة أو التسيير :هي تنظيم وتنسيق أنشطة المؤسسة وفقا لسياسات محددة جيدا وتحقيق أهدافها المحددة مسبقا .

¹ Neelam Kappor, **financial portfolio management :overview and decision making in investment process**, international journal of research vol 1.Issue-10 ,ISSN 2348-6848,November 2014,p1362.

- مفهوم تسيير المحفظة: تعرف على أنها دليل أو منهجية تتيح للمستثمر اختيار أفضل الأوراق المالية المتوافرة من أجل تحقيق عائد متوقع في ظل مستوى مخاطرة معين، حيث يعتبر قرار استراتيجي يتم تحاذه من قبل مدراء المحافظ.¹

2- أهداف ادارة محفظة الأوراق المالية² :

- تحقيق عائد اضافي و الحفاظ على رأس المال الأساسي أو الأصلي، الذي يعتبر ضروري لاستمرار المستثمر في السوق المالية .
- تنويع الاستثمارات من أجل تقليل المخاطر المرتبطة بأداء الأوراق المالية التي تمثل قيم منقولة لمختلف المؤسسات و القطاعات الاقتصادية، وتعرف هذه المخاطر المتعلقة بأداء الأوراق المالية بالمخاطر الانظامية .
- زيادة نمو رأس المال من خلال تراكم التدفقات النقدية المكتسبة من العوائد الاستثمار في الأوراق المالية .
- ضمان استمرار تدفق المداحيل بالنسبة للمستثمر، وبالتالي تحقيق دخل اضافي للمستثمر .

3-أنواع المحافظ الاستثمارية : يمكن أن نميز أهم أنواع المحافظ الاستثمارية كما يلي :

3-1-المحفظة الهجومية The Aggressive Portfolio:

المحفظة الهجومية تشمل مجموعة من الأسهم التي تحقق عوائد عالية في ظل مخاطرة مرتفعة، حيث أن الأصول المالية المكونة لهذا المحفظة لها معامل بيتا β مرتفع، و هذا المعامل يدل على حجم المخاطرة النظامية لموجود محدد بمعدل عائده أي أن هذه الأصول المالية تكون لديها حساسية عالية لتقلبات السوق المالية³.

3-2-المحفظة الدفاعية The Defensive Portfolio:

الأصول المالية المكونة لهذه المحفظة لها معامل بيتا β منخفض عادة، غالباً ما تكون معزولة الى حد ما عن تحركات السوق الأساسية، تعد الأسهم الدورية cyclical stocks أكثر حساسية للدورات الاقتصادية، مثلاً خلال فترات الركود الاقتصادي يعد أداء الشركات المنتجة للسلع الأساسية أفضل من أداء الشركات المنتجة لسلع الكماليات ذلك أنه هناك طلب مستمر على السلع و الخدمات الأساسية، وباعتبار أن هذا النوع من المحافظ تفضل من قبل المستثمر المحافظ فان الاستثمار في هذا النوع من الشركات يمثل الاختيار الأمثل لهذا النوع من المحافظ .

¹ Neelam Kappor, op.cit,p1363.

² د خالد أحمد فرحان المشهداني، د رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، مرجع سبق ذكره،ص306-307.

³ Neelam Kappor,op.cit ,p1368.

3-3-محفظه الدخل The Income Portfolio:

ترتكز محفظة الدخل على أرباح التوزيعات النقدية للأسهم أو الفوائد لأصحاب السندات ، كما تعتبر صناديق الاستثمار العقاري REITs والشراكات المحدودة الرئيسية MLP مصادر ممتازة للاستثمارات المنتجة للدخل، حيث توزع هذه الشركات الغالبية العظمى من أرباحها إلى المساهمين في مقابل الحصول على وضع ضريبي مناسب، كما أنها تمثل أداة سهلة للاستثمار في العقارات دون متاعب الامتلاك الفعلي للعقارات، إلا أنه يجب الأخذ بعين الاعتبار أن أسهم هذه الشركات تخضع لتقلبات الوضع الاقتصادي مثل أسهم صناديق الاستثمار العقاري التي تتعرض لضربات خلال فترات التباطؤ الاقتصادي مثل أزمة الرهن العقاري التي أدت إلى الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 .

3-4-محفظه المضاربة The Speculative Portfolio:

تنطوي محفظة المضاربة على مخاطر أكثر من أي نوع آخر من المحافظ ، يشير خبراء التمويل إلى أن 10% كحد أقصى من الموجودات القابلة للاستثمار يمكن استخدامها لتمويل محفظة المضاربة، تعتبر شركات التكنولوجيا أو الرعاية الصحية التي هي في طور البحث عن منتج متميز ، أو شركة نفط صغيرة توشك على نشر نتائج إنتاجها الأولية ، تستهدف من قبل المستثمرين المضاربين .

كما أن هناك لعبة مضاربة كلاسيكية أخرى تتمثل في اتخاذ قرار استثماري قائم على شائعة مفادها أن الشركة تخضع لعملية استحواذ، يمكن للأفراد الاستثمار في صناديق المؤشرات المتداولة في الأسواق ETF المتداولة في أسواق اليوم يمثل مضاربة أيضا، هذا النوع من التفضيلات الاستثمارية ينطوي على عوائد عالية في ظل وقت وجيز و مخاطرة عالية ، كما تعتبر الأدوات المالية المشتقة من أهم الأدوات المفضلة لدى المستثمر المضارب .

3-5-المحفظة الهجينة The Hybird Portfolio:

بناء نوع هجين من المحفظة يعني الدخول في عدة استثمارات متنوعة، مثل السندات والسلع والعقارات وحتى ، هناك الكثير من المرونة في نهج المحفظة المختلطة تقليديا ، فإن هذا النوع من المحفظة يحتوي على أسهم الشركات الكبرى وبعض السندات الحكومية أو الشركات عالية الجودة، حيث يمكن الاستثمار في أدوات الدخل الثابت ذات تواريخ استحقاق متنوعة ، وهو في الأساس مقارنة تنوع داخل فئة أصول السندات نفسها، بشكل أساسي ، سوف تشمل المحفظة المختلطة على مزيج من الأسهم والسندات في نسب تخصيص ثابتة نسبياً، يقدم هذا النوع من المحافظ فوائد التنوع عبر فئات الأصول المتعددة مثل الأسهم والأوراق المالية ذات الدخل الثابت التي تميل إلى أن يكون لها ارتباط سلبي مع عوائد بعضها البعض.

4- سياسة تسيير المحفظة المالية :

الخطوة الأولى في عملية تسيير¹ أو ادارة المحفظة المالية سواء بالنسبة للمستثمر الفرد أو المستثمر المؤسسي هي تحديد سياسته الاستثمارية بوضوح، من خلا تحديد العائد المستهدف تحقيقه في نهاية الاستثمار ومستويات الخطر التي يمكن تحملها بالنسبة للمستثمر، بالإضافة الى تحديد قيود المحفظة و الاستراتيجيات المقبولة ، ان تحديد سياسة الاستثمار الخاصة بالمستثمر تسمح له :

- باختيار أسلوب الادارة style de gestion الذي يتناسب مع العائد المراد تحقيقه و المخاطر المقابلة له

- ضمان اتساق القرارات عند مراجعة المحفظة طول مدة الاستثمار.

- تقييم أداء استراتيجيات التسيير أو الادارة المطبقة على المحفظة .

وفيما يلي نتطرق بالتفصيل الى محددات تخصيص الأصول في المحفظة كما يلي :

4-1- الهدف من الاستثمار :

يتمثل في المراجعة بين مفهومي العائد - المخاطرة، وباعتبار أن المكاسب المحتملة تحقيقها لا يمكن فصلها عن امكانية تحقيق خسائر محتملة .

4-1-1- العائد :

مستوى العائد المراد تحقيقه يعتمد على طبيعة المستثمر و القطاع الذي ينشط فيه، بالنسبة للمستثمر الفرد تعد دورة الحياة محدد أساسي على سبيل المثال ، يعد دخل القوى العاملة من الأصول المالية ضعيف ،أفق الاستثمار طويل وبالتالي يفضل المستثمر عوائد استثمار مرتفعة نسبياً (مستوى المخاطرة مرتفع) ، من ناحية أخرى الأفراد المتقاعدون يتوافق مع مرحلة يعيش فيها الأفراد على دخل من استثماراتهم أو أموال سن التقاعد ، في هذه الحالة يكون أفق الاستثماري قصيراً نسبياً ، وبالتالي في هذه الحالة المستثمر يفضل الاستثمارات ذات العوائد العادية والمخاطر المنخفضة ،بالنسبة للمستثمر المؤسسي فان تحديد العائد المراد تحقيقه يأخذ بعين الاعتبار التدفقات النقدية الناتجة عن نشاطه بالإضافة الى أهداف أخرى تتمثل أساسا في طبيعة هذا المستثمر المؤسسي و الهدف من انشائه².

¹ Imen Ben Tahar ,mathématiques de la modélisation de decision, université paris DAUPHINE,paris,2010-2011,p25.

² Imen Ben Tahar ,ibid ,p26.

4-1-2-المخاطرة :

تشير الى احتمالات الخسارة يمكن تحديدها بطريقة كمية باستخدام مقاييس احصائية (الانحراف المعياري)، حيث أن الانحراف المعياري يقيس مقدار انحراف العائد المتوقع للسهم مثلا عن العائد المتوقع .

4-2-محددات الاستثمار :

ترتبط قرارات تخصيص المحفظة بعدة قيود أو محددات نستعرضها كما يلي:

4-2-1-القيود التنظيمية: قد تشمل في الأحكام القانونية التي تحد من امكانية المستثمر من استخدام أدوات المالية أو الوصول الى قطاعات معينة، عل سبيل المثال بعض المستثمرين المؤسساتيين مثل صناديق التقاعد لا تستثمر في فئة معينة من المشتقات المالية، القيود القانونية تتعلق أيضا بمستوى المخاطرة الممكن تحملها أو درجة تنويع المحفظة .

4-2-2-التكلفة أو الضرائب: يعتمد هذا العنصر على وضع المستثمر نوع المنتجات المالية، حيث تشكل الضرائب تكلفة عند اتخاذ قرار تخصيص الأصول في المحفظة .

4-2-3- السيولة: يعتبر عامل تفضيل السيولة عنصر مهم عند اتخاذ قرار تخصيص أو توزيع الأصول في المحفظة، حيث يجب على المستثمر التأكد من أن جزء من الاستثمارات يتمتع بالمرونة الكافية للوفاء بالالتزامات المالية اذا اقتضت الحاجة الى السيولة المالية .

المطلب الثاني: نظرية المحفظة الحديثة MPT Modern Portfolio Theory

أرست مبادئ النظرية للمحفظة عام 1952 على يد منظرها الأول و الحائز على جائزة نوبل للمالية و الاقتصاد هاري ماركويتز Harry Markowitz.

حسب هاري ماركويتز Harry Markowitz "يمكن تقسيم عمليه اختيار محفظة الأوراق المالية إلى مرحلتين، المرحلة الأولى تبدأ من خلال الملاحظة و الخبرة وتنتهي من خلال المعتقدات حول أداء الأوراق المالية المتاحة في المستقبل، أما المرحلة الثانية تبدأ من المعتقدات حول أداء الأوراق المالية في المستقبل وتنتهي باختيار المحفظة".

1- مفهوم نظرية المحفظة الحديثة MPT:

نظرية المحفظة Portfolio Theory هي نظرية معيارية تعنى بالقرارات المالية الرشيدة للمستثمرين (المنشأة أو الأفراد) من حيث الموازنة بين المخاطرة و العائد عند الاستثمار في الموجودات المالية أو المادية، تصف هذه النظرية المستثمر بالرشيد في ممارسة عملية اتخاذ القرار أو المفاضل بين الاستثمارات، تستند نظرية المحفظة الى الافتراضات التالية¹:

-المستثمر متجنب للمخاطرة، وبهذا فان المستثمر رشيد .

-تمائل توقعات المستثمرين بخصوص العائد و المخاطرة .

-امكانية تجزئة الاستثمارات .

-امكانية الاقتراض و الاقراض بمعدل عائد خالي من المخاطرة .

2-1-أساس النظرية - هاري ماركويتز 1952 Harry Markowitz:

لقد تطرق هاري ماركويتز من خلال مقالته الى أن التباين المشترك covariance بين عوائد الأوراق المالية في المحفظة هو العامل المهم الذي يتحكم بمخاطرة المحفظة، بالإضافة كل من مخاطرة الأوراق المالية بشكل منفرد، ومقدار أي الوزن weight الاستثمار في الورقة المالية من مجمل المبلغ المستثمر في المحفظة².

كما تم التطرق الى أثر التنويع المدروس في تخفيض المخاطرة وذلك من خلال تقديمه نظرية المحفظة الكفؤة، وهي المحفظة التي تحقق:

¹د محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص 181.
²المرجع و الموضوع نفسهما.

-أدنى مخاطرة ممكنة لأي مستوى من العائد .

-أعلى عائد ممكن لأي مستوى من المخاطرة .

وقد أدت هذه النظرية دورا مهما في تفسير العلاقة بين المخاطرة و العائد ،حيث يسعى المستثمر الرشيد الى اختيار التوليفة المثلى و بموجب هذه النظرية ليس المهم ارتفاع أو انخفاض العائد من موجود معين بل المهم هو العائد من المحفظة و مخاطرتها .

3-عائد و مخاطرة المحفظة Portfolio Return and Risk:

في هذا الجزء سنتطرق الى كيفية حساب العائد المتوقع و المخاطرة للمحفظة ،لكن قبل ذلك يجب علينا التطرق الى كيفية حساب عائد ومخاطرة الموجودات المالية أي الأصول المكونة للمحفظة كالتالي :

3-1-عائد ومخاطرة الأصل المالي :

عائد السهم الممكن أو المتحقق خلال فترة زمنية محددة يعطى بالعلاقة التالية :

$$R = \frac{Div_1 + P_1 - P_0}{P_0}$$

حيث أن :

P_1 :سعر السهم في نهاية المدة أي الفترة الزمنية t

P_0 :سعر السهم في بداية المدة أي الفترة الزمنية $t-1$

Div_1 :توزيعات الأرباح خلال فترة زمنية محددة .

حيث أن R متغير عشوائي ضمن القيم التي تتبع التوزيع الطبيعي وفق قانون¹ التوزيع الطبيعي loi

$$R \sim N(E(R), \sigma) \quad \text{normale كالتالي :}$$

حيث أن $E(R)$ يمثل الأمل الرياضي أو العائد المتوقع للسهم ،بينما σ يمثل الانحراف المعياري الذي يقيس مخاطرة الأصل المالي أو المحفظة ،كما يطلق عليه تقلب العوائد .

¹ يعتبر قانون التوزيع الطبيعي أهم توزيع احصائي على الاطلاق واشتقه لأول مرة الاحصائي Demover Abraham في احدى مقالاته سنة 1733.

حيث¹ من الممكن تحديد مجال الثقة للعوائد من أجل مستويات مختلفة للاحتمالات القائمة علي وظيفة التوزيع الطبيعي (المتوسط يساوي الصفر والانحراف المعياري يساوي الوحدة) الذي يعطي النسبة المئوية للتوزيع :

$$F(x) = P_r \left[\frac{R - E(R)}{\sigma} \leq x \right]$$

العائد المتوقع يمكن حسابه خلال فترة زمنية تقدر :يوم واحد،شهر ،فصل أو سنة زمن الأفضل أن يتم حسابه على أساس سنوي .

3-2- معدل العائد المتوقع للمحفظة ,ERP Portfolio Expected Rate of Return:

المحفظة هي مجموعة توليفة من الموجودات المالية مثل الأسهم و السندات المسوكة من قبل المستثمر ،ويتمثل معدل العائد المتوقع لمحفظة الأوراق المالية بالمتوسط الحسابي المرجح بالأوزان² لمعدلات العائد المتوقعة على الاستثمارات الفردية المكونة لها ،وبالتالي يحسب معدل العائد المتوقع كالتالي :

$$ER_p = \sum_{j=1}^n w_j ER_j$$

حيث أن :

ER_p :معدل العائد المتوقع للمحفظة . ER_j :معدل العائد المتوقع للاستثمار الفردي (السهم) .

w_j :الوزن النسبي للاستثمار الفردي (السهم) .

3-2- مخاطرة المحفظة Portfolio Risk:

مخاطرة المحفظة هي دالة لمخاطرة الاستثمارات الفردية التي تشكل أو تكون المحفظة و أوزانها ،ومعاملات الارتباط فيما بين معدلات العائد لهذه الاستثمارات الفردية ،فكلما كانت معاملات الارتباط سالبة بين موجودات المحفظة كلما اقتربت المحفظة من المثالية و يكون ذلك أفضل .

¹ Andrée Farber et autres ,finance « synthèse de coures & exercice corrigés »,collection synthex pearson Education ,2^e édition,France ,p36.

² وزن المحفظة هو نسبة قيمة الاستثمار لموجود معين الى القيمة الكلية المستثمرة في المحفظة ،حيث أن مجموع الأوزان يساوي واحد.

الحالة 01: المحفظة تتكون من استثمارين A وB أي أصلين تكتب صيغة مخاطرة المحفظة كالتالي :

$$\sigma_{(p)} = \sqrt{W_A^2 \sigma_A^2 + W_B^2 \sigma_B^2 + 2W_A W_B COV_{(A,B)}}$$

من بين الحالة العامة الموضحة أعلاه يمكن أن نميز الحالات التالية في حالة أصلين ماليين A وB المشكلين للمحفظة :

■ أحد الأصلين عديم المخاطرة:

يقابل هذه الحالة الاقتراض أو توظيف بمعدل فائدة خال من المخاطرة R_f ونظرا لأن الأصل خال من المخاطرة يكون تباينه مساويا للصفر $\sigma_{R_f} = 0$ ، وليكن الأصل الخالي من المخاطرة هو السهم B تصبح المعادلة العامة كالتالي :

$$E(R)_P = (1 - w)R_f + wE(R)_A = R_f + (E(R)_A - R_f)w$$

$$\sigma_P = w\sigma_A$$

و ينتج عن ذلك علاقة خطية بين العائد المتوقع للمحفظة ومخاطرتها كالتالي :

$$E(R)_P = R_f + \frac{E(R)_A - R_f}{\sigma_A} \sigma_P$$

■ الأصلين خطيرين و مرتبطين بشكل موجب :

أي أن معامل الارتباط $\rho_{AB} = +1$ في هذه الحالة في هذه الحالة ، تعتبر صيغته التباين مربعا كاملا حيث أن خطر المحفظة يكون مساويا للمتوسط المرجح للانحرافات المعيارية لأوراقه المالية ، تعطى العلاقة بالصيغة التالية:

$$E(R)_P = w_A E(R)_A + w_B E(R)_B$$

$$\sigma_P = w_A \sigma_A + w_B \sigma_B$$

و ينتج عن ذلك علاقة خطية بين العائد المتوقع للمحفظة ومخاطرتها كالتالي :

$$E(R)_P = E(R)_A + \frac{E(R)_B - E(R)_A}{\sigma_B - \sigma_A} (\sigma_P - \sigma_A)$$

■ الأصلين خطرين ويرتبطان بشكل سالب :

أي أن معامل الارتباط $\rho_{AB} = -1$ ، وبالتالي تعطى العلاقة بالصيغة التالية :

$$\sigma_P = -W_A\sigma_A + W_B\sigma_B$$

و

$$\sigma_P = W_A\sigma_A - W_B\sigma_B$$

و ينتج عن ذلك علاقة خطية بين العائد المتوقع للمحفظة و مخاطرتها كالتالي :

$$W_A > \frac{\sigma_B}{\sigma_A + \sigma_B} \text{ من أجل } E(R)_P = E(R)_A + \frac{E(R)_B - E(R)_A}{\sigma_A + \sigma_B} (\sigma_P - \sigma_A)$$

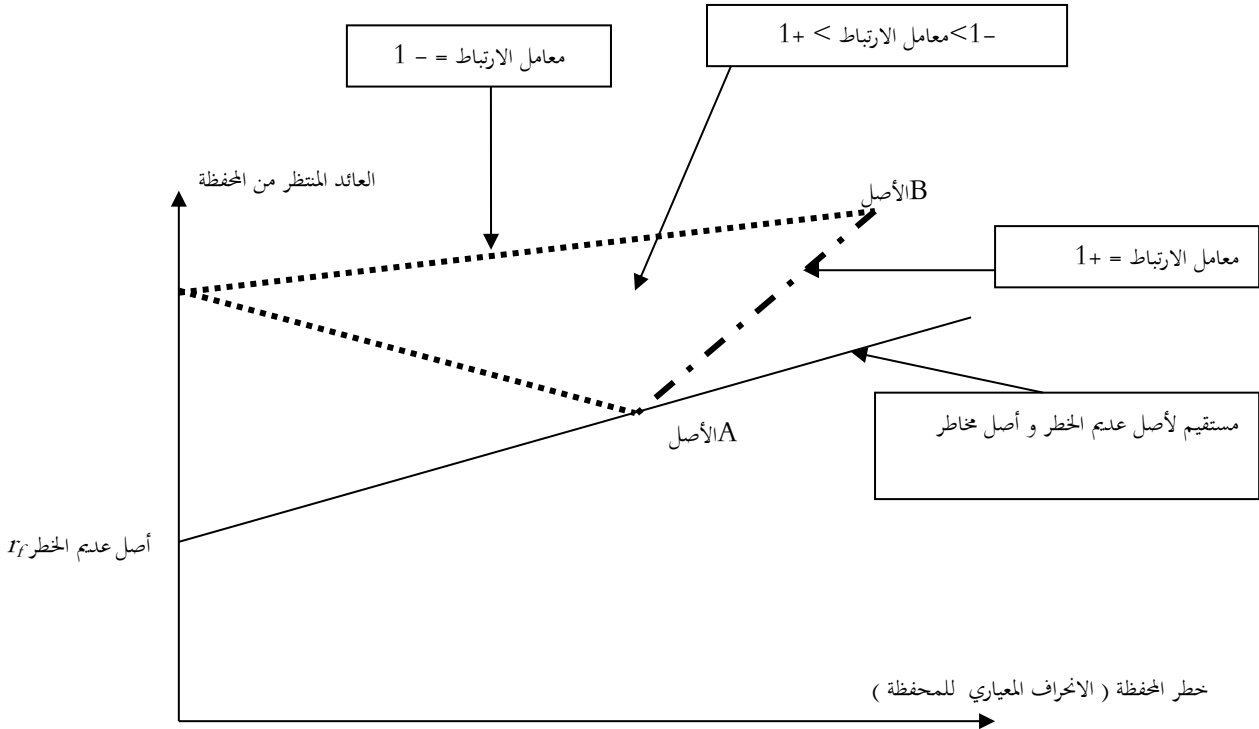
$$W_A < \frac{\sigma_B}{\sigma_A + \sigma_B} \text{ من أجل } E(R)_P = E(R)_B + \frac{E(R)_A - E(R)_B}{\sigma_A + \sigma_B} (\sigma_P - \sigma_B)$$

■ الأصلين غير مرتبطين :

يعني هذا أن معامل الارتباط محصور بين -1 و $+1$ ($-1 < \rho_{AB} < +1$) في هذه الحالة فان العلاقة بين العائد المتوقع للمحفظة و مخاطرتها تعد علاقة غير خطية .

وفيما يلي الشكل التالي يمثل الحالات التي تطرقنا اليها ، حيث أن التغيرات بين عوائد الاصول المالية يلعب دور أساسي .

الشكل رقم (1-2): العلاقة بين العائد المتوقع و مخاطرة المحفظة المالية التي تتكون من أصولين A و B



المصدر: عبد الرزاق كيوط، محاضرات في مقياس النظرية المالية، ص 16.

❖ ويحسب التباين أو التباين المشترك أي الانحراف المشترك بين عوائد كل استثمارين مشكلين للمحفظة (Covariance) كالتالي :

• في حالة احتمال حدوث الحالات الاقتصادية :

$$COV_{(A, B)} = \sum P_i [(R_A - E(R)_A)(R_B - E(R)_B)]$$

(R_A) : العائد الممكن الحصول عليه (المتحقق) من الاستثمار (A) في حالة معينة.

$(E(R)_A)$: العائد المتوقع من الاستثمار (A).

(R_B) : العائد الممكن الحصول عليه (المتحقق) من الاستثمار (B) في حالة معينة.

$(E(R)_B)$: العائد المتوقع من الاستثمار (B).

(P_i) : احتمال حدوث الحالة الاقتصادية (i).

- حساب التغيرات في حالة البيانات التاريخية للعوائد المتحققة للاستثمار:

$$COV_{(A,B)} = \sum [(R_A - E(R)_A)(R_B - E(R)_B)] / N - 1$$

- حساب التغيرات في حالة وجود معامل الارتباط كالتالي:

$$COV_{(A,B)} = \rho_{(A,B)} \times \sigma_A \sigma_B$$

و يمكن حساب معامل الارتباط بين عوائد أصلين كالتالي:

$$\rho_{(A,B)} = \frac{COV_{(A,B)}}{\sigma_A \sigma_B}$$

الحالة 02: المحفظة تتكون من N أصل مالي حيث تكتب صيغة المخاطرة للمحفظة كالتالي :

$$\sigma_P^2 = \sum_{i=1}^N \sum_{j=1}^N w_i w_j \sigma_{ij} = \sum_i w_i^2 \sigma_i^2 + \sum_i \sum_{i \neq j} w_i w_j \sigma_{ij}$$

التغيرات أو التباين المشترك بين الأصول يلعب دور رئيسي ، تباين المحفظة عدد حدودها يساوي N^2 و عدد حدود التغيرات المشترك هو $N^2 - N$.

4-التنويع و تخفيض المخاطرة **Diversification and Portfolio Risk**:

ان مبدأ التنويع يركز على تدنية المخاطرة ،وفيما يلي نتطرق الى أنواع المخاطرة في مجال الاستثمارات المالية وكيفية قياسها كالتالي :

4-1-تصنيف المخاطرة :

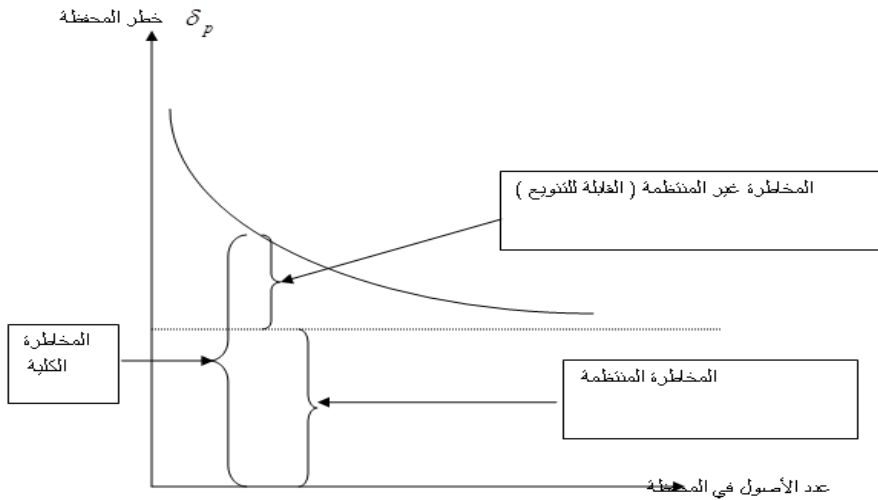
تصنف المخاطرة الى مخاطرة نظامية **Systematic Risk** و مخاطرة الانظامية **Unsystematic Risk**، و المخاطرة الكلية هي مجموع المخاطرة النظامية و المخاطرة الانظامية ،نتطرق اليها كالتالي :

- **المخاطرة النظامية **Systematic Risk****: وتسمى بالمخاطر العامة ،وهي ذلك الجزء من المخاطرة الذي تسببه عناصر تؤثر على السوق ككل ،لا يمكن التخلص منها من خلال التنويع لأنه يؤثر على كل الشركات من بينها مخاطر التضخم ،أسعار الفائدة و السياسات المالية و النقدية.

- المخاطرة الغير المنتظمة **Unsystematic Risk**: وهي المخاطر المرتبطة بالمنشآت أو الشركات أي مخاطر خاصة تنشأ من عوامل خاصة بالمؤسسة ،ويقتصر تأثيرها على هذه الأخيرة دون غيرها من المؤسسات الأخرى.

وفيما يلي الشكل التالي يمثل كيفية تدنية المخاطر من خلال تنويع الأصول المالية المكونة للمحفظة

الشكل رقم (2-2): كيفية تدنية المخاطر من خلال التنويع



تخفيض الخطر عن طريق التنويع

المصدر: د. محمد علي ابراهيم العامري، ادارة محافظ الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص174

من خلال الشكل رقم (2-2): نلاحظ أن

-المخاطر المرتبطة بالموجودات الفردية(الأسهم) يمكن ازالتها بواسطة تشكيل المحافظ ،ان عملية توزيع الاستثمارات عبر الموجودات (أي تشكيل المحافظ) يسمى بالتنويع ومبدأ التنويع يتركز على توزيع الاستثمارات عبر الموجودات سيزيل بعض المخاطرة و التي تسمى المخاطرة القابلة للتنويع أو المخاطرة الانظامية وهي التي ترتبط بظروف و العوامل الخاصة بالمنشأة.

- كما أنه هناك مستوى أدنى من المخاطرة لا يمكن ازالتها من خلال التنويع ،وهي المخاطرة النظامية التي ترتبط بالظروف و التطورات الاقتصادية والسياسات العامة الشاملة لجمع النظام الاقتصادي ،وتعرف المخاطرة النظامية على أنها مخاطرة السوق أو المخاطرة الغير القابلة للتنويع، وبالتالي التنويع يقلل من المخاطرة ولكن فقط الى حد معين .

4-2- قياس المخاطرة النظامية :

من أجل قياس المخاطرة النظامية نستخدم معامل β .beta coefficient.

4-2-1- معامل β :beta coefficient :

نستخدم معامل β .beta coefficient وهو يدل على حجم المخاطرة النظامية لموجود محدد بمعدل عائدته ،المخاطرة النظامية تساوي حاصل ضرب معامل β في تباين معدل العائد لمحفظه السوق .

$$\text{systematic risk} = \beta^2 * \sigma^2 E(R)_M$$

وتقاس هذه المخاطرة بمعامل β كما يلي :

$$\beta = \text{cov}(E(R)_j E(R)_M) / \sigma^2 E(R)_M$$

أو من خلال حساب معاملات الارتباط كالتالي :

$$\beta = \rho(E(R)_j E(R)_M) * \sigma(E(R)_j / E(R)_M)$$

حيث أن :

β :معامل المخاطرة النظامية .

$\text{cov}(E(R)_j E(R)_M)$:التباين المشترك لمعدل العائد للأصل j و معدل العائد السوق M .

$\rho(E(R)_j E(R)_M)$:معامل الارتباط لمعدل العائد للأصل j مع معدل عائد السوق M .

$\sigma^2 E(R)_M$:تباين معدل عائد السوق.

$\sigma(E(R)_j)$: الانحراف المعياري لمعدل عائد الأصل j .

$\sigma(E(R)_M)$: الانحراف المعياري لمعدل عائد السوق M .

❖ كما أن بيتا المحفظة portfolio beta تحسب بالعلاقة التالية في حالة محفظة تتكون من أصلين ماليين

وA:B:

$$\beta_P = w_A * \beta_A + w_B * \beta_B$$

أي مجموع الأوزان النسبية مضروب في معامل البيتة لكل أصل مالي .

4-2-2- قياس المخاطرة لأصل مالي في المحفظة :

مخاطرة أصل مالي مثلا سهم i يقدر بمدى مساهمته في مخاطرة المحفظة ، لدينا مقياسين لحساب مدى مساهمة خطر أصل ما في مخاطرة المحفظة كالتالي :

-المقياس المطلق : يقاس من خلال التغيرات (التباين المشترك) للأصل المالي i مع المحفظة p .

-المقياس النسبي : يقاس من خلال معامل بيتا β للأصل المالي i مع المحفظة p .

- **المقياس المطلق** : بالنسبة للتباين المشترك للأصل المالي i مع المحفظة p هو المتوسط المرجح للتباين المشترك (العوائد) لكل عوائد الأصول المكونة للمحفظة p مع الأصل المالي i ، كما يلي :

$$\sigma(i.p) = \sum_j w_j \sigma_{ij}$$

تباين المحفظة يكون مساويا لمتوسط المرجح للتباين المشترك للأصول مع المحفظة .

$$\sigma_p^2 = \sum_{i=1}^N w_i \sigma(i.p)$$

ومنه يمكن تحديد تباين المحفظة المكونة من أصلين ماليين خطيرين A و B كما يلي :

$$\sigma_p^2 = w_A^2 \sigma_A^2 + w_B^2 \sigma_B^2 + 2(w_A w_B \sigma_A \sigma_B \rho_{AB})$$

كما يمكن كتابة هذه العبارة على الشكل التالي :

$$\sigma_p^2 = w_A(w_A \sigma_A^2 + w_B \sigma_{AB}) + w_B(w_A \sigma_{AB} + w_B \sigma_B^2)$$

العبارة بين قوسين تمثل التباين المشترك للأصل المالي مع المحفظة ، حيث لدينا :

$$w_A \sigma_A^2 + w_B \sigma_{AB} = w_A \text{cov}(E(R)_A, E(R)_A) + w_B \text{cov}(E(R)_A, E(R)_B)$$

$$w_A \sigma_A^2 + w_B \sigma_{AB} = \text{cov}(E(R)_A, w_A E(R)_A) + \text{cov}(E(R)_A, w_B E(R)_B)$$

$$w_A \sigma_A^2 + w_B \sigma_{AB} = \text{cov}(E(R)_A, w_A E(R)_A + w_B E(R)_B)$$

$$w_A \sigma_A^2 + w_B \sigma_{AB} = \text{cov}(E(R)_A, E(R)_P) = \sigma_{AP}$$

حيث نحصل على : $\sigma_p^2 = w_A \sigma_{AP} + w_B \sigma_{BP}$

وبالتالي فان تباين المحفظة هو المتوسط المرجح للتباين المشترك لكل أصل مالي في المحفظة مع المحفظة ككل ، يمكن تعميم هذه العلاقة في حالة محفظة مكونة من N أصل مالي .

- المقياس النسبي : σ_{iP} يمثل مساهمة الأصل المالي i في المحفظة ، كما أن معامل البيتا β للسهم بالنسبة للمحفظة p والعلاقة بين التباين المشترك للأصل i والمحفظة مع تباين المحفظة كالتالي :

$$\beta_{iP} = \frac{\sigma_{iP}}{\sigma_P^2}$$

إذا كان معامل β أكبر من الواحد يعني هذا أن مخاطرة الأصل z في المحفظة p أكبر من المتوسط ، و بالتالي يصبح لدينا تفسيرين لمعامل β كالتالي ¹:

1-التفسير الأول :تأثير هامشي للأصل i على خطر المحفظة ككل P .

حيث نفترض أنه لدينا محفظة P ونريد تغيير تركيبها بإدخال الأصل i في المحفظة ،فما هي الشروط التي يغير فيها هذا التغيير الخطر ؟

إذا كان وزن الأصل i في المحفظة هو w_i والباقي $(1-w_i)$ ،يصبح خطر المحفظة كالتالي :

$$\sigma^2 = (1-w)^2\sigma_P^2 + w^2\sigma_i^2 + 2w(1-w)\sigma_{iP}$$

نقوم بإيجاد المشتقة بالنسبة ل w ونقوم بتقييمها عند $w=0$ نجد :

$$\left. \frac{d\sigma^2}{dw} \right|_{w=0} = (2\sigma_{iP} - \sigma_P^2)$$

هذه العلاقة تظهر لنا مخاطرة المحفظة المالية تزداد فقط إذا $\sigma_{iP} > \sigma_P^2$ أو فقط إذا كان معامل البيتا

لأصل i بالنسبة للمحفظة p أكبر من الواحد $\beta_{iP} > 1$.

2-التفسير الثاني :معامل البيتا β يمثل ميل خط الانحدار .

لنفترض أن معلمات خط الانحدار مقدرة كالتالي :

$$E(R)_j = \alpha + \beta E(R)_P + \varepsilon$$

وبالتالي فإن ميل خط الانحدار باستخدام طريقة المربعات الصغرى :

$$\beta_{jP} = \frac{\sigma_{jP}}{\sigma_P^2}$$

¹ Andrée Farber et autres, op.cit, p40.

5- اختيار المحفظة الكفوة EFFICIENT PORTFOLIO SELECTION

في هذا الجزء سنتطرق الى كيفية اختيار المحفظة الكفوة في نموذج كل من ماركويتز، توبين ونموذج شارب كالتالي :

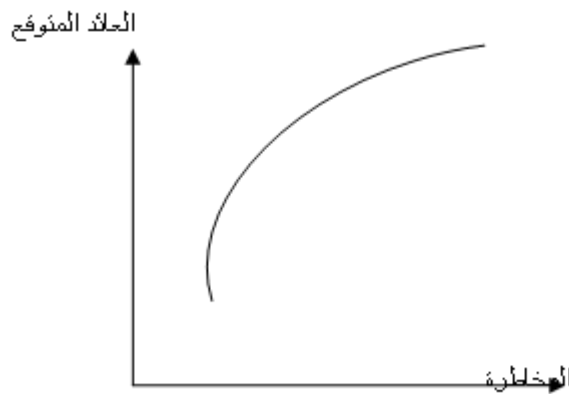
5-1- اختيار المحفظة الكفوة: نموذج ماركويتز 1952

عند دمج عدد من الأوراق المالية في محفظة و بنسب استثمار (أوزان) مختلفة يتكون ما يسمى بالمجموعة المتاحة أو الفرصة حيث تمثل جميع المحافظ التي من الممكن بناؤها من خلال مجموعة الأوراق المالية، وتتخذ غالباً شكل المظلة في فضاء العائد و المخاطرة، حيث تمثل مجموعة المحافظ المتاحة عدد لانهائي، وبالتالي المستثمر ليس مضطراً لحساب و تحليل جميع هذه المحافظ، حيث يركز فقط على المحافظ التي تقع على الحد الكفؤ و الذي يوجد عادة في أعلى الشمال الغربي FURTHEST NORTH WEST، وبالتالي حسب نظرية الحد الكفؤ THE EFFICIENT FRONTIER THEORM المستثمر يختار محفظته الكفوة من المجموعة المتاحة التي تحقق الشرطين التاليين¹:

-توفر أعلى عائد متوقع لمختلف مستويات المخاطرة .

-توفر أدنى مخاطرة لمختلف مستويات العائد المتوقع.

الشكل رقم (2-3): الحد الكفؤ THE EFFICIENT FRONTIER



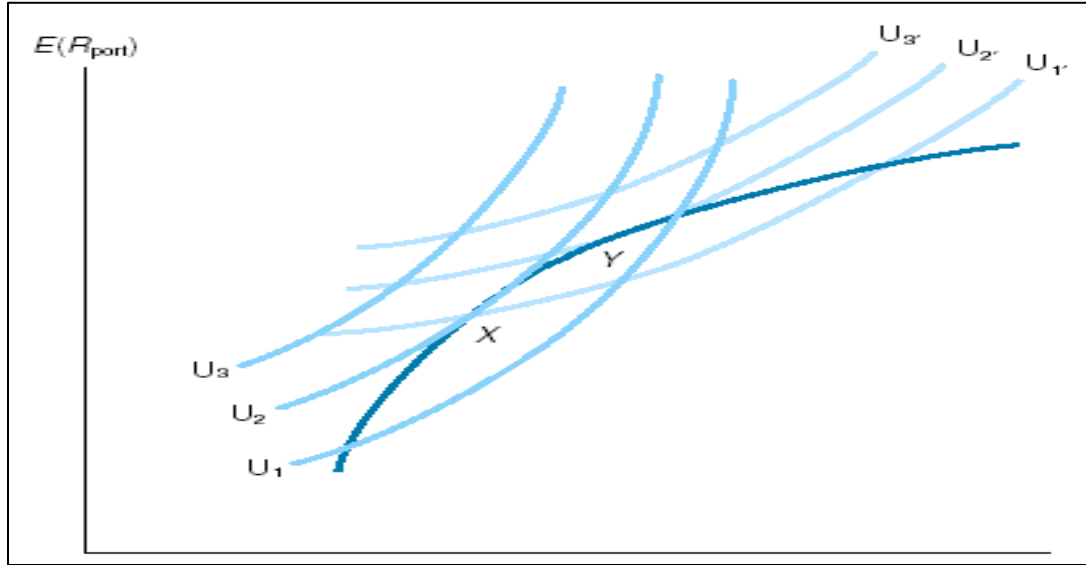
المصدر: د محمد علي ابراهيم العامري، ادارة محافظ الاستثمار، امرج سبق ذكره، ص 61

من خلال الشكل رقم (2-3) نلاحظ أن المحفظة التي تحقق الشرطين تقع شمال غرب المجموعة المتاحة، وتكون هذه المحافظ الحد الكفؤ، من مجموعة المحافظ المتاحة كما هو موضح في الشكل، بعد استخراج الحد الكفؤ يقوم

¹د محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص 189.

المستثمر باختيار المحفظة الكفوة التي تعتمد على درجة تفضيله العائد و درجة تجنبه للمخاطرة بحيث يختار المحفظة التي تحقق له أعظم منفعة، من خلال الشكل الموالي يمثل منحنيات السواء للمستثمر .

الشكل رقم(2-4): منحنيات السواء التي تمثل تفضيلات المستثمر



المصدر: د.محمد علي ابراهيم العامري، ادارة محافظ الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص61

لكل مستثمر العديد من منحنيات السواء التي يعبر كل واحد منها عن مستوى الرضا (المنفعة) الذي يحدث فيه مبادلة العائد- بالمخاطر

إن انتقال منحنيات السواء للمستثمر جهة اليمين يعني انخفاض مستوى المنفعة للمستثمر، و انتقال منحنى السواء للمستثمر جهة اليسار يعني ارتفاع مستوى المنفعة للمستثمر حيث أنه لكل مستثمر عدة منحنيات سواء تترجم مستوى الرضا (المنفعة) ، و يعبر ميل منحنى السواء على درجة تحمل الخطر للمستثمر فإذا كان الميل يؤول إلى ما لا نهاية فإن المستثمر مخاطر جدا و إذا كان الميل معدوم فإن المستثمر يرفض المخاطرة تماما ، في حين انه إذا كان الميل محصورا بين الصفر و ما لا نهاية فإن هناك عدة مستويات لمحاكمة الخطر (زيادة طلب علاوة خطر أكبر مقارنة بمنحنى السواء الذي يكون ميله منخفض .

5-2- اختيار المحفظة الكفوة: نموذج تويين 1958.

لقد أسهم تويين بإضافة الافتراض الجديد المتمثل في امكانية المستثمر الاقتراض و الاقتراض بمعدل عائد خالي من المخاطرة وهو العائد الذي لا يحمل أية حالة عد تأكد، وبالتالي تغيرت مشكلة اختيار المحفظة الكفوة، وبالتالي تم توسيع مشكلة تخصيص الموجودات وذلك بإدخال معدل العائد الخالي من المخاطرة والذي يتسم بالخصائص التالية:

- الانحراف المعياري يساوي صفر .

- التباين المشترك مع أي ورقة مالية يساوي صفر وهو ناتج من أن معامل الارتباط بينهما يساوي الصفر أو بسبب الانحراف المعياري .

- تتم الإشارة اليه بأن معدل عائد حوالات الخزينة قصير الأمد.

- يتم الاقتراض عندما يشتري المستثمر حوالات الخزانة مثلا كجزء من محفظته و بالتالي فان النسبة المستثمرة في RF أكبر من الصفر و النسبة المستثمرة في المحفظة أقل من 100%.

- يتم الافتراض بأن يقتصر المستثمر أموالا و يدفع الفائدة بمعدل RF ويستثمر المبلغ المقترض بالإضافة الى المبلغ الذي يمتلكه أساسا في المحفظة و بالتالي فان النسبة المستثمرة في RF أقل من الصفر و النسبة المستثمرة في المحفظة أكبر من 100%.

5-3- اختيار المحفظة الكفوة - نموذج شارب

لقد لاحظ شارب أن تقلبات أسعار الأسهم عبر فترات زمنية طويلة بأنه ترتفع أسعار السوق فان معظم الأوراق المالية تتجه أسعارها للارتفاع وبنسب متفاوتة و العكس صحيح، وإضافة لاقتراح ماركويتز الذي دعى بربط عوائد الأوراق المالية مع بعضها من خلال مؤشر معين، حيث أنه حسب شارب افترض أن السوق متنوعة بشكل كفؤ، وذلك يعني أن المخاطرة الانظامية قد أزيلت وبالتالي فان المستثمر يواجه فقط المخاطرة النظامية و بالتالي فان اطار العمل أصبح أحد أبعاده العائد المتوقع، أما المخاطرة فتشكل البعد الآخر ولكن في هذه الحالة مخاطرة نظامية وليست الكلية، حيث أن مخاطرة أي ورقة مالية تعتمد على مقدار مساهمتها بمخاطرة محفظة السوق، وبالتالي السعر السوقي للمخاطرة أصبح مرجحا بدرجة ارتباط عوائد الورقة المالية بمحفظة السوق وفق الصيغة التالية:

$$RR = R_F + (E(R_M) - R_F) * \beta_j$$

المطلب الثالث: تطور نظرية المحفظة

انطلاقاً من العمل الرائد لكل من ماركويتز (MARKOWITZ, 1952) وتوبين (TOBIN, 1958) المتعلق بمخاطرة الأصول المالية في المحفظة، قام كل (SHARP, 1964)، (LINTER, 1965) و (MOSSIN, 1966) باشتقاق نموذج العام لتوازن تسعير الأصول المالية في حالة عدم اليقين يطلق عليه نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPITAL ASSET PRICING MODEL (CAMP)، كما يطلق عليه أيضاً نموذج العامل الواحد SINGLE FACTOR MODEL لأن هذا النموذج يقوم بتقدير معدل العائد المتوقع للأصل بالنسبة لمخاطر السوق النظامية للسوق (BETA).¹

بالإضافة إلى أنه تم تقديم نموذج آخر لتقدير معدل عوائد الأصول يعرف بنظرية التسعير المرجح (APT) ARBITRAGE PRICING THEORY تم اقتراحه من قبل STEPHEN ROSS، كنظرية عامة لتسعير الأصول حيث أن نظريته تتنبأ بوجود علاقة بين عوائد كل أصل مالي كدالة خطية مع العديد من المتغيرات (العوامل) الاقتصادية الكلية، هذه النظريات ستطرق إليها بالتفصيل في مطلبنا هذا كما يلي :

1- نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية THE CAPITAL ASSET PRICING MODEL:

نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية CAMP يهدف إلى تقديم منهج علمي لتقييم الأسهم، حيث يقدم معدل عائد متوقع مناسب لكل أصل بالنظر خصائص المخاطر ذات الصلة لذلك الأصل أي معامل البيتا β ، حيث أن هذا المعامل يقيس المخاطر التي لا يمكن تنويعها، مثل أي نموذج آخر نموذج CAMP مبني على افتراضات نتطرق إليها كما يلي :

1-1- افتراضات نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية :

نتطرق إلى افتراضات نموذج CAMP كما يلي :

1- السوق المالية في حالة منافسة تامة.

2- جميع المستثمرين يستثمرون في نفس الأفق الزمني .

3- لا توجد ضرائب أو تكاليف للمعاملات .

4- تقتصر الاستثمارات على الأصول المتداولة علناً كما أن المستثمرين يمكنهم الافتراض والإفراض بالمعدل الخالي من المخاطرة، كما أن محفظة السوق تتكون من جميع الأصول المتداولة علناً.

¹ Trang Nguen, Olivia Stalin, Ababacar Diagne, Leonard Aukea, **The Capital Asset pricing Model and the arbitrage pricing theory**, report, Gothenburg University, May 15, 2017, p1,2.

5- جميع المستثمرين يفضلون مكافأة المحفظة الشاملة (العائد المتوقع) في حين لا يفضلون مخاطر المحفظة العامة (التباين أو الانحراف المعياري للعائد).

6- كل مستثمر لديه ما فائدة تربية أو لديه معتقدات متجانسة فيما يتعلق بتوزيعات عائدات الأمان.

من خلال هذه الافتراضات يتضح أن هذا النموذج مبني في ظل افتراض المنافسة الكاملة للاقتصاد الجزئي، أسعار الأصول لا تتأثر بتداولات المستثمرين الصغار الذين يملكون ثروة صغيرة بالنظر الى الثروة الكلية لجميع المستثمرين، كما نلاحظ كذلك أن مجموع عوائد أي محفظة لمستثمر هو جمع بين عنصرين: الأصول الخالية من المخاطر والأصول السوقية الخطرة، و هذا يرجع إلى إمكانية الإقراض والافتراض بالمعدل المجاني، علاوة على ذلك فان كل المعلومات متاح في نفس الوقت لجميع المستثمرين.

كما أنه يمكن أن نلاحظ أن العديد من افتراضات النموذج غير واقعية على سبيل المثال افتراض المنافسة التامة على مستوى الجزئي لأنه في الحقيقة قوى العرض و الطلب هي التي تحدد سعر الأصل المالي، وبما أن الاستثمارات تكون محدودة نظرا الى أن كون الأصول المالية متداولة علنا فان هذا الافتراض يستبعد أنواع كثيرة من الاستثمارات، علاوة على أن المستثمرون ينتمون الى شرائح ضريبية مختلفة، كما أنه لا توجد توقعات ومعتقدات متجانسة بين المستثمرين .

هذه الافتراضات تعد حاسمة في نموذج CAMP بما أن المستثمرين ليس لديهم توقعات متماثلة، فلن يكون هناك تجانس في توقعاتهم، افتراض غير واقعي آخر هو حقيقة أنه يجب أن يكون لدى المستثمرين أفاق زمنية متطابقة حيث أن هذا الافتراض نتيجة أن نموذج CAMP كونه نموذج فترة واحدة، وكبديل لذلك يتم استخدام نماذج زمنية متسلسلة لتجاوز صعوبات الفترة الواحدة، باختصار يمكن القول أن هذه الافتراضات تمثل عالما بسيطاً للغاية ومثاليًا، مع ذلك تعتبر حاسمة للوصول إلى الشكل الأصلي والأساسي للنموذج CAPM كما هو مذكور في اتباع النظرية.

1-2- المعادلة الرياضية للنموذج :

لنفترض أن M هي محفظة السوق بمعدل عائد متوقع $E(R)_M$ وتباينه σ_M^2 كما نفترض وجود عائد خال من المخاطرة R_f .

حيث أنه بالنسبة لأي أصل مالي i :

$$E(R)_i = R_f + \beta_i + (E(R)_M - R_f)$$

حيث أن :

$$\beta_i = \frac{COV(R_i, R_M)}{\sigma_M^2}$$

حيث أن يعرف بمعامل البيتا للأصل المالي i ، أما σ_M^2 هو تباين محفظة السوق المالية .

بشكل عام ، بالنسبة لأي محفظة مالية لأصول مالية خطرة $P = (\alpha_1, \dots, \alpha_n)$ ، يمكن حساب معامل البيتا كمتوسط المرجح لمعاملات البيتا للأصول الفردية .

$$E(R)_P = R_f + \beta_P + (E(R)_M - R_f)$$

حيث أن :

$$\beta_P = \sum_{i=1}^n \alpha_i \beta_i$$

يعتبر معامل البيتا مهم لقياس مخاطرة الأصل المالي أو المحفظة التي تختلف عن التباين σ_i^2 ، ذلك أنه يقيس الجزء الغير القابل للتنويع من الخطر الذي يعرف بالمخاطر النظامية ، علاوة على ذلك يمكن اعتبار نموذج CAMP نموذج العامل الواحد ومعامل البيتا β يمكنه تقدير حساسية عائد الاصل بالنسبة لعائد محفظة السوق ، واحد من الجوانب المتوقع أن نموذج CAMP هو أن العائد المتوقع لأي أصل مالي لا يعتمد على خطر مستقل قائم بذاته بل يعتمد على حساسيته تجاه السوق ، هنا جانب آخر يجب الإشارة اليه فيما يتعلق بهذا النموذج هو دوره في اختبار ما اذا كانت أسهم الأسواق كفؤة فيما يتعلق بالعائد المتوقع¹.

1-3- اشتقاق نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية CAMP:

من أجل اشتقاق نموذج CAMP نستخدم المنهج الجبري الذي يستند الى ماركويتز MARKOWITZ (الهندسة المالية لمتوسط - التباين نظرية المحفظة لماركويتز) ، نحن نعتبر محفظة M السوق وأصل مالي خطر A_i حيث يتم استثمار جزء y من في أصل مالي خطر A_i والجزء الباقي $(1 - y)$ في محفظة السوق ، وبالتالي العائد المتوقع و التباين للمحفظة هو $P = (M, A_i)$ حيث تكتب كما يلي :

¹ Trang Nguen, Olivia Stalin, Ababacar Diagne , Leonard Aukea , op. cit , p8.

$$E(R)_P = yE(R)_i + (1 - y)E(R)_M$$

$$\sigma_P^2 = y^2\sigma_i^2 + (1 - y)^2\sigma_M^2 + 2y(1 - y)\sigma_{iM}$$

نأخذ المشتقة $E(R)_P$ و σ_P^2 بالنسبة ل y نجد :

$$\frac{\partial E(R)_P}{\partial y} = E(R)_i - E(R)_M$$

$$\frac{\partial \sigma_P}{\partial y} = \frac{2y\sigma_i^2 - 2(1 - y)\sigma_M^2 + 2(1 - 2y)\sigma_{iM}}{2\sqrt{y^2\sigma_i^2 + (1 - y)^2\sigma_M^2 + 2y(1 - y)\sigma_{iM}}}$$

بما أن لجميع المستثمرين تحليل متمائل لنفس النوع من الأصول ،في التوازن العام لمحفظه السوق M،والذي يتضمن أصول خطرة A_i وفقا للأوزان ،يمكن النسبة y أن تفسر كمقياس للطلب الزائد للأصول الخطرة في ظل التوازن العام ،حيث لا يكون هناك توازن عام على سبيل المثال نقوم بتأويل y الى 0 وبالتالي تكتب المشتقات الجزئية كالتالي :

$$\left. \frac{\partial E(R)_P}{\partial y} \right|_{y=0} = E(R)_i - E(R)_M$$

$$\left. \frac{\partial \sigma_P}{\partial y} \right|_{y=0} = \frac{\sigma_{iM} - \sigma_M^2}{\sigma_M}$$

يصبح لدينا النسبة التالية :

$$\frac{\frac{\partial E(R)_P}{\partial y}}{\frac{\partial \sigma_P}{\partial y}} = \frac{E(R)_i - E(R)_M}{\sigma_{iM} - \sigma_M^2} \sigma_M$$

لنعتبر سيناريو الاستثمار في الأصول الخالية من المخاطر F ومحفظه السوق ،بالنظر لخط سوق رأس المال (SML)، لدينا علاقة العائد المتوقع للمحفظه كالتالي :

$$E(R)_P = R_f + \frac{E(R)_M - R_f}{\sigma_M} \sigma_P$$

في التوازن سعر مخاطرة السوق (عائد - المخاطرة) يعطى كما يلي :

$$\frac{E(R)_M - R_f}{\sigma_M}$$

في حالة التوازن يكون السعر الهامشي لمخاطرة جميع الأصول متساوي ،من خلال المعادلتين السابقتين

يصبح لدينا ما يلي :

$$\frac{E(R)_M - R_f}{\sigma_M} = \frac{E(R)_i - E(R)_M}{\sigma_{iM} - \sigma_M^2} \sigma_M$$

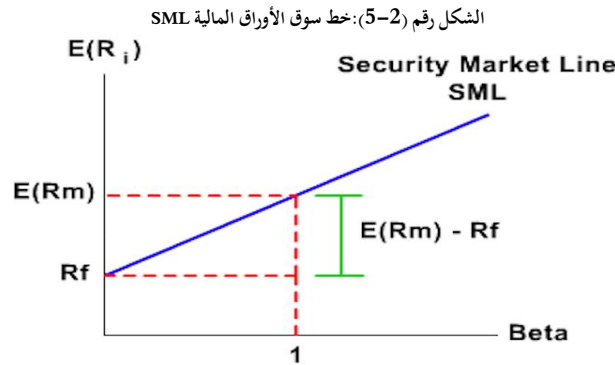
من خلال هذه العلاقة نحصل على ما يلي :

$$ER_i = R_f + \frac{\sigma_{iM}}{\sigma_M^2} (E(R)_M - R_f)$$

نعرف معامل بيتا من خلال $\beta_i = \frac{\sigma_{iM}}{\sigma_M^2}$ ونكتب المعادلة كما يلي :

$$ER_i = R_f + (E(R)_M - R_f)\beta_i$$

العلاقة الغير الخطية بين المخاطرة و العائد تعرف بخط سوق الأوراق المالية STOCK MARKET LINE(SML)وهو النموذج CAMP المشتق من قبل SHARP عام 1964،وفيما يلي الشكل الموالي يمثل خط سوق الأوراق المالية SML.



SOURCE: Trang Nguen,Olivia Stalin,Ababacar Diagne ,Leonard Aukea,The Capital Asset pricing Model and the arbitrage pricing theory ,op cit ,p11.

حيث لدينا معامل بيتا β_i يقيس مخاطرة الأصل المالي A_i ، بينما $(E(R)_M - R_f)$ تمثل خطر السوق و $\frac{\sigma_{iM}}{\sigma_M^2}(E(R)_M - R_f)$ تمثل علاوة أو مكافأة خطر السوق .

يمكن أن نعتبر β_i كمقياس لخطر غير قابل للتنوع ، هذا الجزء من المخاطر ترتبط مع السوق ، حيث لا يمكن التقليل المخاطرة من خلال التنوع . هذا المقياس يسمى أيضا مخاطر السوق أو المخاطر النظامية في كثير من الأحيان ، أسهم الشركات الكبيرة التي ترتبط ارتباطا وثيقا بالحالة العامة للسوق من المتوقع أن يكون لديها قيم بيتا عالية .

من المنطقي أن نموذج CAPM يكافئ المستثمرين لاستجابة محافظهم للسوق، لكن بالنسبة للمحلل المالي ، فإن إنشاء محفظة السوق سيكون مهمة صعبة وغير واقعية ، نظرا للعدد الكبير من الأسهم في السوق المالية الحقيقية ، ولتغلب على هذا المشكل لدينا لديها مؤشرات الصناديق (مؤشرات التعقب أو الصناديق المشتركة) تم إنشاؤها كتقريب لمحفظة السوق المالية ، حيث أن هذا المؤشر يتكون من الأصول الأكثر تداولاً (الأصول المهيمنة) في السوق ، حيث أن هذا الأخير يعكس أداء السوق كمثل لدينا مؤشر ستاند اند بور 500 the Stands and Poors 500 index fund .

1-4- حدود نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية CAMP:

ان نموذج تسعير الأصول الرأسمالية يقدم علاقة خطية بين المخاطر النظامية و العائد المتوقع للأصول ،توافر لمداخلات و مدى بساطتها يجعل من هذا النموذج أداة مقبولة و جذابة لتقدير العائد المتوقع للأصول المالية ، كما أن المخاطر الانظامية يعد من أهم الجوانب التي تم تقديمها من خلال هذا النموذج ، الا أن بعض الافتراضات الي يحتويها هذا الأخير تشكل عيوب في العالم الحقيقي .

من بين هذه الافتراضات لدينا كفاءة السوق المالية ،عدم وجود قيود على الاستثمارات من حيث ضرائب الدخل حيث يعد أمر بعيد عن الواقع و الحقيقة ،حيث أن نقص كفاءة الأسواق المالية من شأنه أن يضيف مخاطر اضافية للمستثمرين ، كما أن نموذج CAMP يفترض لجوء المستثمرين بشكل غير محدود الى الاقتراض و الاقتراض بمعدل عائد خال من المخاطرة R_f ،حيث أن في العالم الحقيقي لا يسمح للمستثمرين الأفراد بالإقراض و الاقتراض بنفس المعدل مثل الحكومة ،حيث أن هذا الافتراض قد يؤدي الى مشاكل جدية عند التقييم بالإضافة الى صعوبات عند تقييم معامل بيتا β ، كما أن نموذج CAMP يرتبط بعائد السوق ،خصوصا عندما يأخذ عائد السوق قيمة سلبية

بالإضافة الى أن عائد السوق لا يعد تمثيل مناسب لعوائد السوق المستقبلية ،و من أجل التغلب على هذه الصعوبات العديد من البحوث أدت الى اقتراح تحسينات مهمة للنموذج باستخدام النموذج المتعدد العوامل حيث يضم مخاطر أخرى متعلقة بالأصل المالي ، من أهم الأعمال المقدمة لدينا نظرية الاسعار المرجحة APT، حيث أنه

على عكس نموذج CAMP يضم نموذج APT العديد من المتغيرات حيث يرتبط العائد المتوقع للأصل بدي تأثره بهذه العوامل، هذا النموذج سنتطرق اليه بالتفصيل في الجزء الموالي.

2- نموذج تسعير بالمراجعة APT:

هذا النموذج قد تم تطويره من قبل STEPHEN ROSS يحوي افتراضات أكثر مرونة هذا النموذج يعرف بنظرية التسعير بالمراجعة ARBITRAGE PRICING THEORY APT يحوي افتراضات أكثر مرونة، من بين أهم الافتراضات الأساسية استخدام محفظة مرجحة، هذا الأخير يمكن أن ينظر اليه على أنه استثمار تكتيكي الذي يتخذ موقعا قصيرا للأوراق المالية بسعر مرتفع و في نفس الوقت موقعا طويلا بسعر منخفض، حيث يكون لدى المستثمرين دافع للاستفادة من المحفظة المرجحة وهذا هو المنطق المناسب لهذا النموذج APT.

ونتيجة لذلك فان APT هو النسخة الأكثر عمومية لنموذج CAMP حيث يسمح هذا الأخير بتوسيع نموذج CAMP ليضم عوامل اقتصادية أخرى، يمكن اعتبار نموذج APT نموذج مفتوح المصدر حيث لا يتم تحديد رقم أو طبيعة المتغيرات (العوامل) التي تؤثر على العائد المتوقع للأصل، حي تركز على سعر الفائدة أو الناتج الداخلى الخام و أسعار النفط و غيرها من العوامل الأخرى .

تحوي الأدبيات في مجال نظرية التسعير بالمراجعة العديد من الإصدارات من أهمها نموذج العوامل الثلاثة لكل من (THREE ACTOR MODEL, FAMA AND FRENCH) .

2-1- افتراضات نموذج التسعير بالمراجعة :

على عكس نموذج CAMP لا يفترض نموذج APT أن المستثمرين يملكون محافظ كفاءة، ومع ذلك فهو يضم ثلاثة افتراضات أساسية، نتطرق اليها كالتالي :

- 1- عوائد الأصول يتم تفسيرها من خلال المخاطر النظامية .
- 2- المستثمر يمكنه بناء محفظة حيث يتم التخلص من المخاطر الخاصة (النظامية) للأصول من خلال التنوع .
- 3- لا توجد فرصة للمراجعة فيما يتعلق بالمحافظ الاستثمارية المنوعة بشكل جيد، في حالة توافر فرصة للمراجعة سيتم استغلالها بشكل كبير من قبل المستثمرين .

ان نموذج CAMP غير مصمم لتحديد السعر الحالي للأسهم، هذا النموذج يتعلق بالعوائد المتوقعة للأسهم

2-2- معادلة نموذج التسعير بالمراجعة APT:

على عكس نموذج CAMP فان نموذج APT يفترض أن عائد أي أصل مالي ينشأ من عدة عوامل (متغيرات)، حيث أن كل متغير يمكن النظر اليه على أنه معامل بيتا β من أجل مكافأة مخاطرة خاصة (نظامية)، العديد من الباحثين قاموا بالتحديد عوائد الأسهم باستخدام ثلاثة متغيرات في نموذج APT، حيث قام STEPHEN ROSS بتحديد العوامل (المتغيرات) الثلاثة كما يلي :

- معدل التضخم .
 - معدل النمو في القطاع الصناعي .
 - المدى بين معدلات الفائدة الطويلة و القصيرة المدى .
 - المدى بين السندات ذات التصنيف العالي و السندات ذات التصنيف المنخفض .
- فيما يقترح بعض الباحثين استخدام معدلات الفائدة ومعدل التغير في أسعار النفط وحتى معدلات النمو في الانفاق على الدفاع ،مؤشر السوق يستخدم أيضا كمتغير في بعض النسخ من هذا النموذج .
- في حالة نموذج متعدد العوامل أي N عامل ،يكتب نموذج APT كالتالي :

$$E(R)_i = \lambda_0 + \beta_1^i \lambda_1 + \beta_2^i \lambda_2 + \dots + \beta_n^i \lambda_n$$

في النموذج المتعدد العوامل n_j يمثل المتغيرات ، β_j^i يمثل معامل الحساسية المقابلة ،ومن أجل غرض التقييم λ_0 يأخذ كمعدل خال من المخاطرة لأنه ليس لديه حساسية ،وبالتالي تكتب المعادلة السابقة كما يلي :

$$E(R)_i = \lambda_0 + \beta_1^i (\delta_1 - R_f) + \beta_2^i (\delta_2 - R_f) + \dots + \beta_n^i (\delta_n - R_f)$$

حيث أن R_f يدل على المعدل الخالي من المخاطرة ،كما لدينا n مكافأة المخاطر مع الحساسيات المقابلة لها (معامل البيتا β للسهم i ،نموذج فاما و فرنش الثلاثي العوامل (THE FAMA-FRENCH THREE FACTORS MODEL) يكتب كما يلي :

$$E(R)_i = R_f + \beta_m^i E(R_M - R_f) + \beta_{SMB}^i E(SMB) + \beta_{HML}^i E(HML)$$

حيث أن :

- $E(R_M - R_f)$:فائض العائد المتوقع للسوق .
- $E(SMB)$ و HML تمثل على التوالي العوائد المتوقعة لحجم المتغيرات ومعامل BE/ME .
- متغير الاستثمار :يعبر عنه من خلال العوائد على المحفظة الذي يضم استثمارات في المؤسسات ذات الاستثمار المنخفض ،وبدرجة أقل عوائد محفظة تضم استثمارات في المؤسسات ذات الاستثمار المرتفع أي LOW-MINUS-HIGH INV .
- متغير العائد على السهم ROE :يبني من خلال العوائد على المحفظة التي تضم مؤسسات ذات العوائد المرتفعة على الأسهم و بدرجة أقل عوائد محفظة تضم المؤسسات ذات العوائد المنخفضة على الأسهم أي HIGH-MINUS-LOW ROE .

هذا النموذج المقدم من طرف الباحثان¹ يضم فائض عوائد السوق THE MARKET EXCESS

(MER) RETURN حيث يمكن اعادته صياغته كما يلي :

$$E(R)_i = R_f + \beta_{MKT}^i E(MKT) + \beta_{INV}^i E(INV) + \beta_{ROE}^i (ROE)$$

بالنسبة للدراسات التي تستخدم نموذج APT لا يوجد متغير محدد، أهم الصعوبات التي نجدها في هذا النموذج هي تحديد متغيرات للأسهم، حيث أن تحديد وقياس هذه المتغيرات يعد عمل صعب، ومن أهم حدود هذا النموذج هو الافتراض المتعلق بوجود محفظة المراجعة².

3- الفرق بين نموذج CAMP ونموذج APT:

من خلال تقديم كل من نظرية و الافتراضات الأساسية لنموذج تسعير الموجودات (الأصول) الرأسمالية CAMP ونموذج الأصول المرجحة APT، يتضح أن نموذج APT له ميزة المرونة مقارنة مع نموذج CAMP إلا أنه يعد صعب التطبيق نظرا لأنه توجد صعوبة في تحديد المتغيرات (العوامل) في النموذج، في حين ان نموذج CAMP يركز على التنوع الكفؤ و يهمل المخاطر الغير النظامية، يستخدم APT التنوع الساذج وبالتالي يهمل المخاطر النظامية .

من وجهة نظر نقدية تعد افتراضات كلا النموذجان غير واقعية نسبيا في العالم الحقيقي حيث تظهر الافتراضات الغير الواقعية توقعات متجانسة حول عوائد الأصول، حيث أن المستثمر الناجح يمكنه فهم ميزات لم يتم احتسابها من قبل، حيث اذا كان جميع المستثمرون يفكرون و يتصرفون على حد سواء فمن المرجح أن يخلق فقاعة الذي سوف يؤدي الى تضخم سعر الأصول و يقلل المخاطرة المتعلقة بالأصل كما أن البيتا المستخدمة يتم استخراجها من خلال بيانات تاريخية حيث تعد غير مستقرة حيث ليس لها قدرة على تفسير بعض السيناريوهات الغير المتوقعة في السوق .

كخلاصة يمكن القول رغم عدم واقعية الافتراضات الا أنه هذه النماذج يمكن أن تعطينا تقييم مقبول كما أنه لا يوجد نظرية مثالية³.

¹ من أجل الاطلاع بشكل أكبر على العمل المقدم من طرف الباحثان فاما و فرنش الثلاثي العوامل يمكن الاطلاع عليه من خلال :

Chen, M.-H. Risk and return: Capm and ccapm. The Quarterly(reviews of economics and finance), 2003.

² Trang Nguen, Olivia Stalin, Ababacar Diagne, Leonard Aukea, ,op. cit, p16.

³ Trang Nguen, Olivia Stalin, Ababacar Diagne, Leonard Aukeat, ibid, p17

المبحث الثالث : تسيير المحفظة المرجعية *gestion benchmarké*

في هذا المبحث سنتطرق الى مفهوم التسيير المرجعي للمحفظة *gestion benchmarké* ثم سنتطرق الى أنواع المختلفة للتسيير المرجعي ذاك أن هذا النوع من التسيير يعتمد على مؤشرات كما أن هناك العديد من المناهج لمقاربة هذه المؤشرات أو التفوق عليها .

المطلب الأول : أساسيات تسيير المحفظة المرجعية

من خلال هذا المطلب سنتطرق الى مفهوم التسيير المرجعي و الأساسيات المتعلقة به كالتالي :

1- مفهوم التسيير المرجعي *Gestion Benchmarké* :

كما يتضح من خلال الاسم التسيير المرجعي للمحفظة المالية *Gestion Benchmarké* يهدف الى تحقيق أداء مقارب أو أفضل من المؤشر المرجعي (المعياري) الذي تم اختياره بغض النظر عن كيفية اختيار الأصول المالية المكونة لهذه المحفظة المرجعية ، كما أن مفهوم المرجع (المعيار) يعد عامل مهم في تحديد اطار الاستثمار وتقييم الأداء ، حيث غالبا ما يترافق هدف التفوق على الأداء الاستثماري مفهوم *Tracking Error* أي تتبع الخطأ حيث يهدف من خلاله قياس المخاطر مقارنة بالمعيار (المرجع) *Benchmark* الذي تم اختياره .

المعيار أو المرجع *The Benchmark* هو محفظة تمثيلية لاطار الاستثمار ويعتبر بمثابة المرجع لمدير المحفظة حيث أنه بالنسبة للاستثمار في فئة أصول معينة المرجع يكون عادة مؤشر متعلق بهذه الفئة من الأصول المالية ، أما في حالة المستثمر المؤسساتي مثل حالة صندوق متعدد الأصول *Multi Actif Fund* المؤشر أو المرجع في هذه الحالة يتتبع التخصيص الاستراتيجي *Stratigique Asset Allocation* .

2- التسيير المرجعي و كفاءة السوق المالية :

ان اختيار نوع التسيير المرجعي يعتمد على وجهة نظر المستثمر و طبيعته و مدى كفاءة الأسواق المالية ، حيث أنه في السوق المالية الفعالة لا يمكن التفوق على أداء محفظة السوق باعتبار عدم امكانية التحقق من كفاءة السوق عند الممارسة¹ .

-التسيير من خلال تتبع المؤشرات *Gestion Indicielle* وهو يعتبر نوع من التسيير الغير النشط يتسق مع الكفاءة المثالية للسوق حيث يتم تتبع محفظة السوق، محاولة التفوق على أداء هذا المؤشر المرجعي تعد عملية غير

¹ Moisson jean christophe, *méthodes and principes de gestion de portefeuille benchmarkée*, op cit ,p23.

مجدية ،حيث أن التسيير النشط يهدف الى الاستفادة من عدم كفاءة السوق المحتملة ،كما يعتمد تتبع الخطأ tracking error على درجة كفاءة السوق ومدى قدرة مدير المحفظة من الاستفادة من أوجه قصور المحفظة .

هناك نوعان من تقنيات تكرار المؤشر الأول يستخدم في عقود المشتقات المالية و التقنية الثانية تركز على تكرار المؤشر اعتمادا على عدد معين من الأوراق المالية المكونة لهذا المؤشر المرجعي ،و من خلال المطالبين الموالين سنتطرق الى أهم مقاربات الادارة المرجعية من خلال التطرق الى مفهوم و أساليب كل من استراتيجيات الادارة الساكنة (الغير النشطة) و النشطة للمحافظ الاستثمارية .

المطلب الثاني: استراتيجية ادارة المحافظ الساكنة (السلبية) (Passive Investment Strategy)

حيث يهدف هذا النوع من الادارة الى تكرار المؤشر ،تطبيق هذا النوع من التسيير لا يعد عملية سهلة ذلك أن المؤشر المرجعي قد يتكون من عدد كبير من الأوراق المالية بالإضافة الى العمليات على الأوراق المالية ،توزيعات الأرباح حيث أن التغييرات في هذا المؤشر تؤدي الى احداث فروقات على مستوى نفس هذا المؤشر، وتعرف باستراتيجية المؤشرات¹ (indexing strategy) لأنها تتعقب العوائد المتحققة من الأوراق المالية التي تم اختيارها في بناء المحفظة على أساس المؤشر ل يتم زيادة أدائها على المدى الطويل في الوقت الذي يحتفظ بجميع التكاليف المنخفضة ،هي استراتيجية طويلة الأجل حيث يتم افتراض أن المستثمر يعتقد بكفاءة السوق المالية من خلال المعلومات المتوفرة للمستثمر ،حيث أن المستثمر يقوم بشراء الأصل أو السهم الذي يحقق له عائدا يحاكي عائدا أحد المؤشرات العامة (مؤشر السوق المالي)،حيث أن هذه الاستراتيجية تربط أداء المحفظة المالية بأداء المؤشرات الأساسية في السوق المالية ،أي أنها لا تعتمد على أسلوب المفاضلة بين الأسهم باستخدام التحليل الفني ،وهي تقوم على افتراض أن المستثمر لا يملك أي معلومات اضافية من شأنها أن تجعل محفظته الاستثمارية تتفوق على خصائص محفظة السوق ،أي أنه لا يمتلك فرصة من أجل تحقيق عوائد اضافية عن تلك العوائد التي قد يحققها مستثمرين آخرين ،كما أن هذه الاستراتيجية تعد امتداد لنظرية المحفظة الكفاءة التي تفترض أن محفظة السوق كفاءة ،كما يتم افتراض أن أسعار الأوراق المالية في السوق تعكس قيمتها الحقيقية وبالتالي لا تكون هناك تكاليف اضافية بخصوص البحث عن أوراق معينة منخفضة القيمة (under valued) من أجل شرائها أو أعلى من قيمتها (over valued) لاستبعادها من محفظة المستثمر ،وبالتالي يمكن لمدير المحفظة وفق هذا الافتراض الاستغناء عن تكاليف البحث والتحليل مما ينعكس ايجابيا على عائدا المحفظة ،ومن أبرز استراتيجيات المحافظ الساكنة(الغير النشطة) ما يلي :

1-استراتيجية الشراء و الاحتفاظ(Buy And Hold) :

تعد هذه الاستراتيجية من أبسط استراتيجيات ادارة المحافظ الاستثمارية الساكنة بحيث تضمن دخل ثابت و مستمر للمستثمر وتوفر ضمانات ذات مستويات مرغوبة من الجودة الائتمانية وأسعار مقبولة لأوراق المالية وأجال مناسبة للمستثمر ،حيث يهدف المستثمر الى البحث عن الاوراق المالية ذات العوائد العالية وعلى هذا الأساس المستثمر يستخدم الخبرة في اختيار الاوراق المالية ذات العوائد العالية من خلال هذه الاستراتيجية ،و التي افتراض أن قيمة الأوراق المالية سترتفع مستقبلا وعليه المستثمر يقوم بشراء تلك الأوراق المالية ويحتفظ بها لمدة طويلة من الزمن بغض النظر عن التقلبات في أسعارها ،حيث أن المستثمر يهدف وراء شراء هذه الأوراق المالية هو

¹علي جبران عبد العلي ،أحمد جبار كعيد ،تأثير استخدام استراتيجية ادارة المحافظ الاستثمارية الساكنة على كفاءة الأسهم العادية(دراسة تطبيقية على في سوق العراق للأوراق المالية) ،جامعة القادسية ،ص7-8.

الاحتفاظ بها من أجل كسب عائدات على المدى الطويل على الرغم من تقلبات الأسعار على مدى فترات قصيرة الأجل، بموجب¹ هذه الاستراتيجية يقوم المستثمر بتقييم الفرص الاستثمارية المتاحة في الأوراق المالية باستخدام معلومات السوق ومميزات الأوراق المالية من أجل تقييمها واتخاذ القرار المناسب بشأن الاستثمار فيها، حيث أن الاستراتيجية الساكنة (الغير النشطة) لإدارة المحافظ لا تعني الانقياد التام لتقليد محفظة السوق أو استنساخ المؤشر أي أن المستثمر يختار تشكيلة المحفظة التي تتوافق مع أهدافه في اطار المبادلة بين العائد و المخاطرة

2-استراتيجية التحصين (Immunization Strategy):

الهدف من هذه الاستراتيجية هو حماية المحافظ الاستثمارية من مخاطر تغيرات أسعار الفائدة، حيث تستند هذه الاستراتيجية عند تكوين محافظها على اختيار السندات التي تتماثل أجالها مع الفترة الزمنية المخططة للاستثمار (investement horison)، يتم استخدام هذه الاستراتيجية من قبل المستثمرين الذين لديهم التزامات مالية مستقبلية ثابتة، وذلك من أجل تنسيق الآجال الزمنية لعائدهم مع آجال الالتزامات المترتبة عليهم، من عيوب هذه الاستراتيجية أن الآجال لا تبقى ثابتة بسبب تغير أسعار الفائدة بمرور الوقت، وبالتالي يتطلب من المستثمر إعادة توازن المحفظة من خلال أوراق مالية جديدة مما يترتب عليه تكاليف اضافية حيث يجد المدير صعوبة في تكرار عملية إعادة التوازن للمحفظة و الايفاء بالتزاماته المالية .

3-استراتيجية صناديق المؤشرات² (Index Fund Strategy) :

يقوم المستثمر وفق هذه الاستراتيجية بتركيب محفظة مماثلة لنوع معين من المحافظ مؤشرات السوق مثل مؤشر NASDAQ وذلك من خلال قيام المستثمر بشراء أوراق مالية تماثل مكوناتها تشكيلة الأسهم المكونة للمؤشر بهدف الحصول على عائد يماثل متوسط الاسهم المتداولة في السوق دون تحمل مخاطرة أكبر حيث أن حركة أسعار المؤشر تعكس تحركات الأسهم المتداولة في السوق و المكون لصندوق المؤشر ، يعتبر الاستثمار وفق هذه الاستراتيجية منخفض التكلفة لأنه لا يتطلب من المستثمر اجراء التحليل الفني للأوراق المالية، وتعتمد استراتيجية صناديق المؤشرات من خلال ثلاثة خطوات :

أولاً-الحصول على معلومات عن مؤشرات الأسهم وأوزانها في صندوق المؤشر، يلاحظ أن معايير المؤشرات المرحة للأوراق المالية متعددة و ذلك لاختلاف الأوراق المالية في السوق المالية فبعض مؤشرات السوق المالية موزونة بالسعر أو موزون بالقيمة .

¹ علي جبران عبد العلي، أحمد جبار كعيد ، مرجع سبق ذكره، ص09.

² المرجع نفسه، ص10-11.

ثانياً-المستثمر لا ينظر الى التكلفة كأساس في اختيار الأوراق المالية من خلال اختيار المعايير التي تتوافق مكونات المحفظة الاستثمارية .

ثالثاً-مراعاة تغيير المؤشرات عبر الوقت خصوصا عند عملية التصفية و الاستحواذ ،بالإضافة الى مؤشرات لشركة جديدة .

المطلب الثالث: استراتيجية ادارة المحافظ النشطة (Active Investment Strategy)

تقوم هذه الاستراتيجية على فرض معاكسة للفروض التي تقوم عليها استراتيجية المحافظ الساكنة، ويطلق على الاستراتيجيات التي لا تعترف بكفاءة السوق المالية بالاستراتيجيات النشطة Active Strategy لإدارة محفظة الأوراق المالية، ويمتاز هذا النوع من المحافظ بالعائد العالي و المخاطرة العالية، وارتفاع معدل دوران المحفظة الذي يقاس بقيمة الاسترداد الى مجموع موجودات المحفظة خلال مدة زمنية معينة فضلا عن ذلك يؤدي استمرار عمليات الشراء و البيع لوحداث المحفظة الاستثمارية الى عم استقرار رأس المال و تغير مكونات المحفظة الاستثمارية مما يؤدي الى ارتفاع تكلفة المحفظة¹، ومن أهم استراتيجيات المحفظة النشطة ما يلي :

1- استراتيجية اختيار الأوراق المالية²: تعتمد هذه الاستراتيجية على التحليل الفني و السياسي وطرق تقييم الأوراق المالية بهدف اتخاذ قرار بخصوص ضمها للمحفظة أو استبعادها من خلال تقدير القيمة الحقيقية لها ومقارنتها بقيمتها السوقية ، حيث أن التحليل الأساسي يتطلب معلومات عن الحالة الاقتصادية العامة و عن ظروف والصناعات القطاعية، بالإضافة الى التحليل الفني الذي يقوم على دراسة الاتجاه الخارجي لحركة سعر السهم وحجم التعاملات المالية بهدف اكتشاف نمط لحركة أسعار بعض الأسهم .

2- استراتيجية توقيت السوق: حسب هذه الاستراتيجية يمكن للمستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية أو تقليل المخاطرة، إذ أدرك وقت دخوله السوق ووقت خروجه من خلال بيع الأسهم، وعند تحسن ظروف السوق يقوم بتسييل تلك الاستثمارات لإعادة استخدامها في شراء الأسهم .

3- استراتيجية إعادة توزيع مخصصات المحفظة: هذه الاستراتيجية تقوم على إعادة توزيع نسب الموارد المالية الموجهة للاستثمار في أسهم شركات لقطاع معين على حساب أسهم شركات أخرى تنتمي الى قطاع آخر .

¹ علي جبران عبد العلي، أحمد جبار كعيد، نفس المرجع السابق، ص12.

² دعبو هدى، أبو ربيعة، سياسات و استراتيجيات ادارة المحافظ الاستثمارية بالتطبيق على محافظ بنك الرياض بالسعودية، مقال، مجلة الابحاث في العلوم المالية و المحاسبية، العدد 04، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2017، ص122.

خلاصة الفصل الثاني :

من أهم وظائف الأسواق المالية أنها تمثل حلقة الوصل بين القطاعات الاقتصادية المختلفة بين المدخرين والمنتجين ، حيث تقوم الأسواق المالية في تأدية وظيفتها الاقتصادية الأساسية بنقل الأموال الفائضة من المدخرين الى القطاعات التي لديها عجز في الأموال.

الخطوة الأولى في عملية تسيير أو ادارة المحفظة المالية سواء بالنسبة للمستثمر الفرد أو المستثمر المؤسسي هي تحديد سياسته الاستثمارية بوضوح ، من خلا تحديد العائد المستهدف تحقيقه في نهاية الاستثمار ومستويات الخطر التي يمكن تحملها بالنسبة للمستثمر ، بالإضافة الى تحديد قيود المحفظة و الاستراتيجيات المقبولة حيث ان تحديد سياسة الاستثمار الخاصة بالمستثمر تسمح له باختيار أسلوب الادارة Style de gestion الذي يتناسب مع العائد المراد تحقيقه و المخاطر المقابلة له .

ان اختيار نوع التسيير المرجعي gestion benchmarké يعتمد على وجهة نظر المستثمر و طبيعته و مدى كفاءة الأسواق المالية ، حيث أنه في السوق المالية الفعالة لا يمكن التفوق على أداء محفظة السوق باعتبار عدم امكانية التحقق من كفاءة السوق عند الممارسة.

الفصل الثالث

عرض تجارب لصناديق ثروة سيادية رائدة

المبحث 01 : عرض تجارب صناديق ثروة سيادية سلعية (نفطية).

المبحث 02 : عرض تجارب صناديق ثروة سيادية غير سلعية.

المبحث 03: مقارنة بين تجارب صناديق الثروة السيادية الرائدة.

تمهيد الفصل الثالث:

في هذا الفصل سنستعرض تجارب لصناديق ثروة سيادية رائدة في العالم، حيث سنقوم بعرض تجارب لصناديق ثروة سيادية نفطية (سلعية) من خلال استعراض تجربة الصندوق الحكومي الاجمالي النرويجي GPFG وهيئة أبوظبي للاستثمار ADIA في الامارات العربية المتحدة، وصناديق ثروة سيادية غير نفطية (غير سلعية) التي تعتمد في مصادر تمويلها على فوائض الاحتياطات الأجنبية الرسمية وذلك من خلال عرض تجربة GIC و TEMASEK في سنغافورة و شركة الاستثمار الصينية CIC.

كما سنقوم بإجراء مقارنة بين تجارب هذه الصناديق، حيث سنركز على اطار الحوكمة و الشفافية، بالإضافة الى اطار الاستثمار و تخصيص الأصول لهذه الأخيرة .

مببرات اختيار هذه الصناديق لدراستها وعرض تجاربها ترجع الى كونها رائدة على الساحة المالية العالمية كمستثمر مؤسسي سيادي، بالإضافة الى توافر التقارير و المعلومات حول حجم أصول هذه الصناديق و تحركاتها الاستثمارية باعتبارها تحتل تصنيف متقدم حسب مؤشرات شفافية صناديق الثروة السيادية (مؤشر لينبرغ مادول ومؤشر ترومان).

سيتم عرض تجارب صناديق ثروة السيادية من خلال التطرق اليها من خلال المحاور التالية :

-صناديق ثروة سيادية سلعية أو نفطية (الصندوق الحكومي الاجمالي النرويجي-هيئة أبوظبي للاستثمار).

-صناديق ثروة سيادية غير سلعية (سنغافورة -شركة الاستثمار الصينية).

-مقارنة بين تجارب صناديق الثروة السيادية .

المبحث الأول: عرض تجارب لصناديق ثروة سيادية سلعية (نفطية)

في هذا المبحث سنتطرق الى عرض تجارب لدول أنشأت صناديق ثروة سيادية سلعية، لإدارة الفوائض النفطية و هي كالتالي، تجربة صندوق الثروة السيادي النرويجي من خلال المطلب الأول، تجربة صندوق الثروة السيادي لإمارة أبوظبي (الامارات العربية المتحدة) في المطلب الثاني .

المطلب الأول: عرض تجربة صندوق الثروة السيادي النرويجي

قبل التطرق الى تجربة صندوق الثروة السيادي النرويجي، سنقوم باستعراض خصائص والمميزات الاقتصادية لهذا البلد .

1- خصائص و مميزات اقتصاد دولة النرويج:

الاقتصاد النرويجي يعد اقتصاد صغير مفتوح و مستقر مبني على حرية السوق مع وجود دور قوي للدولة، في بعض القطاعات الرئيسية بالإضافة الى قطاع خاص حيوي ، الهدف الأساسي للسياسة الاقتصادية لدولة النرويج هو التوظيف العالي و التوزيع العادل للامتيازات و المهام، كما تعد من أكبر الدول المصدرة للنفط في العالم، تنافسية¹ الاقتصاد النرويجي تقوم على انفتاحه على التجارة العالمية² و تشجيع الأنشطة المقاتلوية يحتل مراتب جيدة فيما يخص مؤشر الحرية الاقتصادية (74 نقطة من 100) في سنة 2016، وفيما يلي جدول يمثل بعض البيانات و المؤشرات الاقتصادية لدولة النرويج .

جدول رقم (1-3): بعض البيانات و المؤشرات الاقتصادية لدولة النرويج للفترة (2011-2016).

السنوات	2011	2012	2013	2014	2015	2016
عدد السكان (مليون)	4.973	5.038	5.096	5.156	5.205	5.263
الناتج المحلي الاجمالي (بليون دولار أمريكي)	498.157	509.705	522.746	500.519	389.482	366.873
الناتج المحلي الاجمالي (مؤشر المنخفض الضمني)	94.342	97.515	100	100.476	98.512	98.654
الناتج المحلي الاجمالي للفرد (دولار أمريكي)	100,171.70	101,169.35	102,573.67	97,066.57	74,822.11	69,711.99
التضخم (% متوسط الأسعار الاستهلاكية)	1.301	0.709	2.132	2.025	2.174	2.8
معدل البطالة (% من القوى العاملة)	3.28	3.221	3.503	3.53	4.374	4.6
ميزان الحساب الجاري (بليون دولار أمريكي)	61.539	63.358	53.485	59.779	35.038	23.68
ميزان الحساب الجاري (% من الناتج المحلي الاجمالي)	12.353	12.43	10.232	11.943	8.996	6.454

Source : International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2016

¹ Index of economic freedom ,Norway ,the heritage foundation ,2017,p01.

² التجارة تمثل 70% من الناتج المحلي الاجمالي لسنة 2015.

يستند¹ اقتصاد النرويج على استغلال الموارد الطبيعية (البترو و الغاز، الطاقة المائية، الغابات و المعادن) انتاج النفط يمثل نحو ربع الانتاج المحلي الاجمالي ، قطاع الزراعة يساهم بنسبة 2% من الناتج المحلي الاجمالي ويوظف نسبة صغيرة من عدد السكان النشطين حوالي 2%، قطاع الصيد يعتبر نشاط مهم، يعتبر قطاع الخدمات جد متطور حيث يمثل أكثر من 60% من الناتج المحلي الاجمالي و يوظف ثلاثة أرباع السكان النشطين، قطاع الصناعة² التحويلية يوظف 5/1 خمس القوى العاملة وأكثر من ثلث الناتج المحلي الاجمالي .

جدول رقم (2-3): مساهمة القطاعات الاقتصادية في النشاط الاقتصادي النرويجي

مساهمة كل قطاع في النشاط الاقتصادي	الزراعة	الصناعة	الخدمات
قيمة مضافة (% نمو سنوي)	2.9	1.4	1.7
قيمة مضافة (% في الناتج الداخل الخام)	1.8	34.6	63.5
التوظيف في كل قطاع (% من التوظيف الكلي)	2.1	20.5	77.0

Norvège ,les indicateur économique ,LE MOCI, <http://www.lemoci.com/fiche-pays/norvege/> consulte le 02/04/2017.

التنمية³ الاقتصادية في النرويج تأثرت بشدة بصناعة النفط خصوصا في السنوات 40 الماضية ، حيث تعتبر أكبر⁴ منتج للنفط السائل في أوروبا وثالث أكبر مصدر للغاز الطبيعي في العالم بعد كل من روسيا وقطر سنة 2015، قطاع البترول و الغاز ساهم بحوالي 40% من عائدات التصدير و أكثر من 15% من الناتج المحلي الاجمالي للبلد، في العشرة⁵ السنوات الأخيرة ارتفاع أسعار النفط و الغاز ساهم في تعزيز الدخل الحقيقي المتاح، وقد استفادت النرويج من تراكم الفوائض المالية لإيرادات العائدات النفطية والتي استخدمتها للتحفيز المالي وجذب الاستثمار الأجنبي وتنويع الاقتصاد خارج قطاع النفط ، حيث قامت بإنشاء صندوق ثروة سيادي من خلال تحويل الفوائض المالية المحققة على مستوى الموازنة العامة للدولة و الذي يعد أكبر صندوق ثروة سيادي في العالم.

2- ماهية صندوق الثروة السيادي النرويجي :

أنشئت الحكومة النرويجية صندوق ثروة سيادي سنة 1990 عرف بصندوق النفط The Pétroleum Fund تنفيذًا للقانون المصادق عليه من قبل البرلمان النرويجي ، و الذي أصبح يعرف فيما بعد بصندوق معاشات

¹ Norvège | Données Générales ,LE MOCI, <http://www.lemoci.com/fiche-pays/norvege/> consulte le 02/04/2017.

² قطاع الصناعة التحويلية يضم بناء السفن، الكيماويات و صناعة الورق، الآلات و الأجهزة الكهربائية

³ The norwegian economy (key facts), <https://www.regjeringen.no/en/topics/the-economy , p05, consulte le 10/04/2017>.

⁴ Country Analysis Brief: Norway ,U.S .Energy Information Administration ,28 December 2016,p01.

⁵ The norwegian economy (key facts), <https://www.regjeringen.no/en/topics/the-economy , op cit ,p05>.

التقاعد الحكومي الاجمالي Government Pension Fund -Global سنة 2006، تلقى أول تحويل حكومي له سنة 1996 وبالتالي بداية النشاط الفعلي للصندوق، يمول¹ من خلال ضرائب ، أرباح و عائدات مبيعات النفط و رسوم الترخيص ، يعتبر صندوق استقرار حيث تمثل أهدافه الرئيسية في حماية الاقتصاد من تقلبات أسعار المحروقات ، ويعتبر أيضا صندوق احتياط وتقاعد حيث يساهم في تمويل التزامات مستقبلية تتعلق بالنفقات الاجتماعية في ظل ارتفاع نسبة شيخوخة السكان ، استراتيجيته الاستثمارية تقوم على تعظيم العوائد المالية مع التحكم في الخطر يستثمر الصندوق أصوله المالية في الأسواق الخارجية .

وقد بلغ² متوسط العوائد الاسمية السنوية لصندوق المعاشات الحكومي الاجمالي 5.7% للفترة (1جانفي 1998-نهاية سنة 2016)، كما بلغ صافي العوائد الاسمية لتكاليف ادارة الأصول و التضخم (صافي العائد الحقيقي) لنفس الفترة 3.8%، في سنة 2016 بلغ العائد الاسمي للصندوق 6.9% (كما تم قياسها في سلة العملات للصندوق)، قدر العائد على محفظة الاسهم 8.7% في حين حققت محفظة الايرادات الثابتة عائدا يقدر ب4.3%، وعائد الاستثمارات العقارية 0.8%.

كما بلغت³ القيمة السوقية لصندوق المعاشات الحكومي الاجمالي 7.507 بليون كرونة نرويجية في سنة 2016، الاستثمارات في الأسهم و الدخل الثابت و القارات تمثل 62.5%، 34.3% و 3.2% على التوالي كنسب في أصول الصندوق .

3- الحوكمة و الهيكل التنظيمي لصندوق الثروة السيادي النرويجي :

بموجب قانون صندوق⁴ معاشات التقاعد الحكومي ،البرلمان النرويجي (Storting) منح لوزارة المالية المسؤولية الرسمية لإدارة الصندوق بينما تتم ادارة العمليات التشغيلية لصندوق المعاشات الحكومي الاجمالي GPFG من قبل بنك النرويج (Norge Bank) .

وتتمثل نقطة الانطلاق في إطار الحوكمة في أن القرارات التي تساهم في تحديد المستوى العام لمخاطر الصندوق، يجب أن تتم الموافقة عليها من قبل البرلمان النرويجي (Storting)، ويتحقق هذا في المقام الأول من خلال مناقشة التقرير السنوي لصندوق معاشات التقاعد الحكومي، والذي يوفر للبرلمان فرصة لمناقشة جوانب هامة من إدارة الصندوق، تتبنى الوزارة، بناء على مداوات البرلمان، إطارا عاما وأحكام لإدارة الأصول، وتستكمل هذه الاجراءات بقواعد أكثر تفصيلا على مختلف مستويات صنع القرار في سلسلة الادارة .

¹ Caroline Bertin Delacour ,op.cit ,p194.

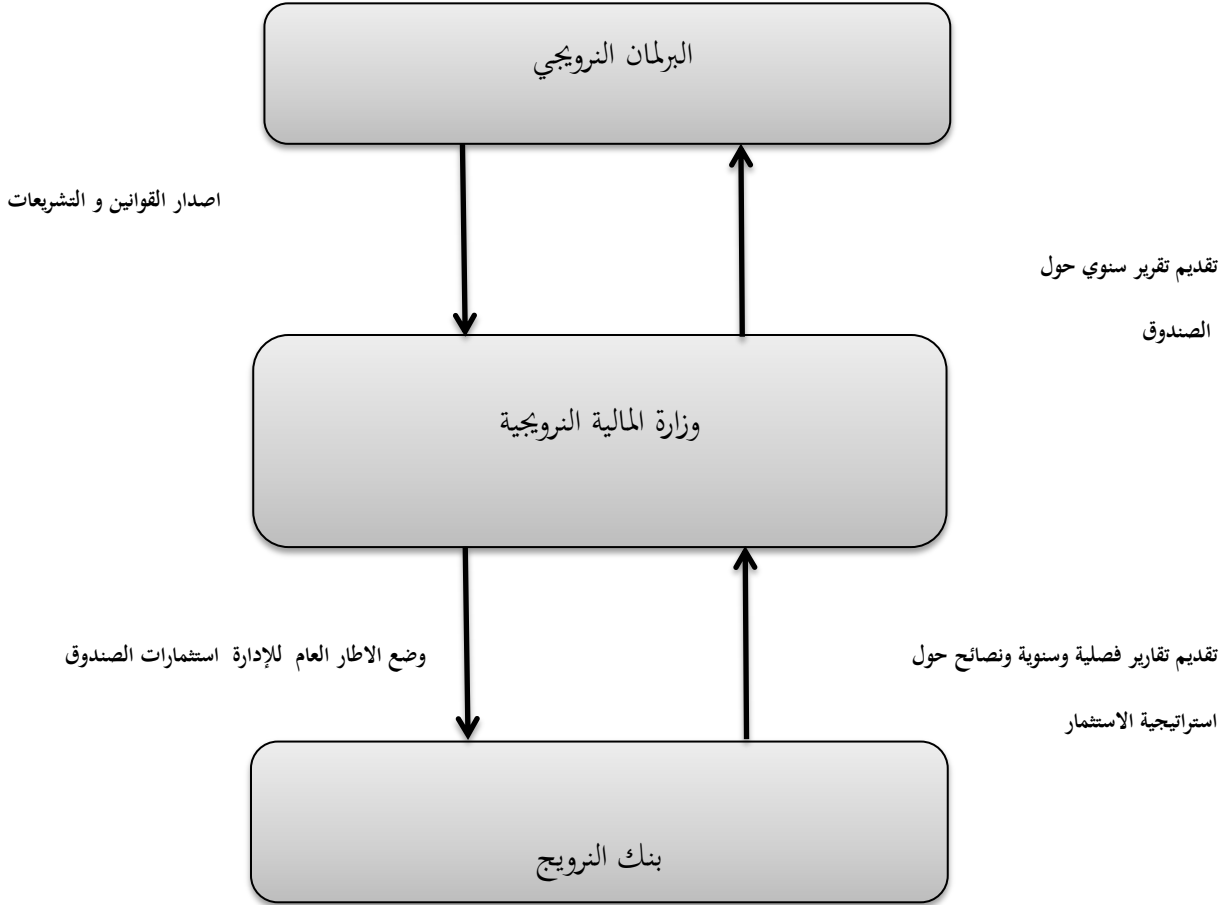
² Fund performance GPFG, <https://www.regjeringen.no/en/topics/the-economy/the-government-pension-fund/government-pension-fund-global-gpfg/fund-performance/id696854/> consulte le 09/04/2017.

³ Market value GPFG , <https://www.regjeringen.no/en/topics/the-economy/the-government-pension-fund/government-pension-fund-global-gpfg/market-value-and-capital-inflow/id696852/> consulte le 09/04/2017.

⁴ Governance framework GPFG, <https://www.regjeringen.no/en/topics/the-economy/the-government-pension-fund/government-pension-fund-global-gpfg/governance-framework-for-the-government-/id696848/> consulte le 03/04/2017

وفيما يلي المخطط التالي يوضح اطار الحوكمة لصندوق المعاشات الحكومي الاجمالي النرويجي (GPF)

المخطط رقم (1-3): اطار الحوكمة لصندوق المعاشات الحكومي الاجمالي النرويجي (GPF)



Source: <https://www.regjeringen.no/en/topics/the-economy/the-government-pension-fund/government-pension-fund-global-gpfg/governance-framework-for-the-government-/id696848/consulté le 03/04/2017>.

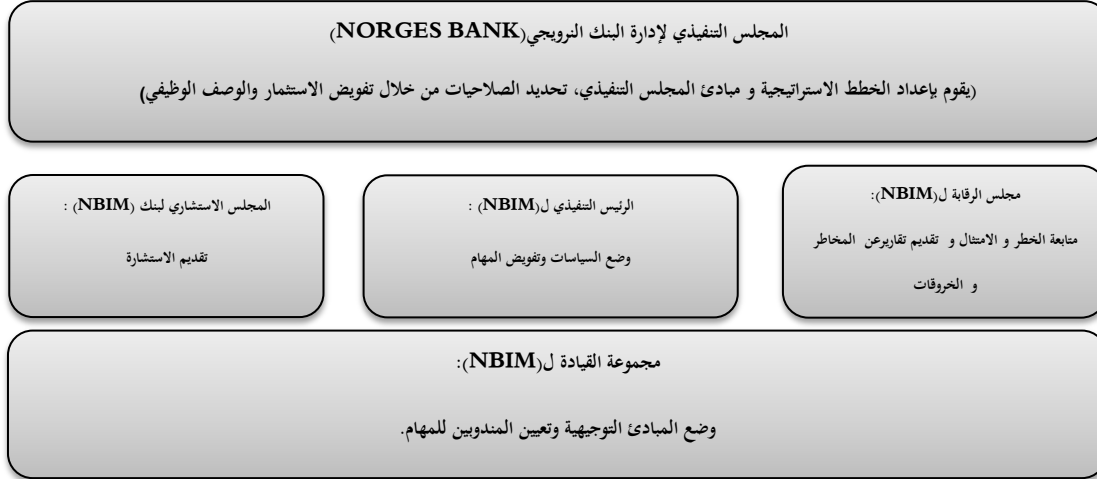
-**البرلمان النرويجي**: يقوم بإصدار القوانين و التشريعات التي تحدد أهداف و مهام وكيفية ادارة الصندوق، بالإضافة الى مراقبة ومساءلة وزارة المالية باعتبارها الجهة المالكة للصندوق.

-**وزارة المالية**: تضع الاطار العام للاستثمار الصندوق من خلال تكوين محفظة الاستثمار المرجعية، كما تضع مبادئ أخلاقيات الاستثمار، بالإضافة الى القيام بعملية المراجعة و التدقيق وتقييم فعالية تسيير البنك المركزي للصندوق من خلال الاستعانة بمنظمات تدقيق مستقلة، كما تقوم بتقديم تقرير سنوي للبرلمان يتضمن سياسات ادارة و أداء الصندوق .

-**بنك النرويج**: يسعى الى الالتزام باستراتيجية الاستثمار المعتمدة من طرف وزارة المالية، بالإضافة الى تحقيق اعلى العوائد على استثمارات أصول الصندوق، و تقديم تقارير فصلية و سنوية لوزارة المالية تتضمن النتائج المحققة واستراتيجيات ادارة الصندوق، الادارة المباشرة لاستثمارات الصندوق تتم من خلال بنك ادارة الاستثمارات

النرويجي (NBIM) و هي وحدة فرعية تابعة لبنك المركزي النرويجي (NORGES BANK)، وفيما يلي المخطط التالي يوضح الهيكل التنظيمي لإدارة بنك الاستثمار النرويجي .

المخطط رقم (2-3): الهيكل التنظيمي لإدارة بنك ادارة الاستثمار النرويجي (NBIM):



source: GOVERNMENT PENSION FUND GLOBAL, annual Report, norges bank investment management,2011,p07.

المجموعة¹ القيادية لبنك (NBIM) تقوم بوضع المبادئ التوجيهية وفصل الواجبات بين ادارة الاستثمار، الخزينة، ادارة العمليات، ادارة المخاطر و الامتثال . بالنسبة² للرقابة على صندوق المعاشات الحكومي الاجمالي يخضع لمستويات مختلفة حيث تخضع الهيئة المكلفة بإدارة استثمارات .

الصندوق (بنك ادارة الاستثمار النرويجي) NBIM الى رقابة داخلية من قبل البنك المركزي الذي تقوم به وحدة المراجعة و التدقيق من قبل البنك المركزي، الذي بدوره يخضع الى رقابة وزارة المالية التي تستعين بمكاتب مراجعة وتدقيق مستقلة لتقييم أداء الصندوق، وزارة المالية تخضع لرقابة البرلمان الذي تعتبر الجهة المخولة لها صلاحية اصدار و تعديل القواعد و القوانين المنظمة لنشاط الصندوق، كما أن استعمال وزارة المالية لأصول الصندوق مرهون بموافقة مسبقة من قبل البرلمان . وفيما يلي المخطط التالي يوضح مستويات الرقابة التي يخضع لها صندوق المعاشات الحكومي الاجمالي النرويجي .

¹ Government pension fund global ,annual report 2012,norges bank investment management ,p89.

² بوفليح نبيل، دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية (الواقع و الأفاق مع الإشارة الى حالة الجزائر)، مرجع سبق ذكره، ص145.

المخطط رقم (3-3): مستويات الرقابة التي يخضع لها صندوق المعاشات الحكومي الاجمالي (من أعلى الى أسفل).



Source: <https://www.regjeringen.no/en/topics/the-economy/the-government-pension-fund/government-pension-fund-global-gpfg/governance-framework-for-the-government-/id696848> consulte le 04/04/2017./

4- اطار الاستثمار و تخصيص الأصول :

بالنسبة لسياسة الاستثمارية و تشكيل المحفظة المالية سنتطرق لها كالتالي :

4-1- استراتيجية الاستثمار لصندوق الثروة السيادي النرويجي :

تم تطوير الاستراتيجية¹ الاستثمارية لصندوق المعاشات الحكومي الاجمالي GPFG بمرور الوقت، يتم على أساس تقديرات مهنية شاملة، والهدف من استثمارات الصندوق هو تحقيق أعلى عائد ممكن مع مستوى معتدل من المخاطر، وللصندوق بصفة عامة قدرة عالية على تحمل المخاطر، ومع ذلك فإن مستوى الخطر المناسب للصندوق سيعتمد على قدرة تحمل الخطر لمالكي الصندوق و الممثلين في السلطات السياسية.

تشتق استراتيجية الاستثمار GPFG من أهداف الصندوق و خصائصه المميزة، فضلا عن المزايا النسبية

للمدير الأصول والافتراضات فيما يتعلق بأداء الأسواق المالية . وتتميز الاستراتيجية بوجه خاص بما يلي:

- تنوع واسع للاستثمارات مع تحقيق نسبة تكلفة فعالة.

- هيكل حوكمة واضح و تحقيق مجال معتدل للانحرافات عن المؤشر المرجعي.

- الادارة المسؤولة للاستثمارات .

- تخفيض علاوة المخاطر بمرور الوقت .

¹ Investment Strategy, <https://www.regjeringen.no/en/topics/the-economy/the-government-pension-fund/government-pension-fund-global-gpfg/investment-strategy/id696849/>, consulté le 04/04/2017.

4-2- المحفظة المرجعية لصندوق المعاشات الحكومي الاجمالي :

التفويض الممنوح من قبل وزارة المالية لبنك النرويج يعبر عن استراتيجية الاستثمار الطويل الأجل للصندوق، بما في ذلك المؤشر¹ المرجعي الاستراتيجي و الأحكام الملحقه بشأن تنفيذ مهمة الادارة .
المؤشر المرجعي الاستراتيجي: يستند المؤشر المرجعي على مؤشرات عالمية لشركات رائدة تعكس الى حد كبير فرص الاستثمار في الأسواق العالمية للأسهم وسندات الدخل الثابت، وبناءا على ذلك ادارة الصندوق تركز على ادارة المخاطر الاجمالية للصندوق التي تكون نتيجة للتطورات في المؤشر المرجعي الذي تضعه وزارة المالية، اطار الادارة يستلزم أيضا² مجال معتدل للانحراف عن المؤشر المرجعي .

- يتألف³ المؤشر المرجعي الاستراتيجي لمحفظة الاستثمارات من ثلاثة عناصر:

أ- المؤشر المرجعي لمحفظة الأسهم: ويشكل المؤشر المرجعي لمحفظة⁴ الأسهم 60 في المائة من المؤشر المرجعي الاستراتيجي، ويتم إعداد المؤشر لاستثمارات الصندوق في الأسهم من قبل FTSE RUSSEL ويشمل جميع البلدان، باستثناء النرويج، هذا المؤشر يصنف الأسواق كأسواق متطورة أو أسواق ناشئة متقدمة أو أسواق ناشئة ثانوية.

ب- المؤشر المرجعي لمحفظة السندات: يشكل المؤشر المرجعي لمحفظة السندات 40 في المائة من المؤشر المرجعي الاستراتيجية، ابتداء من سنة 2010 تم تخفيض نسبة السندات لصالح الأصول العقارية الغير المدرجة في البورصة ، ويتم اعداده على أساس مؤشر Bloomberg، حيث يتألف من 70% سندات حكومية و 30% سندات الشركات ، يستند تكوين الجزء الحكومي من المؤشر القياسي للدخل الثابت إلى العملات المدرجة في المؤشرات الفرعية ذات الصلة التي أعدها Bloomberg، باستثناء الكرونة النرويجية، ويتألف الجزء المؤسسي من سبع عملات معتمدة في السوق المتقدمة.

ج- محفظة العقارات: أقل⁵ حصة من المحفظة الاستثمارية يتم استثمارها في محفظة العقارات، يتم احتساب قيمة المحفظة العقارية على أساس صافي القيمة، أي القيمة الحقيقية لمحفظة العقارات مطروح منها الالتزامات المالية

¹ المؤشر المرجعي الاستراتيجي يعبر عن تفضيلات الاستثمار للجهة المالكة و المتمثلة في وزارة المالية، وهو يحدد التوجه الاستثماري وتحمل للمخاطر، كما يعكس الدور الاستراتيجي لفة الأصول الفردية، تقوم الوزارة بحساب المؤشر المرجعي الحقيقي الذي يمكن أن يختلف عن المؤشر المرجعي الاستراتيجي، حيث أن هذا الأخير يستخدم لحساب العائد الزائد والمخاطر.

² مجال انحراف معتدل عن المؤشر المرجعي يعني مجال انحراف عوائد المحفظة الحقيقية عن المحفظة المرجعية .

³ Section 1-5 Strategic benchmark index, Government Pension Fund Global Management Mandate.p02.

⁴ حددت حصة الأسهم في محفظة الاستثمارات ب40% سنة 1998 من قبل وزارة المالية، في سنة 2007 تقرر رفع حصة الأسهم الى 60%، كما تم التقدم باقتراح لرفع حصة الأسهم الى 75% من قبل بنك النرويج لوزارة المالية الذي من شأنه أن يرفع العائد الحقيقي السنوي المتوقع الى 2.5% خلال العشرة السنوات القادمة .

⁵ Section 1-5 Strategic benchmark index, Government Pension Fund Global Management Mandate,op cit ,p02

المتعلقة بالاستثمارات، في سنة¹ 2010 تم توسيع نطاق الاستثمار في الصندوق ليشمل العقارات الغير المدرجة ومنذ ذلك الوقت يتألف المؤشر المرجعي الاستراتيجي من 60% أسهم الى غاية 5% عقارات، و الباقي سندات . ويستند توزيع المؤشر المرجعي عبر البلدان والمناطق الجغرافية على أساس مبدأ ترجيح السوق للأسهم وسندات الشركات، في حين أن السندات الحكومية تستند إلى الحجم النسبي لاقتصادات البلدان، مقاسة بالنتائج المحلي الإجمالي (أوزان الناتج المحلي الإجمالي)، ويستكمل التوزيع الإقليمي لمؤشر الأسهم والدخل الثابت بمعاملات تعديل معينة.

- ابتداء² من 1 يناير 2017 المؤشر المرجعي الاستراتيجي أصبح يضم الأسهم المدرجة والسندات فقط، وقد تم حذف المحفظة العقارية في الوقت نفسه من المؤشر المرجعي الاستراتيجي الذي أصبح يضم مؤشرات منفصلة للمحفظة المالية للأسهم و المحفظة المالية لسندات الدخل الثابت، وينص على تخصيص ثابت للأسهم بنسبة 62.5%، وقد تم اختيار حصة الأسهم على أساس المبادلة الطويلة الأجل بين العائد و المخاطرة، وتخصيص نسبة 37.5% لسندات الدخل الثابتة العامة .

3-4 - استخدام المدراء الخارجيين لإدارة الاستثمار :

البنك النرويجي لإدارة الاستثمار (NBIM) يستخدم مؤسسات خارجية لإدارة استثمار بعض الأسهم و السندات، حيث يتم منح تفويض للمدراء ذوي الخبرة في مجالات استثمار محددة، استثمارات المدارة خارج الصندوق قدرت ب 336 بليون كرونة نرويجية في نهاية سنة 2016، يتم تحديد مدراء خارجيين لتسيير السندات و مدراء خارجيين لتسيير الأسهم، و فيما يلي بعض المدراء و المؤسسات المسيرة لاستثمارات الصندوق ابتداء من 31 ديسمبر 2016 .

جدول رقم(3-3) : المدراء و المؤسسات المسيرة لاستثمارات الصندوق الثروة السيادي النرويجي ابتداء من 31 ديسمبر 2016 .

المدراء الخارجيين للأسهم	المدراء الخارجيين للسندات
BLACKROCK All weather capital Maybank asset management Abax investement	Ashmore Equities Investment Management Investec Asset Management Templeton Asset Management TRG Management

source:external manager, <https://www.nbim.no/en/investments/external-mandates/external-managers>, consulte le 12/04/2017.

¹ Egil Matsen , **The equity share in the Government Pension Fund Global**,speech ,norges bank,oslo,01 december 2016, <http://www.norges-bank.no/en/Published/Speeches/2016/2016-12-01-Matsen/> consulte le 09/04/2017.

² Investment Strategy, <https://www.regjeringen.no/en/topics/the-economy/the-government-pension-fund/government-pension-fund-global-gpfg/investment-strategy/id696849,op cit>.

يتم منح تفويض الاستثمار لبعض المدراء الخارجيين ذوي الخبرة في بعض الأسواق و القطاعات حيث يكون من الغير الممكن بناء مهارات داخلية و تحقيق عوائد اضافية .

4-4- المجلس الأخلاقي لصندوق المعاشات الحكومي النرويجي :

المجلس¹ الأخلاقي لصندوق المعاشات الحكومي الاجمالي هو وحدة مستقلة يقدم توصيات للبنك المركزي النرويجي ،لاستبعاد الاستثمار في الشركات أو وضعها تحت الملاحظة ، يقوم بإصدار تقرير سنوي حول نشاطاته ومختلف عمليات الرقابة بالإضافة الى توصياته المقدمة الى وزارة المالية ،يقيم هذا المجلس نشاط الشركات على أساس دليل المبادئ الأخلاقية لاستثمارات الصندوق في الشركات ،حيث يتم اقضاء الشركات التي تنشط في المجالات التالية :

-الشركات التي تنشط في مجال انتاج و بيع الأسلحة النووية مثل : (lockheed martin corp, 2013و(boeing, 2005).

-الشركات المنتهكة لحقوق الانسان (تشغيل و استغلال الأطفال ،الأشغال الشاقة).

-الشركات الملوثة للبيئة و المؤسسات التي تنشط في مجال الفساد الاقتصادي .

5- ادارة مخاطر الاستثمار في صندوق الثروة السيادي النرويجي :

يعرف البنك النرويجي ادارة المخاطر على أنها ادارة مخاطر السوق ،مخاطر الائتمان ،المخاطر المقابلة ،المخاطر التشغيلية و المخاطر المرتبطة بالبيئة (عوامل المخاطر الاجتماعية و الحوكمة)، ادارة الاستثمار في البنك النرويجي مسؤولة عن ادارة المخاطر في المحفظة ،ستعرض الى المخاطر الثلاثة الأول باعتبار أنها هي المخاطر المرتبطة بالاستثمار .

أ- مخاطر السوق:

تعرف ادارة الاستثمار لبنك النرويج خطر السوق على أنه خطر الخسارة أو التغيير في القيمة السوقية للمحفظة المالية ،أو أجزاء في المحفظة بسبب التغييرات في متغيرات السوق المالية وقيمة العقارات ،مخاطر السوق بالنسبة لصندوق المعاشات الحكومي الاجمالي بقياس تركيز المحفظة المالية (المطلق و النسبي للمحفظة المرجعية)،التقلب و خطر الارتباط، خطر المعامل المنظم ،وخطر السيولة ،بالنسبة لقطاع العقارات يتم قياس حصة قطاع العقارات القيد الانشاء ،الشغور و تركيز المستأجرين ،مخاطر السوق تأخذ بعين الاعتبار ليتم تحقيق عوائد على الاستثمارات بالتوافق مع أهداف الاستثمار.

ادارة الاستثمار لبنك النرويج تستخدم نمذجة² المخاطر (Risk Modelling) لتحديد مخاطر تغيير القيمة لكل المحفظة المالية أو أجزاء منها ، باستخدام الانحراف المعياري الذي يأخذ بعين الاعتبار الارتباط بين

¹ Council of ethics for GPF, annual report 2015, oslo, Norway, p07.

² نمذجة المخاطر تستخدم العديد من التقنيات بما فيها خطر السوق ،المحاكاة التاريخية ،تعد نمذجة المخاطر جزء من النمذجة المالية التي تستخدم أساليب الاقتصاد القياسي لتحديد المخاطر الكلية للمحفظة المالية .

مختلف الاستثمارات في المحفظة المالية، هذا المقياس يوفر تقدير لتغيرات أو تقلبات قيمة المحفظة المالية على أساس ظروف السوق على مدى الثلاث السنوات الماضية، يتم التعبير عن التقلبات المتوقعة من خلال "الخطر المطلق للمحفظة" و"الخطر النسبي للمحفظة"، النموذج يستخدم بيانات العوائد المرجحة الأسبوعية للثلاثة السنوات الماضية ومنهجية الحساب الحدودية .

الجدول رقم(3-4): مخاطر المحفظة لصندوق المعاشات الحكومي الاجمالي GPF (التقلب المتوقع) بالنسبة السنوية

التقلب	متوسط	الحد الأعلى	الحد الأدنى	/12/31	متوسط التقلب المتوقع	الحد الأقصى	الحد الأدنى لنسبة	/12/31	
المتوقع لسنة 2015				2015	لسنة 2016		التقلب المتوقع	2016	
	9.5	10.4	8.1	10.4	10.5	10.7	10.2	10.6	المحفظة المالية
	12.0	12.9	10.9	12.9	13.7	14.1	12.9	14.0	الأسهم
	9.4	10.2	7.9	10.1	10.0	10.3	9.6	9.7	سندات الدخل الثابت

Source :government pension fund global, annual report 2016,NBIM,p109.

الخطر الذي تم قياسه من خلال النموذج يظهر ارتفاع نسبة التقلب المتوقع، خطر تقلب المحفظة المقاس في نهاية سنة 2016 يقدر بـ 10.6% هذا يعني أن التقلبات السنوية في القيمة السوقية للمحفظة يمكن توقع أن تكون بين 10.6+ و 10.6- أي 800 مليار كرونة نرويجية، في حين أنه قيمة الخطر المقدر لنهاية سنة 2015 يقدر بـ 10.4% هذا يعني أن التقلبات السنوية المتوقعة للقيمة السوقية للمحفظة لبداية سنة 2016 كانت قد قدرت ما بين 10.4+ و 10.4-.

مخاطر الائتمان :

ادارة الاستثمار لبنك النرويج تعرف خطر الائتمان على أنه خطر عدم قدرة جهة المصدرة لأدوات الدخل الثابت على الوفاء بالتزامات الدفع، مخاطر الائتمان يقاس بالنسبة جهة الاصدار كمخاطر ائتمان فردية حيث أن احتمال التخلف عن السداد و الخسارة تأخذ بعين الاعتبار، وبالنسبة لمخاطر الائتمان في المحفظة حيث أن خطر الائتمان يأخذ بعين الاعتبار ارتباط خسائر الائتمان بين الأدوات و المصدرين، ترتبط مخاطر الائتمان بسندات الفائدة .

يتم تصنيف أدوات الدخل الثابت في المؤشر المرجعي للمحفظة المالية على أساس أهم¹ وكالات التصنيف الائتماني، كما يتم الاستثمار في السندات على أساس التقييمات الداخلية للعائد المتوقع والخطر، وفيما يلي الجدول التالي يمثل التصنيف الائتماني لمختلف أدوات الدخل الثابت لمحفظة السندات لسنة 2016.

¹وكالات التصنيف العالمية مثل standards and poors ووكالة Moody's ووكالة fitch.

الجدول رقم (3-5): التصنيف الائتماني لمختلف أدوات الدخل الثابت لمحفظه السندات لنهاية سنة 2016 (مليون كرونة نرويجية).

المجموع	تصنيف أدنى	BBB	A	AA	AAA	درجة التصنيف
1461360	39176	173321	271238	260859	716767	السندات الحكومية
334137	2413	15579	36316	136550	143279	السندات المرتبطة بالحكومة
140814	6175	12459	3662	9493	109025	السندات المرتبطة بالتضخم
591146	9856	297198	219333	59469	5290	سندات الشركات
147564	-	3499	2010	16054	126001	السندات المضمونة
2675021	57620	502058	532559	482424	1100361	مجموع السندات

Source : Government pension fund globale , No19,norges banks investment management , annual report 2016p 110

نسبة السندات ذات التصنيف المرتفع (AAA-AA) تمثل أكثر من 55% من مجموع السندات الخاصة بالمحفظة المالية للصندوق، بينما يتم توزيع الباقي على سندات ذات التصنيف الائتمان المنخفض (A-BBB)، بالإضافة الى تقييم مخاطر الائتمان باستخدام التصنيف الائتماني، يتم استخدام مقاييس مخاطر الائتمان أخرى تستخدم لمراقبة مخاطر الائتمان في محفظة السندات.

المخاطر المقابلة :

ادارة الاستثمار لبنك النرويج تعرف على أنها خطر افلاس الطرف الأخر أو أحداث تؤدي الى التخلف عن السداد، الأطراف الأخرى ضرورية لضمان ادارة السيولة الفعالة و وفعالية التداول و ادارة خطر السوق والائتمان، تنشأ المخاطر المقابلة فيما يتعلق بإقراض الأوراق المالية وادارة محفظة الأسهم و السندات، بالإضافة الى المحفظة العقارية، يتم التحكم و تقليص المخاطر المقابلة الى أقصى حد ممكن بالنظر الى استراتيجية الاستثمار . البنك النرويجي يقوم بتقليل المخاطر المقابلة باستخدام العديد من الأطراف و وضع متطلبات صارمة للتصنيف الائتماني .

الطرق المستخدمة لقياس المخاطر المقابلة تتوافق مع المعايير المعترف بها دوليا مثل لوائح بازل التي تستخدمها البنوك لقياس مخاطر الطرف القابل بالإضافة الى بعض التعديلات على أساس تحليلات داخلية .

المخاطر التشغيلية :

تعرف على¹ أنها المخاطر الخسارة المالية أو مخاطر خسارة سمعة البنك النرويجي لإدارة الاستثمار (NBIM)، نتيجة لانهايار النظام الداخلي أو خطأ بشري أو تعطل النظام و غيرها من الخسائر الناجمة عن عوامل خارجية لا تنتج عن مخاطر السوق للمحفظة، ادارة المخاطر التشغيلية في البنك النرويجي لإدارة الاستثمار تكون

¹ Principles risque for risk management in norges bank investement management , <https://www.nbim.no/en/the-fund/governance-model/executive-board-documents/principles-for-risk-management-in-norges-bank-investment-management/> consulté le 12/04/2017.

نظامية و منهجية ، المخاطر التشغيلية تأخذ بعين الاعتبار مخاطر عدم التأكد وهي جزء من عمليات اتخاذ القرارات في البنك.

المطلب الثاني: تجربة صناديق الثروة السيادية في امارة أبوظبي

قبل التطرق الى تجربة صناديق الثروة السيادية لإمارة أبوظبي ، سنستعرض خصائص و المميزات الاقتصادية لهذا البلد .

1-خصائص و مميزات اقتصاد امارة أبوظبي :

تعد¹ امارة أبو ظبي العاصمة الاتحادية لدولة الامارات العربية المتحدة و أكبرها² مساحة كما يعد اقتصاد امارة أبو ظبي أكبر من اقتصادات الامارات الأخرى مجتمعة حيث تساهم بأكثر³ من 60% من الناتج المحلي للدولة وتنتج أكثر من 90% من اجمالي النفط في الدولة وتحتل المرتبة السادسة عالميا من حيث الاحتياط النفطي المؤكد 10%، و بالتالي يشكل قطاع⁴ النفط الدعامة الأساسية للاقتصاد والمصدر الرئيس للدخل القومي ، كما يعتبر محركاً أساسياً للقطاعات غير النفطية، من خلال ما تنفقه الإمارة على دعم هذه القطاعات، بالإضافة الى الغاز كمصدر من مصادر الطاقة وكمادة أولية للعديد من الصناعات، وفيما يلي بعض البيانات و المؤشرات لإمارة أبوظبي.

الجدول رقم (3-6): بعض البيانات و المؤشرات الاقتصادية لإمارة أبوظبي

السنة	2015	2014	2013
عدد السكان (مليون نسمة)	2.784.490	2.656.448	2.453.096
الناتج المحلي الاجمالي بالأسعار الجارية (مليون درهم اماراتي)	960.146	952.676	953.239
معدل نمو الناتج المحلي الاجمالي %	3	2.2	4.8
مساهمة النفط في الناتج المحلي الاجمالي (الاسعار الجارية)%	50.9	51	55
نصيب الفرد من الناتج المحلي الاجمالي (ألف درهم اماراتي)	361.4	385.6	388.6
صادرات النفط و الغاز (امارة أبوظبي) مليون درهم	185.227	309.544	490.460

¹ <https://www.abudhabi.ae/portal/public/ar/abu-dhabi-emirate/abu-dhabi-emirate-facts-and-figures,consulte le 21/04/2017>.

² تشكل 87% من المساحة الكلية لدولة الامارات العربية المتحدة ، كما يشكل المواطنون أكثر من 50% من مواطني الدولة .

³ استكشف أبو ظبي من خلال الحصة ، دليل ، 2015، مركز الاحصاء لأبوظبي ، ص 08.

⁴ <https://www.scad.ae/ar/Pages/ThemePublication.aspx?PID=120&ThemeID=7/,consulté le 16/04/2017>

30.803	18.964	15.996	الصادرات الغير النفطية - مليون درهم
5.4	3.2	1.3	معدل التضخم %
3.7	3.4	4.1	معدل البطالة %
115.528	264.761	422.650	صافي الميزان التجاري عبر منافذ اماره أبو ظبي (مليون درهم اماره أبو ظبي)

source: <https://www.scad.ae/ar>, consulté le 22/04/2017

مقارنة بدول المنطقة يعد اقتصاد الامارة (أبوظبي) أقل اعتمادا على النفط حيث لا تتجاوز مساهمة القطاع النفطي في الناتج الداخلي الخام 55%، تهدف السياسة العامة لإمارة أبوظبي الى ¹ تحقيق اقتصاد تنافسي لتحقيق التنمية الاقتصادية المستدامة، و الرفع من مستوى دخل الفرد، و التنافس مع الاقتصادات العالمية حيث تقوم استراتيجية أبوظبي على تعزيز هيكل الاقتصاد وتنويع مصادر الدخل، من خلال تنمية وتطوير ² القطاعات غير البترولية وتعزيز الشراكة بين القطاعين العام والخاص وتشجيع الاستثمار الأجنبي المباشر والدخول في مشاريع مشتركة قائمة على الميزة النسبية، لذلك قامت بإنشاء عدة صناديق سيادية لإدارة العائدات النفطية، تملك اماره أبوظبي ³ ثلاثة صناديق ثروة سيادية مهمة تحتل مراتب ضمن قائمة أكبر 20 صندوق ثروة سيادي وهي كالتالي جهاز أبوظبي للاستثمار (المرتبة 02)، شركة الاستثمار مبادلة للتنمية (المرتبة 14)، مجلس أبوظبي للاستثمار (المرتبة 15).

2- ماهية جهاز أبو ظبي للاستثمار :

جهاز ⁴ أبو ظبي للاستثمار مؤسسة عامة أنشأتها اماره حكومة أبو ظبي عام 1976 كمؤسسة استثمارية مستقلة، يعد ⁵ ثاني أكبر صندوق ثروة سيادي في العالم تقدر أصوله بـ 828 بليون دولار أمريكي، تشمل ⁶ مصادر تمويله في إيرادات النفط، من خلال مؤسسة النفط الوطنية لأبوظبي (ADNOC)، حيث يتم تحويل 70% من الفوائض النفطية الى جهاز أبو ظبي للاستثمار (ADIA) و 30% المتبقية الى مجلس الاستثمار لأبوظبي (ADIC)، و ⁷ يتعين على هيئة أبوظبي استثمار وإعادة استثمار الأموال وإتاحتها لحكومة إمارة أبو ظبي حسب الحاجة، سحب الموارد المالية لتأمين والحفاظ على الازدهار المستقبلي للإمارة من الناحية العملية، حدث بصورة

¹ <http://www.abudhabichamber.ae/Arabic/AboutUs/Pages/About-UAE-Country.aspx>, consulté le 21/04/2016.

² أهم القطاعات المختارة ضمن استراتيجية أبوظبي 2030 هي القطاع الصناعي، القطاع السياحي، قطاع الطاقة، قطاع المعرفة، البنية التحتية و القطاع المالي .

³ <http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/>, consulté 27/04/2017.

⁴ <http://www.adia.ae/En/About/History.aspx>, consulté le 23/04/2017.

⁵ Largest sovereign wealth fund by asset under management , <http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings>, consulté ,23/04/2017.

⁶ <http://www.swfinstitute.org/swfs/abu-dhabi-investment-authority/>, consulté le 23/04/2017.

⁷ http://www.adia.ae/En/Governance/Abudhabi_Government.aspx, consulté le 02/04/2017.

غير متكررة، الهيئة تدير فوائض الموازنة العامة للحكومة من خلال محفظة استثمارية عالمية في مختلف فئات الأصول ، وتشمل مهمتها في الحفاظ على رفاهية الطويلة الأمد للإمارة من خلال تنمية رأس المال وفق خطة استثمارية منضبطة ،حاليا تدير محفظة استثمارات عالمية في أكثر من اثنا عشرة فئة أصول وفئات فرعية ،بشكل مباشر في الأسواق العالمية ضمن شراكات موثوقة وشبكة من المديرين الخارجيين مختارة بعناية .

3-حوكمة و الهيكل التنظيمي لجهاز أبوظبي للاستثمار :

في هذا الجزء سوف نتطرق الى حوكمة و الهيكل التنظيمي لجهاز أبو ظبي للاستثمار

3-1-حوكمة جهاز أبو ظبي للاستثمار :

لدى جهاز أبو ظبي للاستثمار معايير حوكمة قوية مع تحديد واضح للأدوار و المسؤوليات بشكل يضمن المساءلة ،تنفذ الهيئة أنشطتها الاستثمارية دون الرجوع الى الحكومة ، و بهدف¹ تعزيز الحوكمة و المسائلة انضم جهاز أبو ظبي للاستثمار الى مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية مع صندوق النقد الدولي من أجل و ضع اطار للمبادئ و الممارسات المتفق عليها (مبادئ سنتياغو) سنة 2008، يتولى اداة اجهاز أبو ظبي للاستثمار مجلس اداة الهيئة الذي يتألف من رئيس مجلس الادارة ،المدير التنفيذي و أعضاء مجلس الادارة الذي يتم تعيينهم من قبل حاكم الامارة ،بالإضافة² الى عدد من اللجان الرئيسية التي تدعم اطار الحوكمة وهي كالتالي :

لجنة التدقيق: تعيين من قبل مجلس الإدارة وتقدم التقارير الى مجلس الإدارة وتقدمي الرقابة على تعيني التدقيق الداخلي و الخارجي ،التقارير المالية وفقا للمعايير الدولية للتقارير المالية ونظم الرقابة الداخلية وعمليات التدقيق الداخلي.

لجنة الاستثمار: تساعد المدير التنفيذي وهي مسؤولة عن إدارة المسائل المتعلقة بالاستثمار والإشراف عليها، ويرأس المدير التنفيذي لجنة الاستثمار، ويساعده نائب ، بمشاركة المديرين التنفيذيين لجميع إدارات الاستثمار وممثلي بعض وظائف المراقبة، حسب الاقتضاء.

لجنة إدارة المخاطر: ترفع تقاريرها إلى المدير التنفيذي وهي مسؤولة عن الإشراف على تنفيذ إطار إدارة المخاطر في جهاز أبو ظبي للاستثمار، وهي تضم أعضاء في لجنة الاستثمار.

¹ http://www.adia.ae/En/Governance/Santiago_Principles.aspx,consulté le 24/04/2017.

² Santiago principles self –assessment ,abhu dhabi investement authority ,principle 6, <http://www.ifswf.org/assessment/adia>,consulté le 23/04/2017.

لجنة الاستراتيجية : تقدم المشورة للجنة الاستثمار حول الاستراتيجية الاستثمارية العامة لجهاز أبوظبي للاستثمار وتشكيل المحافظ الطويلة الأجل الخاصة بجهاز أبوظبي للاستثمار، كما¹ تحدد الفرص التكتيكية متوسطة الأجل لتوليد عوائد تزيد عن تلك التي تحققها محفظة طويلة الأجل مع الحفاظ على المخاطر المستهدفة من قبل جهاز أبوظبي للاستثمار.

لجنة المبادئ التوجيهية للاستثمار²: تساعد لجنة الاستثمار على تحقيق الاتساق والوضوح في المبادئ التوجيهية للاستثمار.

لجنة الإدارة: تقدم تقاريرها إلى المدير التنفيذي وهي مسؤولة عن إدارة والإشراف على الأمور الغير الاستثمارية والتنظيمية بما في ذلك التخطيط على مستوى الهيئة، والتخطيط الإداري، وعملية وضع ميزانية جهاز الاستثمار.

بالنسبة³ لحوكمة الاستثمار، جهاز أبو ظبي للاستثمار كمساهم لا يهدف الى ادارة الشركات التي يستثمر فيها، كما أنها تمارس حقها في التصويت في ظروف معينة لحماية مصالحها أو لمعارضة المقترحات التي قد تضر بها كمساهم، بالنسبة لعمليات الإفصاح عن المعلومات تقوم أديا بالإفصاح بصورة منتظمة عن استثماراتها في الأسواق المالية العالمية اذا اقتضت الحاجة الى ذلك .

-2- الهيكل التنظيمي لجهاز أبو ظبي للاستثمار :

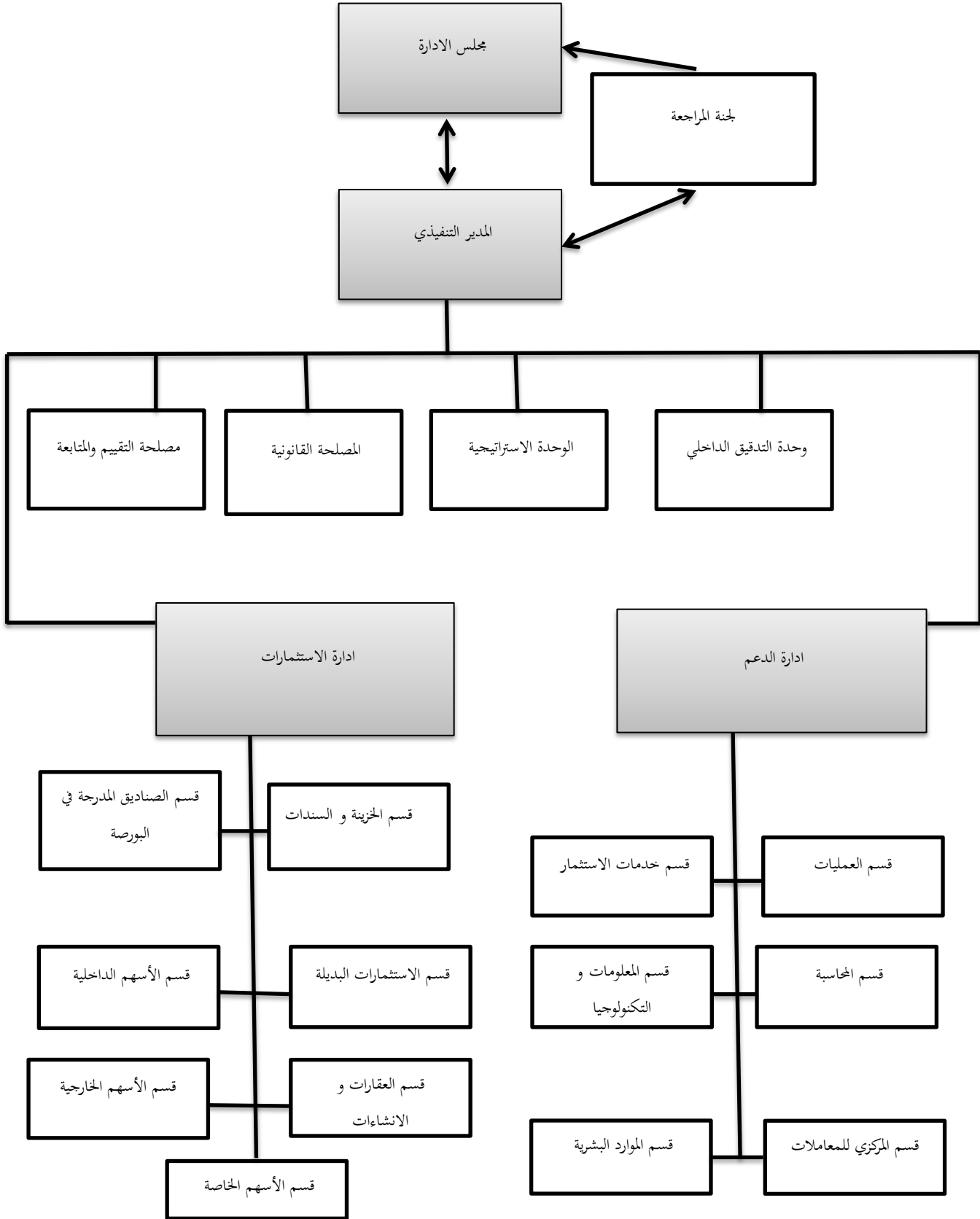
فيما يلي المخطط التالي يمثل الهيكل التنظيمي لجهاز أبو ظبي للاستثمار .

¹ Santiago principles self –assessment ,abhu dhabi investement authority ,principle 9, <http://www.ifswf.org/assessment/adia.consulté le 23/04/2017>

² http://www.adia.ae/En/Governance/Investment_Governance.aspx,consulté le 23/04/2017.

³ ibid.

المخطط رقم (3-4): الهيكل التنظيمي لجهاز أبو ظبي للاستثمار ADIA



-مجلس الإدارة : يتولى المسؤولية الرئيسية لتنفيذ أنشطة الهيئة، ويجتمع دوريا لإنشاء ومراجعة الاستراتيجية العامة لجهاز أبوظبي للاستثمار ولكنه لا ينطوي على أي قرارات استثمارية أو تنفيذية.

-المدير التنفيذي : يتحمل مسؤولية تنفيذ استراتيجية الاستثمار وإدارة شؤون جهاز أبوظبي للاستثمار، بما في ذلك جميع القرارات المتعلقة بالاستثمارات، وتستند القرارات الاستثمارية فقط إلى الأهداف الاقتصادية من أجل تحقيق عوائد مالية مستدامة طويلة الأجل، كما يقوم بدور الممثل القانوني للجهاز عند التعامل مع الغير.

-إدارة الدعم: تتولى دعم أهداف جهاز أبوظبي الاستثماري و هي تشرف على عدة أقسام مثل قسم خدمات الاستثمار، المحاسبة، الموارد البشرية، العمليات، قسم المعاملات و قسم المعلومات و التكنولوجيا.

-إدارات الاستثمارات: لجهاز أبوظبي للاستثمار هي المسؤولة عن بناء وإدارة المحافظ الاستثمارية ضمن المعايير المحددة لهم، من خلال عملية توزيع الأصول، هذه الإدارات تستثمر عبر فئات أصول متعددة ومناطق جغرافية، لديها سلطة تقديرية فيما يخص التوصيات المقترحة للاستثمار، تشرف على عدة أقسام كالتالي¹ :

أ-قسم الصناديق المدرجة في البورصة: يدير أكبر نسبة من أسهم (أديا) يهدف الى تحقيق عوائد قياسية مع مرونة لإضافة قيمة في ظل المبادئ التوجيهية المعتمدة، يتكون قسم الصناديق المفهرسة من فريقين، فريق خارجي يشرف على أنشطة مدراء الاستثمار الخارجيين الذين يديرون غالبية الأصول المخصصة للصناديق المفهرسة من قبل هيئة أبوظبي للاستثمار وفريق داخلي يدير الأصول المتبقية مباشرة.

ب-قسم الأسهم الداخلية : تستثمر إدارة الأسهم الداخلية بنشاط و بشكل مباشرة في أسواق الأسهم العالمية من أجل تحقيق عائدات تفوق المعايير المرجعية ذات الصلة، حيث يسعى قسم الأسهم الداخلية الى تحديد الفرص الاستثمارية ، كما تدير العديد من المحافظ المالية النشطة التي يتم تنظيمها حسب القطاع أو الجغرافيا .

ث-قسم الأسهم الخارجية : وتشرف إدارة الأسهم الخارجية على أنشطة مدراء الاستثمار الخارجيين الذين يستخدمون استراتيجيات نشطة للاستثمار في أسواق الأسهم العالمية، يقوم قسم الأسهم الخارجية ببناء وإدارة مجموعة واحدة من الأسهم العالمية تتألف من مدراء خارجيين متعددين، يشرف عليها مدراء محافظون داخليون مع تخصصات إقليمية بهدف التفوق على المؤشر المعياري ضمن مجموعة محددة سلفا من المبادئ التوجيهية للاستثمار.

¹ <http://www.adia.ae/En/Investment/Activities.aspx>, consulté le 25/04/2017.

ح-قسم السندات و الخزينة : يخدم قسم¹ الدخل الثابت والخزينة وظائف متعددة تشمل إدارة احتياجات السيولة لدى (أديا) والاستثمارات النقدية في أسواق المال قصيرة الأجل، بالإضافة إلى إدارة محفظة استثماراتها عبر مجموعة واسعة من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت، تتمثل أهداف القسم في تلبية احتياجات سيولة (أديا) والحصول على عوائد مطابقة أو تتفوق على معايير الدخل الثابت لكل منها، من خلال التنفيذ المنضبط مع الحفاظ على مستوى مقبول من المخاطر.

خ-قسم الاستثمارات البديلة : تتمثل مهمة قسم الاستثمارات البديلة في الاستثمار في السيولة والصناديق الغير تقليدية مثل صناديق التحوط، حيث تستخدم استراتيجيات تسعى إلى تنويع وتعزيز العوائد المعدلة حسب المخاطر في المحفظة الإجمالية لجهاز أبوظبي للاستثمار.

د- قسم العقارات : يتولى قسم العقارات والبنية التحتية مسؤولية إنشاء وإدارة محافظ متنوعة عالمية من أصول العقارات والبنية التحتية، ولكل منها فريق خاصة، تتمتع الإدارة بمجموعة واسعة من المهنيين ذوي الخبرة ولها مهمة تزويد (أديا) بمزايا تنويع العقارات والاستثمار في البنية التحتية من خلال إدارة محافظتها بشكل فعال لتحقيق عوائد جذابة معدلة المخاطر على المدى الطويل .

ذ-قسم الأسهم الخاصة : يتولى قسم الأسهم الخاصة مسؤولية الاستثمار في الأسهم الخاصة والديون، على الصعيد العالمي من خلال الصناديق أولية و ثانوية مداراة خارجيا ومن خلال الاستثمار في الشركات الخاصة، جنبا إلى جنب مع الشركاء الخارجيين، من أجل تحقيق عوائد معدلة حسب المخاطر تتجاوز عائدات السوق العامة طويلة أجل وتنويع المحفظة.

¹تنقسم الاستثمارات الثابتة والخزينة إلى خمس فئات عرضية: السندات الحكومية العالمية، والسندات العالمية المرتبطة بالتنظيم، وسندات الأسواق الناشئة، والائتمان العالمي للاستثمار، والائتمان غير الاستثماري، كما أن وظيفة الخزينة تراقب احتياجات السيولة لدى هيئة أبوظبي للاستثمار وتهدف إلى الحفاظ على رأس المال مع ضمان الحصول على السيولة اليومية والقصيرة الأجل .

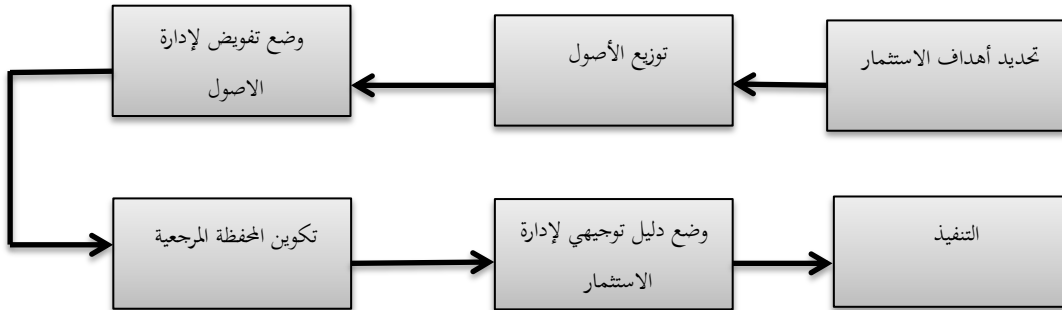
4- اطار الاستثمار و تخصيص الأصول :

سنستعرض السياسة الاستثمارية و توزيع الأصول في المحفظة المالية كالتالي :

4-1- اطار الاستثمار :

القرارات¹ الاستثمارية في جهاز أبوظبي للاستثمار تستند الى أهداف اقتصادية، تتمثل في تحقيق عوائد مالية مستدامة طويلة الأجل، تستخدم استراتيجيات استثمار فعالة سلبية و غير سلبية كجزء من عملية ادارة الأصول، تتم ادارة الأصول المالية من قبل مدراء الاستثمار² الداخليين و الخارجيين الذين يخضعون لدليل الاستثمار و ادارة المخاطر الخاص ب ADIA، حيث تلعب وحدة³ الاستراتيجية دورا هاما في عملية الاستثمار، تقوم لجنة الاستراتيجية بتقييم توصيات وحدة الاستراتيجية، قبل تقديمها إلى لجنة الاستثمار، وبمجرد الموافقة عليها، تخصص الأموال إلى إدارات الاستثمار المعنية، وهي مسؤولة عن التنفيذ بما يتوافق مع التفويض المقدم لها ومعاييرها ومبادئها التوجيهية، و لتحقيق أهداف طويلة الأجل، و في ما يلي المخطط التالي يمثل مراحل اعداد و تنفيذ الاستراتيجية الاستثمارية لجهاز أبوظبي للاستثمار .

المخطط رقم(3-5) : يمثل مراحل اعداد و تنفيذ استراتيجية الاستثمار لجهاز أبوظبي للاستثمار .



source: Abu Dhabi investment authority ,ADIA review2015 ,2015,p19.

¹ <http://www.adia.ae/En/Investment/Strategy.aspx>,consulté le 25/04/2017.

² يقوم جهاز أبوظبي للاستثمار بمراجعة أداء المدراء الداخليين و الخارجيين بانتظام،الذين يتم اختيارهم على أساس تجربتهم و سجلهم الحافل .
³ وحدة الاستراتيجية تتولى مسؤولية تطوير والحفاظ على ومراجعة المحفظة المالية الخاصة بجهاز أبوظبي للاستثمار في أكثر من 12 فئة أصول وفئات فرعية،كما أنه تحدد الفرص التكتيكية متوسطة الأجل لتوليد عوائد تزيد عن تلك التي تحققها المحافظ المالية طويلة الأجل مع الحفاظ على المخاطر المستهدفة من قبل جهاز أبوظبي للاستثمار .

4-2-المحفظة الاستثمارية :

يتعين على¹ جهاز أبوظبي للاستثمار أن يكون قادر على تنفيذ تخصيص الأصول المطلوب في الوقت المناسب، مع تقليل تكاليف المعاملات إلى الحد الأدنى، ولهذا السبب فإن نصف محفظة (أديا) تتكون من استراتيجيات تكرار المؤشر، أو الاستراتيجية السلبية، داخل الأسواق المتداولة، ويقابل ذلك استثمارات مدروسة ومدارة بشكل فعال عبر فئات الأصول، في المناطق ذات الإمكانية الحقيقية لتوليد أداء أفضل في السوق، أو ألفا، على المدى الطويل، وفيما يلي الجدول التالي يمثل مكونات المحفظة المرجعية لجهاز أبو ظبي للاستثمار حسب الأصول .

الجدول رقم(3-7) : مكونات المحفظة المرجعية لجهاز أبو ظبي للاستثمار ADIA حسب فئات الأصول .

فئات الأصول		
المحفظة المرجعية	الحد الأدنى %	الحد الأعلى %
أسواق أسهم متقدمة	32	42
أسواق أسهم ناشئة	10	20
أسواق أسهم صغيرة	1	5
السندات الحكومية	10	20
القروض	5	10
الاستثمارات البديلة	5	10
قطاع العقارات	5	10
الأسهم الخاصة	2	8
البنية التحتية	1	5
السيولة النقدية	0	10

Source :<http://www.adia.ae/En/Investment/Portfolio.aspx>,consulté le 25/04/2017.

و فيما يلي الجدول التالي يمثل توزيع المحفظة المرجعية حسب التوزيع الجغرافي .

¹ <http://www.adia.ae/En/Investment/Strategy.aspx>, consulté le 25/04/2017.

الجدول رقم (3-8): توزيع المحفظة المرجعية لجهاز أبو ظبي للاستثمار ADIA حسب التوزيع الجغرافي .

التوزيع الجغرافي		
المحفظة مرجعية	الحد الأدنى	الحد الأعلى
شمال أمريكا	25	50
أوروبا	20	35
آسيا المتقدمة	10	20
الأسواق الناشئة	15	25

Source :<http://www.adia.ae/En/Investment/Portfolio.aspx>, consulte le 25/04/2017.

4-3- الاستعانة بمدراء خارجيين: يستخدم¹ جهاز أبو ظبي مدراء خارجيين لإدارة استثماراتها عبر مختلف فئات الأصول و المناطق الجغرافية ، حوالي 60% من أصول جهاز أبوظبي للاستثمار تتم ادارتها من قبل مدراء أجنبى وتضم الأسهم ،الاستثمارات البديلة و الأسهم الخاصة ،وتتم عملية اختيار المدراء الأجنبى بعدة مراحل كما يلي :

القائمة الموسعة: يتم استخدام وسائل متعددة لتحديد قائمة واسعة للمدراء المحتملين مثل سمعة المدير ،قواعد البيانات و الخبرة المكتسبة لدى جهاز الاستثمار في مجال هذه الصناعة .

القائمة المصغرة: يتم تقليص القائمة الموسعة الى قائمة مصغرة من المرشحين المحتملين على أساس تحليل الأداء ونمط الاستثمار و المحفظة ،تحليل فلسفة الاستثمار و الهيكل التنظيمي و مستوى الفريق العامل مع المدير .

اختيار المدراء: يتم اختيار المدراء بعد عملية شاملة و التي تشمل ما يلي :مدى قدرة المدراء على التفاعل مع الهيكل التنظيمي لجهاز الاستثمار ، الخبرة و المهوبة ،المخصصات المالية المطلوبة ،والاجتهاد داخل الموقع .

موافقة لجنة الاستثمار: تتم الموافقة من قبل لجنة الاستثمار على المدراء بالموافقة أو الرفض .

تكليف المدير الأجنبى: يتم تكليف المدير الأجنبى بأداء المهمة وتوقيع العقد القانوني و تحديد البنود التجارية و الاستثمارية .

¹Abu Dhabi investment authority ,ADIA review2015 ,2015,P34-35

5-ادارة مخاطر الاستثمار في جهاز أبوظبي للاستثمار :

تندرج إدارة¹ المخاطر في جهاز أبو ظبي للاستثمار في جميع أنشطة الاستثمارات والأنشطة ذات الصلة، من تخصيص الأصول إلى الاستثمار في فئات الأصول الفردية الى غاية التنفيذ، حيث أن كل ادارة من ادارات الاستثمار لديها اطار لإدارة المخاطر، و يتولى قسم خدمات الاستثمار، بالتعاون الوثيق مع فرق الاستثمار، مسؤولية حماية أصول هيئة أبوظبي للاستثمار وإضافة قيمة إلى عملية الاستثمار من خلال مسؤولياتها الأساسية لإدارة المخاطر.

يتم تحليل المخاطر من خلال قسم خدمات الاستثمار يتضمن ما يلي:

- التقييم المستمر لجميع مصادر المخاطر على أساس مطلق ونسبي، من خلال نمذجة المحفظة .
- تطوير تقييم شامل للمخاطر عبر جميع أنواع المخاطر، بما في ذلك مخاطر المحفظة الاجمالية ،مخاطر الائتمان ،المخاطر المقابلة والمخاطر التشغيلية .
- تحديد، ورصد، وتصعيد استراتيجيات التخفيف من المخاطر لمعالجة قضايا المخاطر الناشئة والمستمرة في الوقت المناسب.

¹ <http://www.adia.ae/En/Investment/Risks.aspx>,consulté le 28/04/2017.

المبحث الثاني: عرض تجارب لصناديق ثروة سيادية غير سلعية (غير نفطية).

في هذا المبحث سنقوم باستعراض تجارب لصناديق ثروة سيادية غير سلعية، أي مصدر تمويلها خارج إيرادات النفطية، حيث سنقوم بعرض تجربة صناديق الثروة السيادية السنغافورية في المطلب الأول، وتجربة شركة الاستثمار الصينية في المطلب الثاني.

المطلب الأول: عرض تجربة صناديق الثروة السيادية السنغافورية:

قبل التطرق الى تجربة صناديق الثروة السيادية لدولة سنغافورة، سنقوم باستعراض الخصائص و المميزات الاقتصادية لهذا البلد.

1- مميزات و خصائص اقتصاد دولة سنغافورة:

يعد اقتصاد¹ سنغافورة اقتصاد حر مفتوح ناجح و متطور، تتمتع بيئة أعمال مفتوحة وخالية من الفساد أسعار ثابتة، معدلات البطالة منخفضة، بالنسبة لمؤشر² الحرية الاقتصادية تحتل سنغافورة المرتبة 02 عالمياً بـ 88.6 نقطة لسنة 2017، كما أن نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي أعلى من الناتج المحلي الإجمالي في معظم البلدان المتقدمة، يعتمد الاقتصاد بشكل كبير على الصادرات خصوصاً الإلكترونيات الاستهلاكية، منتجات تكنولوجيا المعلومات، الأجهزة الطبية والبصرية، والمستحضرات الصيدلانية، بالإضافة الى قطاعات حيوية مثل النقل والمواصلات والخدمات المالية.

انكمش الاقتصاد بنسبة 0.6% في عام 2009 نتيجة للأزمة المالية العالمية، ولكنه استمر في النمو منذ عام 2010 اعتماداً على قوة الصادرات، النمو في الفترة 2014 - 2015 تباطأ بنسبة أقل من 3%، ويرجع ذلك إلى حد كبير إلى الطلب السلي على الصادرات وسط تباطؤ الاقتصاد العالمي وضعف النمو في قطاع التصنيع في سنغافورة.

تسعى الحكومة السنغافورية الى اعادة هيكلة اقتصادها من خلال تقليص اعتمادها على³ العمالة الأجنبية، معالجة ضعف الانتاجية وزيادة الأجور وتعزيز مكانتها الريادية في مجال التكنولوجيا العالية في جنوب شرق آسيا، و فيما يلي يمثل الجدول التالي بعض المؤشرات و البيانات الاقتصادية لدولة سنغافورة للفترة 2011-2016.

¹ Singapore economy overview, <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/geos/sn.html>, consulté le 26/04/2017

² <http://www.heritage.org/index/pdf/2017/countries/singapore>, consulté le 29/04/2017.

³ تعاني سنغافورة من ارتفاع شيخوخة السكان و افتقارها للقوة العاملة الماهرة.

جدول رقم (3-9): يمثل البيانات و المؤشرات الاقتصادية لدولة سنغافورة

السنوات	2011	2012	2013	2014	2015	2016
عدد السكان (مليون)	5.184	5.312	5.399	5.47	5.535	5.584
الناتج المحلي الاجمالي (بليون دولار أمريكي)	275.37	289.941	302.246	306.357	292.734	294.56
مؤشر الناتج المحلي الاجمالي(مؤشر المنخفض الضمني)	101.163	102.084	101.795	101.18	102.839	103.924
الناتج المحلي الاجمالي للفرد (دولار أمريكي)	53,122.37	54,577.80	55,979.76	56,009.54	52,887.77	52,755.14
التضخم % (تغير متوسط الأسعار الاستهلاكية)	5.248	4.576	2.359	1.025	-0.523	0.241
نسبة %تغير حجم واردات السلع و الخدمات	1.327	3.557	4.633	5.211	6.764	6.596
نسبة %تغير حجم واردات السلع	4.569	1.134	1.55	1.661	2.958	3.511
نسبة %تغير صادرات السلع و الخدمات	5.626	1.823	4.832	4.276	2.469	1.763
نسبة %تغير حجم واردات السلع	5.638	0.436	3.144	2.598	2.219	3.189
معدل البطالة	2.025	1.95	1.9	1.95	1.9	2
ميزان الحساب الجاري (بليون دولار أمريكي)	60.561	49.774	54.084	53.176	57.561	62.34
ميزان الحساب الجاري (%من الناتج المحلي الاجمالي)	21.993	17.167	17.894	17.358	19.663	21.164

source: International Monetary Fund, **World Economic Outlook Database**, April 2016.

سنغافورة عبارة عن مركز تجاري إقليمي وميناء سنغافورة هو واحد من أهم¹ الموانئ في العالم، يساهم قطاع الخدمات بثلاثة أرباع الناتج المحلي الإجمالي، ويشغل ما يقارب 71٪ من السكان النشطين أهمها قطاعات التجارة وخدمات الأعمال، النقل والاتصالات والخدمات المالية، بالنسبة للقطاع الصناعي يمثل ربع الناتج المحلي الإجمالي ويشغل 28 % من السكان حيث أن الالكترونيات والبتروكيماويات تهيمن على هذه الصناعة، مساهمة قطاع الزراعة تعد ضعيفة .

¹ يحتل المركز الثاني في الحركة الاجمالية لحركة نقل البضائع من خلال نقل الحاويات بعد هونغ كونغ .

الجدول رقم (3-10): أهم القطاعات المساهمة في الناتج المحلي الاجمالي لسنة 2016 لدولة امارة أبوظبي

الخدمات	الصناعة	الزراعة	
70.6	28.3	1.3	التوظيف في القطاع (% من مجموع العاملين)
73.6	26.4	0.0	القيمة المضافة (% من الناتج المحلي الاجمالي)
3.5	3.4-	3.6-	القيمة المضافة (% التغيير السنوي)

source: https://www.nordeatrade.com/fi/explore-new-market/singapore/economical-context?vider_sticky=oui, consulté le 29/04/2017.

تملك حكومة دولة سنغافورة أهم و أكبر صناديق الثروة السيادية الآسيوية ،وهي صندوق تماسك temesak يحتل المرتبة الثانية عشر عالميا حجم أصول المدارة يقدر ب180 بليون دولار أمريكي ،وشركة الاستثمار الحكومية السنغافورية CIC تحتل المرتبة الثامنة عالميا تقدر أصولها المالية المدارة ب 350 بليون دولار أمريكي ، يختلفان من حيث الوظائف و الأهداف المحددة لهما ،حيث يركز الأول على ادارة أصولها داخل آسيا .

1-1-صناديق الثروة السيادية السنغافورية :

في هذه الدراسة سنتطرق الى دراسة كلا الصندوقين صندوق تماسك temesak وشركة الاستثمار الحكومية السنغافورية CIC.

1-1-صندوق تماسك :

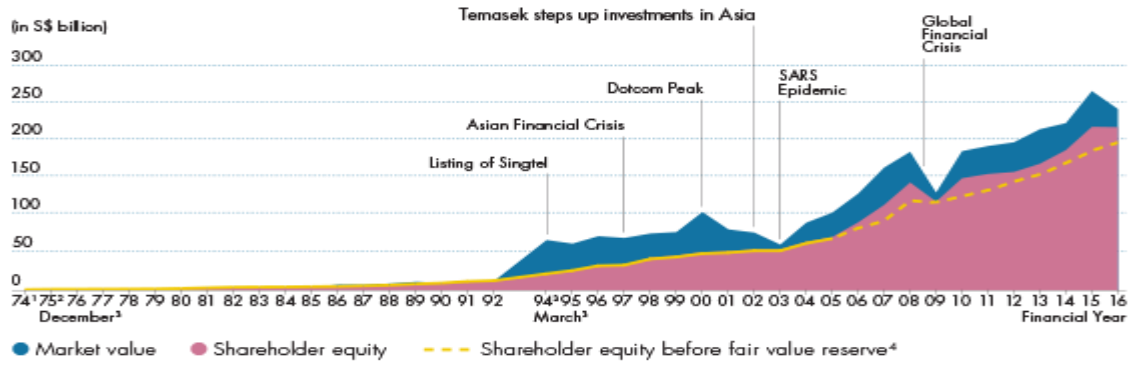
تماسك¹ هي شركة استثمارية مقرها في سنغافورة أسست سنة 1974² لامتلاك و ادارة الاستثمارات و الأصول التي كانت تحتفظ بها الحكومة سابقا ، تستثمر اساسا في سنغافورة و آسيا، يدعمها 11مكتب حول العالم تمتلك محفظة مالية بقيمة 242 مليار دولار أمريكي سنة 2016،تغطي مجموعة واسعة من الصناعات مثل الخدمات المالية،الاتصالات،الاعلام و التكنولوجيا،النقل و الصناعات ،علوم الحياة وقطاع العقارات بالإضافة الى الطاقة و الموارد.

¹ <http://www.temasek.com.sg/abouttemasek/corporateprofile> , consulté le 01/05/2017.

² لايدر تماسك المدخرات (بديرها مجلس صندوق الادخار المركزي) أو الفوائض الحكومية أو الاحتياطات الأجنبية الرسمية للدولة(تديرها السلطات النقدية السنغافورية).

بلغ عائد¹ إجمالي المساهمين 15% منذ انشائها سنة 1947، تهدف شركة تماسك الى تعظيم العائد على الاستثمار كمساهم طويل الاجل في المؤسسات الناجحة ، تماسك مثل أي شركة تجارية أخرى تدفع الضرائب الى السلطات وتوزع الارباح على المساهمين و المتمثل في وزارة المالية لحكومة سنغافورة ، وفيما يلي الشكل التالي يمثل القيمة المالية لشركة تماسك القابضة منذ سنة 1974 الى غاية 2016.

الشكل رقم (3-1): القيمة المالية لمحفظة شركة تماسك القابضة للفترة 1974-2016.



Source : http://www.temasek.com.sg/portfolio/portfolio_highlights, consulté le 01/05/2017.

1-2-1 حوكمة تماسك القابضة و الهيكل التنظيمي :

سنتطرق في هذا الجزء الى حوكمة تماسك القابضة و هيكلها التنظيمي

1-2-1-1 حوكمة تماسك القابضة :

تماسك² شركة استثمارية تجارية تخضع لقانون الشركة السنغافوري ، تملك وتدير أصولها وتتخذ القرارات الاستثمارية بحرية ومرونة بتوجيه من مجلس الادارة بما في ذلك الاستثمار وتصفية استثماراتها و قرارات الاعمال ، كما تعتمد على مبادئ الانضباط التجاري وبموجب دستور سنغافورة و قوانينها لا يمكن لرئيس الدولة أو وزير المالية أو المساهمين يمكنهم التدخل في عملية الاستثمار أو تصفية الاستثمارات أو قرارات الأعمال الا فيما يتعلق بحماية احتياطات تماسك .

¹ أصول تماسك هي عبارة عن أسهم .

² <http://www.temasek.com.sg/abouttemasek/corporategovernance> , consulté le 01/05/2017.

حيث¹ أنه وفق دستور سنغافورة أي معاملة تتعلق بالسحب من احتياطات² السابقة تيماسك تخضع لموافقة الرئيس كما يخضع تعيين أو انهاء أعضاء مجلس الادارة لموافقة رئيس الدولة .

1-2-2 الهيكل التنظيمي لتماسك القابضة :

تماسك لديها مجلس الادارة الخاص بها و فريق الادارة مهني خاص بها ،مجلس³ الادارة يتكون من 14 عضو ،يوفر توجيهات عامة و التوجيهات السياسية للإدارة ويعمل على أساس تجاري مع مسؤولية دستورية اضافية مع الرئيس التنفيذي للشركة ويتم عقد اجتماعات ربع سنوية مدتها يومان ،يتخذ المجلس القرارات التي تتعلق بما يلي :

-الأهداف الاستراتيجية الشاملة على المدى الطويل .

-الميزانية السنوية والحسابات السنوية المدققة .

-المقترحات الرئيسية المتعلقة بالاستثمار و التصفية .

-مقترحات التمويل الرئيسية و التغيير في المجلس أو تعيين الرئيس التنفيذي

وقد تم تشكيل لجان مجلس الإدارة التالية، التي يرأس كل منها عضو غير تنفيذي مستقل عن الإدارة، وهي

كالتالي:

اللجنة التنفيذية: المجلس التنفيذي فوضت له سلطة الموافقة على قرارات جديدة بشأن الاستثمار والتصفية حتى عتبة محددة، ثم يعاد النظر في التعاملات من قبل مجلس الادارة ، وتعمم محاضر اجتماعات المجلس التنفيذي على المجلس.

لجنة التدقيق: تدعم مجلس الإدارة في مسؤولياته الاشرافية من خلال مراجعة نظام الرقابة الداخلية والعمليات المستخدمة في إعداد التقارير المالية ومراجعة الحسابات ومراقبة الامتثال للقوانين واللوائح ، كما تقوم اللجنة بمراجعة نطاق ونتائج المراجعة الخارجية، واستقلالية المدققين الخارجيين ،وتدعم لجنة التدقيق من قبل وحدة التدقيق الداخلي لضمان استقلاليتها.

¹ <http://www.temasek.com.sg/abouttemasek/faqs#>, consulté le 01/05/2017.

² الاحتياطات السابقة تشمل في الاحتياطات المتراكمة قبل بدء فترة الحكومة الحالية ،بينما الاحتياطات الحالية هي الاحتياطات الناجمة عن أرباح الشركة المتراكمة بعد انتخاب الحكومة الحالية ،تعد الانتخابات البرلمانية العامة في سنغافورة بداية فترة ولاية حكومية جديدة .

³ <http://www.temasekreview.com.sg/institution/board-of-directors.html>, consulté le 02/05/2017.

اللجنة القيادية للتطوير و التعويضات :مسؤوليته تشمل في تقديم توصيات الى مجلس الادارة ،بما في ذلك تعيين المدير التنفيذي فضلا عن المبادئ التوجيهية و السياسات المتعلقة بقياس الأداء و خطط التعويض ،

فريق الادارة :يقوم بتنفيذ الاستراتيجية و التوجيهات التي يضعها مجلس الادارة .

1-3-3- اطار الاستثمار وتخصيص الأصول في شركة تماسك القابضة :

بالنسبة للسياسة الاستثمارية و تخصيص الأصول في المحفظة المرجعية نستعرضها كما يلي :

1-3-3-1- اطار الاستثمار :

الاستراتيجية الاستثمارية لشركة تماسك تستند على¹ النقاط الأربعة التالية :

1-الاستثمار في القطاعات المرتبطة بالتحول الاقتصادي للبلاد مثل الخدمات المالية و البنية التحتية في و الخدمات اللوجستية في اقتصادات مثل الصين.

2-الاستفادة من تزايد طلبات الاستهلاكية للسكان من خلال الاستثمار في قطاعات الاتصال و الاعلام والتكنولوجيا و العقارات.

3- الاستثمار في الاقتصادات و المؤسسات التي تملك الملكية الفكرية و غيرها من الميزات التنافسية .

4-بالإضافة الى الاستثمار في المؤسسات الرائدة اقليميا أو عالميا .

1-3-3-2- المحفظة المالية :

تتركز معظم استثمارات المحفظة المالية لشركة تماسك جغرافيا في الأسواق الآسيوية(أسيا بالإضافة الى السوق المحلية -سنغافورة) بأكثر من 60% من مجموع الأصول المالية الموظفة ،وفيما يلي الجدول التالي يمثل التوزيع الجغرافي لاستثمارات المحفظة المالية لشركة تماسك السنغافورية .

¹ <http://www.temasek.com.sg/portfolio/investmentthemes> , consulté le 07/06/2017.

الجدول رقم (3-11): يمثل التوزيع الجغرافي لاستثمارات المحفظة المالية لشركة تماسك السنغافورية (نسبة مئوية % لكل منطقة جغرافية)

المنطقة/السنوات	2014	2015	2016
آسيا (معددا سنغافورة)	41%	42%	40%
سنغافورة	31%	28%	29%
شمال أمريكا	8%	9%	10%
أستراليا و نيوزيلندا	10%	9%	9%
أوروبا	6%	8%	8%
أفريقيا ،وسط آسيا ومنطقة الشرق الأوسط	2%	2%	2%
أمريكا اللاتينية	2%	2%	2%

Source : http://www.temasek.com.sg/portfolio/portfolio_highlights/geography, consulté le 07/06/2017.

بالنسبة للقطاعات التي تستثمر فيها هذه الشركة ،أهم استثماراتها تتركز في قطاع الاتصالات ،الاعلام و التكنولوجيا ،قطاع الخدمات المالية وفيما يلي جدول يمثل توزيع استثمارات الشركة كما يلي :

الجدول رقم (3-12): التوزيع القطاعي لاستثمارات تماسك للسنوات 2014 و2015 و2016.

القطاعات /السنوات	2014	2015	2016
الاتصال ،الاعلام والتكنولوجيا	23%	24%	25%
الخدمات المالية	30%	28%	23%
النقل و الصناعات	20%	17%	18%
الاستهلاك و قطاع العقارات	12%	15%	17%
علوم الحياة و الزراعة	2%	3%	4%
الطاقة و الموارد	6%	5%	3%
قطاعات أخرى	7%	8%	10%

source: http://www.temasek.com.sg/portfolio/portfolio_highlights/sector, consulté le 07/06/2017.

أهم العملات التي تشكل المحفظة المالية لشركة تماسك السنغافورية تتكون من الدولار السنغافوري ،الدولار الأمريكي ، دولار هونغ كونغ ،و الروبية الهندية ، كما أن لديها المرونة لأخذ حصص كبيرة في الاستثمارات عند توقع عوائد مالية مرتفعة حيث تشكل الحصص العشرة الأولى (حجم حصة الشركة في المؤسسة التي تستثمر فيها) التي تملكها الشركة 46% من مجموع صافي المحفظة المالية .

1-3-3- إدارة مخاطر الاستثمار في شركة تماسك القابضة السنغافورية .

إدارة مخاطر¹ الاستثمار في شركة تماسك السنغافورية تشمل إدارة المخاطر الاستراتيجية، المخاطر التشغيلية والمخاطر المتعلقة بالأداء، حيث يتم تتبع إدارة المخاطر بشكل استباقي، تتخذ قرارات إدارة المخاطر اليومية على مستوى إدارة المخاطر، في² حين أن قرارات المخاطر الرئيسية يتم اتخاذها على مستوى مجلس الإدارة مثل قرارات الاستثمار الرئيسية وتصفية الاستثمارات، شركة تماسك كمستثمر مالك ليس لها قيود أو أهداف بخصوص تركيز الاستثمار في بلد أو قطاع أو نوع من فئات الأصول، حيث تقوم هذه الأخيرة بتحمل المخاطر عند القيام بعملية الاستثمار أو تصفية الأصول، وفيما يلي أصناف المخاطر التي يغطيها إطار إدارة المخاطر في الشركة .

1-المخاطر الاستراتيجية: تتضمن المخاطر السياسية، مخاطر السمعة، التمويل و السيولة، خطر المحفظة المالية

2-المخاطر التشغيلية: وتشمل مخاطر القانونية و التنظيمية، الأنظمة و العمليات، المخاطر المتقابلة وتعطل الأعمال .

3-مخاطر الأداء: تتعلق بمخاطر الاقتصاد الكلي، المخاطر الجغرافية، مخاطر الاسواق، الصناعة و الضرائب .

لدى³ شركة تماسك ميثاق الأخلاقيات و التوجيه حيث يعتمد النزاهة كمبدأ أساسي كما يقوم بتوجيه مدراء مجلس الإدارة و الموظفين في المعاملات و السلوكيات اليومية، يتضمن هذا الدليل التوجيهي إدارة سرية المعلومات، الإبلاغ عن المخالفات و الرشوة .

2-شركة الاستثمار الحكومية السنغافورية: GIC

في هذا الجزء سنقوم بعرض ثاني أهم صندوق ثروة سيادي في دولة سنغافورة .

1-2- ماهية شركة الاستثمار الحكومية السنغافورية :

شركة⁴ الاستثمار الحكومية مستثمر منضبط على المدى الطويل لها تواجد عالمي من خلال 10 مكاتب حول العالم، تم تأسيسها سنة 1981 للحفاظ على احتياطات سنغافورة الخارجية وتعزيزها في المستقبل، الشركة⁵ تملكها الحكومة السنغافورية و الممثلة في وزارة المالية، هذه الأخيرة لا تتدخل في قرارات الشركة الاستثمارية

¹ Temasek review, generational investing, 2016, p38.

² <http://www.temasek.com.sg/abouttemasek/corporategovernance/riskframework>, consulté le 11/07/2017.

³ Temasek review, op cit, p39.

⁴ <http://www.gic.com.sg/about-gic/overview>, consulté le 12/06/2017.

⁵ <http://www.gic.com.sg/faq>, consulté le 12/06/2017.

ويتحمل مجلس الادارة المسؤولية عن الأداء العام للمحفظة المالية، حيث أن علاقة الشركة بالحكومة هي¹ علاقة مدير الصندوق بالعميل، يتم تحويل الى الصندوق الفوائض المالية الحكومية و العائدات من الأوراق المالية من أجل ادارتها على المدى الطويل .

2-2- الحوكمة و الهيكل التنظيمي لشركة الاستثمار الحكومية السنغافورية:

الحكومة و التي هي العميل، تمنح لشركة الاستثمار الحكومية تفويض الاستثمار والذي يتضمن شروط التعيين و التوظيف، أهداف الاستثمار، معايير المخاطر و أفق الاستثمار و المبادئ التوجيهية لإدارة المحفظة ويقدم المراجع العام للحسابات، الذي يعينه رئيس سنغافورة، تقريراً سنوياً إلى الرئيس والبرلمان عن مراجعته للحسابات الحكومية والهيئات الأخرى التي تدير الأموال العامة، كما تقوم الإدارة بإبلاغ وزارة المالية عن مخاطر وأداء المحفظة المالية .

2-2-1- الهيكل التنظيمي لشركة الاستثمار الحكومية السنغافورية :

يتكون الهيكل التنظيمي لشركة الاستثمار الحكومية السنغافورية من :

مجلس الادارة للشركة: يتحمل المسؤولية النهائية عن توزيع الأصول و أداء المحفظة الاجمالي، ويقوم بتنفيذ استراتيجيات الاستثمار و يناقش أداء المحفظة الاجمالية بانتظام مع مجلس شركة الاستثمار الحكومية، يرأسها وزير المالية، بالإضافة الى 14 مدير كأعضاء في المجلس .

المجلس الدولي الاستشاري: يقدم الاستشارة لمجلس الادارة و لجان مجلس الادارة ورؤية عالمية و اقليمية بشأن التطورات الجيوسياسية و الاقتصادية و السوقية، وتقدم الاستشارة بخصوص المسائل المرتبة بالاستثمار خصوصا اتجاهات الاستثمار العالمية و فئات الأصول الناشئة و فرص النمو الجديدة .

لجان مجلس الادارة: يتم دعم مجلس ادارة الشركة من خلال لجان مجلس الادارة التي تشرف على المجالات التالية و التي تضم تخصيص الأصول الاستراتيجية، سير عملية الاستثمار، المخاطر، التدقيق و مراجعة الحسابات، الموارد البشرية و التطوير التنظيمي، بالإضافة الى احضار مستشارين خارجيين للعمل في لجان مجلس الادارة، للاستفادة من وجهات نظرهم و أفكارهم، وهي تتكون من اللجان التالية :

¹ شركة الاستثمار الحكومية السنغافورية تعمل وتستثمر و تقيس أدائها بنفس الطريقة التي تتبعها أي شركة عالمية لإدارة الصناديق .

أ- لجنة استراتيجيات الاستثمار: تشرف على أداء و مخاطر الشركة، وتقدم التوصيات المناسبة لمجلس الادارة بشأن سياسة الاستثمار، كما تقوم بمراجعة و تقييم أداء المحافظ المدارة من قبل مجموعة الشركة، اللجنة لا تقرر بخصوص صفقات محددة أو كيفية تنفيذ السياسات .

ب- مجلس الاستثمار: يساعد مجلس الاستثمار الادارة على عملية الاشراف على عملية الاستثمار في الشركة .

ت- لجنة ادارة المخاطر: تقدم النصائح للمجلس بخصوص المخاطر وتركز على سياسات وادارة المخاطر في شركة الاستثمار .

ث- لجنة التدقيق: تقوم لجنة التدقيق بمراجعة و تقييم مدى كفاية وفعالية نظام الرقابة الداخلية، بما في ذلك الضوابط المالية والتشغيلية والامثال، وسياسات وإجراءات إدارة المخاطر، كما تشرف على تقييم فعالية و وظيفة التدقيق الداخلي، كما تقوم اللجنة بمراجعة مدى نزاهة عملية إعداد التقارير المالية وغيرها من الإفصاحات ذات الصلة بالشركة، والانتهاكات الأخلاقية، وأثر التغيرات البيئية التنظيمية والقانونية، ومسائل الغش والحسائر المالية.

ج- لجنة الموارد البشرية و التنظيم: تتولى عملية تقييم و اعتماد سياسات التعويض الخاصة بمجموعة الادارة العليا، وتخطيط التعاقب الوظيفي لتعيينات كبار موظفي الدولة، بالإضافة الى الاشراف على التطور التنظيمي .

2-3-1-3-2 اطار الاستثمار و تخصيص الأصول :

في هذا الجزء سوف نتطرق الى السياسة الاستثمارية لهذا الصندوق و توزيع الأصول في المحفظة المرجعية .

2-3-1-3-2 اطار الاستثمار :

تستثمر¹ شركة الاستثمار الحكومية السنغافورية الاحتياطات التي عهدت اليها من خلال اتخاذ المخاطر المقبولة لتحقيق أفضل العوائد الممكنة على المدى الطويلة (المخاطر المقبولة /العوائد المستدامة)، تسعى الشركة للاستفادة من كل فرصة استثمارية متاحة لتعزيز العائدات الاجمالية للمحفظة دون تحمل الكثير من المخاطر، وذلك من خلال الاستثمار في ثلاثة مجموعات استثمارية أساسية وهي الأسواق العامة، الأسهم الخاصة، والعقارات .

أ- الاستثمار في الأسواق العامة: تستثمر الشركة في أسواق التداول العام، بما في ذلك الأسهم و الدخل الثابت، تتم ادارة الاستثمار في الأسهم من خلال استراتيجيات استثمارية ايجابية و سلبية، بالنسبة للاستثمار في سندات

¹ <http://www.gic.com.sg/our-business/investment-framework>, consulté le 13/07/2017.

الدخل الثابت يتم استخدام عدة استراتيجيات لإضافة قيمة للمحفظة من خلال تحليل منحى العائد، الائتمان، مدة الفائدة، وإدارة العملة .

ب- الاستثمار في الأسهم الخاصة: يتم الاستثمار من خلال الصناديق أو بشكل مباشر في الشركات، حيث تم الاستثمار في أكثر من 1000 شركة في العالم في قطاعات متعددة، حيث تعد الشركة من أكبر المستثمرين في صناديق الأسهم الخاصة .

ج- العقارات: تستثمر الشركة في العقارات الرئيسية في جميع أنحاء العالم، تدير محفظة تقدر بمليارات الدولارات من الاستثمارات العقارية المباشرة و الغير المباشرة بأكثر من 350 استثمار في 40 بلد .

وتحقق الشركة أداء قوي بفضل نقاط القوة التي يتمتع بها الفريق الاستثماري الذي لديه رؤية استثمارية طويلة الأمد، تواجد عالمي و القدرة على الاستثمار في مختلف الفرص والأصول .

2-3-2- المحفظة المالية لشركة الاستثمار الحكومية السنغافورية :

أطار¹ الاستثمار لشركة الاستثمار الحكومية يتكون² من ثلاثة عناصر رئيسية، حيث يتم الاستثمار من خلال التمييز بين ثلاثة عوامل دافعة للأداء الاستثماري للشركة وهي أداء السوق العالمية ممثلة في المحفظة المرجعية، استراتيجية توزيع الأصول تمثلها محفظة السياسات، والاستراتيجيات القائمة على المهارات من خلال المحفظة النشطة أي أن المحفظة المالية للشركة تتكون من ثلاثة محافظ المحفظة المرجعية، محفظة السياسات و المحفظة النشطة، استراتيجية الاستثمار للشركة لا³ تقوم بتتبع المحفظة الرجعية وإنما بناء عوائد حقيقية على المدى الطويل .

أ- المحفظة المرجعية: تتكون من 65% من الأسهم العالمية و 35% من السندات العالمية، ويمكن اعتبارها كبديل سلمي ، Passive Alternative لشركة الاستثمار، وهي تصنف المخاطر التي تعدها الحكومة للشركة من خلال استراتيجياتها الاستثمارية على المدى الطويل بالإضافة الى العوائد المتوقعة على المدى الطويل ، المحفظة الرجعية

¹ اطار الاستثمار لشركة الاستثمار الحكومية السنغافورية مر بثلاثة مراحل أساسية: لأول عقدين من الزمن تم استثمار الأصول بشكل محافظ من أجل تحقيق سيولة مالية، ابتداءاً من سنة 2000 تم التعرض لمزيد من المخاطر وقلت الحاجة الى تحقيق سيولة مالية من خلال الاستثمار وتنوع من خلال الاستثمار في الأسواق الناشئة و الأسواق الخاصة، ابتداءاً من 01 أبريل أصبح 2013 اطار الاستثمار للشركة يتكون من ثلاثة عناصر أساسية كما تم توضيحه أعلاه وهو اطار الاستثمار الجديد المعتمد .

² GIC, report on the management of the government's portfolio, 2013-2014, p11.

³ Idem.

ب- محفظة السياسات: وهي تمثل المحرك الرئيسي للعوائد على المدى الطويل تهدف لتحقيق عوائد أعلى من خلال الأخذ بعين الاعتبار المخاطر النظامية، وهي تتكون من الأصول الستة الأساسية التالية:

أسواق الأسهم المتقدمة 20%-30%.

أسواق الأسهم الناشئة 15%-20%.

السندات الاسمية و النقد 25%-30%.

السندات المرتبطة بالتضخم 4%-6%.

الأسهم الخاصة 11%-15%.

العقارات 9%-13%.

ج- المحفظة النشطة: تضم الاستراتيجيات القائمة على المهارات لإضافة قيمة لمحفظة السياسات، وذلك¹ من خلال الوصول الى فرص استثمارية التي لا يمكن استغلالها بسهولة من خلال أجهزة استثمارية سلبية كما تتطلب استراتيجية استثمارية قوية و كفاءة عالية لدى مدراء الاستثمار، هذه الاستراتيجية محددة من خلال ميزانية المخاطر التي تضعها الشركة و تمويل من خلال بيع الأصول في محفظة السياسات و التي يجب أن تحقق عوائد أعلى للتعويض عن تكلفة رأس المال و المستويات العالية للمخاطر التي تنطوي عليها.

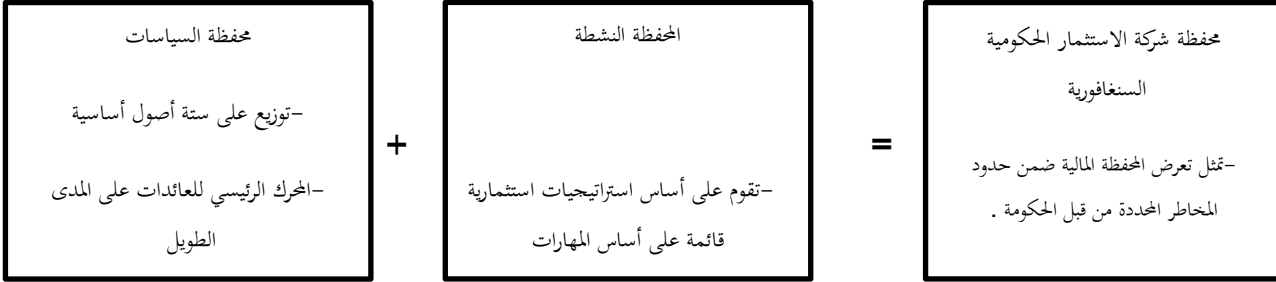
وفيما يلي مخطط يوضح تركيبة المحفظة المالية لشركة الاستثمار الحكومية السنغافورية:

¹Idem.

المخطط رقم(3-5): تركيبة المحفظة المالية لشركة الاستثمار الحكومية السنغافورية GIC

المحفظة المرجعية

محفظة سلبية: تتكون من 65% من الاسهم العالمية و35% من السندات العالمية



source: GIC ,report on the management of the government's portfolio,2013-2014,p12.

2-4-ادارة المخاطر في شركة الاستثمار الحكومية السنغافورية :

للتخفيف¹ من حدة المخاطر تتبع الشركة مقارنة متعددة الجوانب لإدارة المخاطر وهي كالتالي :

-ادارة مخاطر الحوكمة :

يقوم مجلس إدارة شركة الاستثمار الحكومية بالرقابة النهائية على المخاطر كما أنه مسؤول عن تحديد مبادئ المخاطر، وكذلك المخاطر التي يتم أخذها لتحقيق أهداف الاستثمار، إن مجلس إدارة للشركة مدعوم من قبل لجنة المخاطر التابعة لمجلس الإدارة والتي تقدم هذه الأخيرة الاستشارة لمجلس الإدارة حول مسائل المخاطر وتوفر إشرافا واسعا على فعالية سياسات وممارسات إدارة المخاطر، وتقوم بمراجعة قضايا المخاطر الهامة الناشئة عن عمليات واستثمارات الشركة.

-إدارة مخاطر استثمارات المحفظة: للتأكد من أن المخاطر المتخذة تتماشى مع التفويض الممنوح لها وتناسب مع العوائد المتوقعة، يتم² انشاء محفظة السياسات و المحفظة النشطة مع الحكومة السنغافورية ، يتم وضع السياسات و المبادئ التوجيهية و الاجراءات لضمان الاتساق و الانسجام داخل شركة الاستثمار مع تقليل احتمال حدوث خسائر غير متوقعة للأصول المالية المدارة ، تترجم هذه السياسات و المبادئ التوجيهية التفويض الاستثماري للشركة ومبادئ ادارة المخاطر الى التوقعات و المعايير التي تحدد الأنشطة الاستثمارية للشركة ، تتم ادارة

¹ What is GIC doing to mitigate risk? , <http://www.gic.com.sg/faq>, consulté le 17/06/2017.

² GIC,op.cit ,2013-2014,p.25

مخاطر الاستثمار من خلال مراقبة¹ قيود التشغيل وميزانية² المخاطر النشطة، يقوم قسم إدارة مخاطر السوق برصد منتظم للاستراتيجيات الفعالة لضمان الالتزام بأطر الاستثمار والتوافق مع افتراضات التمويل. كما تقوم الشركة أيضا بإجراء حوارات منتظمة مع فرق استراتيجية نشطة لمناقشة القضايا المتعلقة بالمخاطر والأداء.

إدارة مخاطر الامتثال القانونية والتنظيمية: لضمان حماية مصالح الشركة و العملاء عملائنا وضمان الامتثال للقوانين واللوائح المعمول بها، و هي³ تتعلق بعدم اليقين في تفسير وتطبيق القوانين واللوائح، وإنفاذ الحقوق أو إدارة التقاضي المحتمل، أو الإخلال بالعقود أو القوانين أو اللوائح، لذلك تقوم إدارة الشؤون القانونية والامتثال بتدريب جميع الموظفين بانتظام حتى يتم تحديثهم بشأن المتطلبات القانونية والمتطلبات التنظيمية والتنظيمية، ويزيد هذا التدريب من الوعي بالمخاطر التشغيلية ويعزز ثقافة الامتثال القوية والأخلاقية للشركة .

إدارة مخاطر الائتمان للطرف المقابل: من أجل تقليل الأثر على الشركة في حال تعثر أي طرف مقابل عن السداد، حيث تبني الشركة توجهها قويا لإدارة مخاطر الائتمان لدى الطرف المقابل، ويتم تداولها فقط مع الأطراف المقابلة السليمة ماليا و ذات سمعة، تضمن التدابير الأخرى للتخفيف من مخاطر الائتمان استخدام اتفاقيات المقاصة والبرامج التي تتطلب من الأطراف المقابلة التعهد بالضمانات.

إدارة مخاطر السمعة: تشمل أخذ رؤية واسعة عن استثمارات الشركة المتعلقة بالمخاطر البيئية والاجتماعية ومخاطر الحوكمة، إن إدارة مخاطر السمعة هي جزء من الإطار العام لإدارة المخاطر في شركة الاستثمار الحكومية السنغافورية .

إدارة مخاطر الأفراد: يطلب من الموظفين مراعاة قواعد السلوك الخاصة بشركة الاستثمار (GIC) والحفاظ على السلوك النموذجي والامتثال للقوانين واللوائح المعمول بها، بما في ذلك الحظر المفروض على التداول من الداخل وغيره من سلوكيات السوق غير المشروعة، كما يجب على الموظفين التعامل مع المعلومات السرية وغير العامة بعناية .

إدارة مخاطر العملية والبنى التحتية: بحيث يتم تنفيذ قرارات الاستثمار بشكل صحيح من خلال الزام جميع موظفي الاستثمار والعمليات بتحديد، تقييم، إدارة والإبلاغ عن المخاطر في مجالات مسؤوليتهم، والامتثال لسياسات المخاطر المحددة، والمبادئ التوجيهية، الحدود والإجراءات.

¹ قيود التشغيل، تتم الموافقة عليها من قبل مجلس الشركة وهي مخصصات الأوزان المستهدفة لمحفظة السياسات لتقليل انحراف توزيع الأصول عن المحفظة المرجعية .

² محفظة المخاطر النشطة يضعها مجلس ادارة الشركة لإدارة المخاطر الناشئة عن انحراف المحفظة النشطة عن محفظة السياسات.

³ GIC ,op.cit,2015-2016,p.25

المطلب الثاني: عرض تجربة صناديق الثروة السيادية الصينية

تملك الصين خمسة صناديق ثروة سيادية¹ وهي كالتالي شركة الاستثمار الصينية CIC (813.8 بليون دولار أمريكي -درجة الشفافية 10/08)، محفظة الاستثمار لهيئة النقد لهونغ كونغ (456.6 بليون دولار أمريكي -درجة الشفافية 10/08)، شركة الاستثمار SAFE (441 بليون دولار أمريكي -درجة الشفافية 10/04)، صندوق الضمان الاجتماعي الوطني (295 بليون دولار أمريكي -درجة الشفافية 10/05)، صندوق التطوير الأفريقي - الصيني (05 بليون دولار أمريكي -درجة الشفافية 10/05) من خلال هذا المطلب، سنستعرض تجربة شركة الاستثمار الصينية CIC ثالث أكبر صندوق ثروة سيادي في العالم باعتبارها مسؤولة عن إدارة جزء من احتياطات النقد الأجنبية الصينية .

1- خصائص ومميزات اقتصاد دولة الصين

منذ² أواخر السبعينيات انتقلت الصين من نظام اقتصادي مغلق ومخطط مركزيا إلى نظام أكثر توجهها نحو السوق و الاقتصاد الصيني يلعب دورا رئيسي في العالم، وقد نفذت الصين إصلاحات بطريقة تدريجية، مما أسفر عن مكاسب في الكفاءة أسهمت في زيادة الناتج المحلي الإجمالي بأكثر من عشرة أضعاف منذ عام 1978 الإصلاحات سمحت بالملكية الخاصة للأراضي ، ووسعت لتشمل التحرير التدريجي للأسعار، واللامركزية المالية وزيادة الاستقلال الذاتي للمؤسسات الحكومية ونمو القطاع الخاص، وتطوير أسواق الأسهم، نظام مصرفي حديث بالإضافة الى الانفتاح على³ التجارة الخارجية والاستثمار، تحرير⁴ الاقتصاد الصيني و انضمامه الى منظمة التجارة العالمية OMC سنة 2001 أصبحت أكبر مصدر صاف لرؤوس الأموال، حيث⁵ بلغ متوسط احتياطات النقد الأجنبي في الصين 919593.76 مليون دولار أمريكي من 1980 حتى 2017.

وتواصل الصين انتهاج سياسة صناعية كما تدعم الدولة القطاعات الرئيسية، وتبنى نظام استثماري مقيد في عام 2016 تم تصنيف الصين كأكبر اقتصاد في العالم، متجاوزة الولايات المتحدة في عام 2014 لأول مرة في التاريخ الحديث، كما أصبحت أكبر مصدر في العالم في عام 2010، وأكبر دولة تجارية في عام 2013، يعد نصيب الفرد الصيني من الدخل أقل من المتوسط العالمي.، وفيما يلي جدول يمثل بعض البيانات و المؤشرات الاقتصادية لدولة الصين .

¹ sovereign wealth fund rankings, <http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/>, consulté le 02/08/2017

² China economy overview , <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/geos/ch.html>, consulté le 04/07/2017.

³ بالنسبة لمؤشر الحرية الاقتصادية تحتل الصين المرتبة 111 عالميا ب57.4 حسب مؤشر الحرية الاقتصادية لسنة 2017.

⁴ Caroline Bertin Delacour , op.cit,p206.

⁵ <https://tradingeconomics.com/china/foreign-exchange-reserves>, consulté le 02/08/2017.

جدول رقم(3-13) : بعض البيانات و المؤشرات الاقتصادية لدولة الصين للفترة (2011-2016).

2016	2015	2014	2013	2012	2011	السنوات
1,381.45	1,374.62	1,367.82	1,360.72	1,354.04	1,347.35	عدد السكان (مليون)
11,383.03	10,982.83	10,430.71	9,518.58	8,471.36	7,442.03	الناتج المحلي الاجمالي (بليون دولار أمريكي)
115.968	115.507	115.673	114.245	111.568	108.051	مؤشر الناتج المحلي الاجمالي (مؤشر المخفض الضمني)
8,239.89	7,989.72	7,625.79	6,995.25	6,256.36	5,523.46	الناتج المحلي الاجمالي للفرد (دولار أمريكي)
1.8	1.441	1.988	2.624	2.646	5.4	التضخم % (تغير متوسط الأسعار الاستهلاكية)
2.314	1.999	5.357	10.647	6.59	17.732	نسبة %تغير حجم واردات السلع و الخدمات
0.2	-0.686	3.689	9.702	5.793	11.734	نسبة %تغير حجم واردات السلع
1.239	-2.095	4.798	8.76	5.882	14.593	نسبة %تغير صادرات السلع و الخدمات
1	-2.232	4.244	9.583	6.79	10.54	نسبة %تغير حجم صادرات السلع
4.05	4.05	4.09	4.05	4.09	4.09	معدل البطالة
296.383	293.2	219.678	148.204	215.392	136.097	ميزان الحساب الجاري (بليون دولار أمريكي)
2.604	2.67	2.106	1.557	2.543	1.829	ميزان الحساب الجاري (% من الناتج المحلي الاجمالي)

Source: International Monetary Fund, **World Economic Outlook Database**, April 2016.

في سنة 2005 تحولت الصين الى نظام سعر الصرف¹ المرتبط بسلة العملات ، و ابتداء من 1 أكتوبر 2016 تم اضافة اليوان الصيني الى سلة العملات التي تتكون منها حقوق السحب الخاصة (SDR)، وقد عرف النمو الاقتصادي في الصين منذ سنة 2011 تباطأ، حيث تواجه الحكومة الصينية تحديات اقتصادية عديدة من بينها خفض معدل الادخار المحلي المرتفع وانخفاض الاستهلاك المحلي للأسر المعيشية، أعباء ديون الشركات المرتفعة للحفاظ على الاستقرار المالي و تيسير فرص العمل الأعلى أجرا للطبقة المتوسطة الطموحة مثل خريجي الجامعات مع الحفاظ على القدرة التنافسية، الحد من الاستثمار المضاربي في القطاع العقاري، الحد من الطاقة الصناعية المفرطة ، رفع معدلات نمو الإنتاجية من خلال زيادة كفاءة تخصيص رأس المال، بالإضافة الى تزايد ارتفاع شيخوخة السكان بسبب تبني (سياسة الطفل الواحد) ومشاكل التدهور البيئي وتناقص الأراضي الصالحة للزراعة .

الخطة الخماسية² الثانية عشرة للصين (2011-2015) ،والخطة الخماسية الثالثة عشرة المعتمدة حديثا (2016-2020) تسعى لمعالجة هذه القضايا(السالفة الذكر)، وهي تسلط الضوء على تطوير الخدمات والتدابير الرامية إلى معالجة الاختلالات البيئية والاجتماعية، ووضع أهداف للحد من التلوث، وزيادة كفاءة استخدام الطاقة، وتحسين فرص الحصول على التعليم والرعاية الصحية، وتوسيع نطاق الحماية الاجتماعية، هدف النمو السنوي في الخطة الخماسية الثانية عشرة هو 7% أما هدف النمو في الخطة الخمسية الثالثة عشر هو 6.5%، مما يعكس إعادة التوازن للاقتصاد والتركيز على نوعية النمو مع الحفاظ على هدف تحقيق "مجتمع مزدهر باعتدال" بحلول عام 2020 مضاعفة الناتج المحلي الإجمالي للفترة (2010-2020).

2- ماهية شركة الاستثمار الصينية :

تأسست³ شركة الاستثمار الصينية (CIC) في 29 سبتمبر 2007 برأسمال يقدر ب 200 بليون دولار أمريكي كشركة مملوكة للحكومة و تخضع لقانون الشركات الصيني ،تم تأسيسها بهدف تنويع احتياطات النقد الأجنبية في الصين وتعظيم العوائد ضمن مجال مخاطر مقبول ،في نهاية 2015 تجاوز مجموع أصول الشركة 810 بليون دولار أمريكي، يعد⁴ ثالث أكبر صندوق ثروة سيادي في العالم (درجة شفافية الصندوق حسب مؤشر لينبرغ -مادول 10/08 درجة)، الشركة⁵ تضم ثلاثة فروع تابعة لها وهي شركة الاستثمار الصينية الدولية (CIC)

¹ قبل سنة 2005 حافظت الصين على ارتباط عملتها ارتباطا وثيقا بالدولار الأمريكي لعدة سنوات ،في جويلية 2005 تحولت الى نظام سعر الصرف المرتبط بسلة العملات ،لكن سعر الصرف ظل مرتبطا تقريبا بالدولار ابتداء من الازمة العالمية 2008 الى غاية 2010 وابتداء من جوان سنة 2010 سمحت بكين استئناف التحرير التدريجي للعملة.

² <http://www.worldbank.org/en/country/china/overview> , consulté le 04/07/2017.

³ China annual Investment corporation ,annuel report,2015,p07.

⁴ sovereign wealth fund rankings, <http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/>,consulté le 02/08/2017.

⁵ Cic overview , <http://www.china-inv.cn/wps/portal>,consulté le 05/07/2017.

central) هيوجين المركزية (cic capital)، شركة الاستثمار الصينية المالية (international co., ltd) :huijin

-شركة الاستثمار الصينية الدولية :تأسست في سبتمبر 2011 وقد فوض لها استثمار و ادارة الأصول في الخارج تستثمر في الأسهم العامة ،السندات وصناديق التحوط ،الاستثمار في العقارات ،صناديق الأسهم الخاصة والاستثمارات المشتركة واستثمارات الأقلية كمستثمر مالي .

-شركة الاستثمار الصينية :تأسست في جانفي 2015 وقد تم منحها تفويض بإجراء استثمارات مباشرة لتحسين ادارة المحفظة الشاملة لشركة الاستثمار الصينية ،وتعزيز الاستثمار في الأصول الطويلة الأجل .

-هيوجين المركزية للاستثمار :تستثمر في أسهم المؤسسات المالية الرئيسية المملوكة للدولة في الصين و بدون التدخل في العمليات اليومية للمؤسسات التي تستثمر فيها ،وتمارس هيوجين المركزية حقوقها كمساهم وتؤدي التزاماتها المالية بقدر مساهمتها الرأسمالية ،من أجل الحفاظ على قيمة الأصول المالية المملوكة للدولة وتعزيزها ،كما تم تأسيس شركة الاستثمار الصينية الدولية هونغ كونغ المحدودة في نوفمبر 2010.

3-3-حوكمة و الهيكل التنظيمي لشركة الاستثمار الصينية :

في هذا الجزء سوف نتطرق الى حوكمة و الهيكل التنظيمي لشركة الاستثمار الصينية كالتالي :

3-1-حوكمة شركة الاستثمار الصينية :

حسب قانون الشركات الصيني ،أنشئت الشركة مجلس المدراء ومجلس المشرفين ، كما قامت بإنشاء لجنة تنفيذية لتنفيذ قرارات مجلس الادارة ،شركة الاستثمار الصينية قامت بتحسين الهيكل التنظيمي و الوظيفي بالإضافة الى تحسين قواعد ومعايير العمل في الشركة ،كما أنشئت الشركة ليات لصناعة القرار العلمي والترخيص ،بالإضافة الى أنها وضعت نظام شامل لإدارة المخاطر كما طورت منصة استثمار متنوعة ومتطورة ،نموذج الحوكمة في الشركة قائم على تبني نظرة التنمية العلمية وتحسين ادائها و كفاءتها التشغيلية .

3-2-الهيكل التنظيمي لشركة الاستثمار الصينية :

يتكون الهيكل التنظيمي لشركة الاستثمار الصينية كالتالي :

أ- **مجلس الإدارة:** يقوم بالإشراف على عمليات الشركة و تطوير أدائها العام، واتخاذ القرارات بما يتفق مع النظام الأساسي على أساس الأهداف و المبادئ التي تنص عليها مجلس الدولة، يقوم مجلس الإدارة بمراجعة واعتماد استراتيجيات تطوير الشركة، والمبادئ التوجيهية التشغيلية، وخطط الاستثمار، ويقرر أيضا المسائل المتعلقة بتنفيذ استراتيجيات الشركات، يحدد القضايا الرئيسية لتقديم تقرير إلى المساهمين، يقوم بتعيين وفصل المدراء التنفيذيين، كما يقرر أو يأذن بإنشاء هيئات الإدارة عند الضرورة .

- **اللجنة التنفيذية:** تقوم بترجمة توجيهات مجلس الإدارة الى تفاصيل استراتيجية وتشرف على عمليات شركة الاستثمار الصينية، كما لديها السلطة لاتخاذ القرارات التشغيلية المطلوبة، بما في ذلك القرارات بشأن القواعد الأساسية، التعديلات المؤسسية و آليات التشغيل وتقييم الأداء و الأجور، في سنة 2015 قامت اللجنة بافتتاح مكتب تمثيلي في نيويورك .

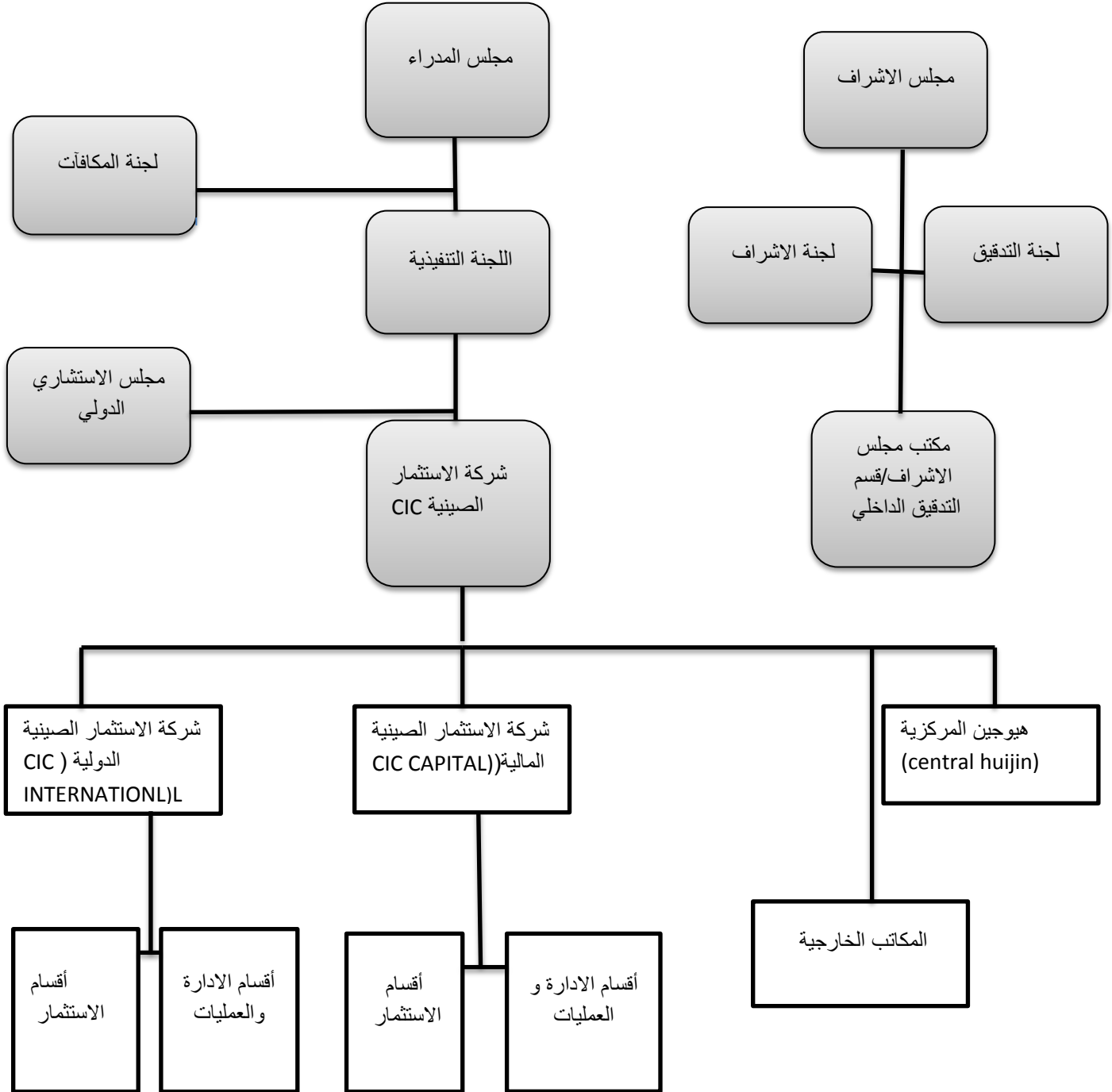
- **المجلس الاستشاري الدولي:** المجلس الاستشاري الدولي لشركة الاستثمار الصينية يضم خبراء ذو شهرة عالية، وهو يوفر منظور دولي حول استراتيجيات التنمية للشركة، الاستثمار في الخارج و قرارات هامة في سياق الاقتصاد العالمي وفرص الاستثمار و القضايا التنظيمية، في سبتمبر 2015 تم عقد الاجتماع السنوي السابع في بكين .

لجنة المكافآت: تقوم بصياغة ومراجعة سياسات التعويض لكبار المدراء التنفيذيين و الاشراف على تنفيذ السياسات، ويتم تنظيمها في اطار مجلس الإدارة .

ب- **مجلس الاشراف:** مسؤول عن مراقبة أداء المدراء و المدراء التنفيذيين عند تنفيذ واجباتهم، بالإضافة الى فعالية اجراءات الاشراف داخل الشركة، كما أنها مسؤولة عن ادارة المراجعة الداخلية للحسابات، كما يقوم مجلس الاشراف باختيار المدققين الخارجيين كما يراقب الوظائف المالية و المحاسبية للشركة، في سنة 2015، عزز مجلس الاشراف نظام أفضل لرصد مدى اللوفاء للمديرين وكبار المسؤولين التنفيذيين بواجباتهم عن طريق إجراء تحقيقات تدقيق الاستثمار والإدارة، المسؤولية الاقتصادية، والمساهمة في الحصص.

وفيما يلي المخطط التالي يمثل الهيكل التنظيمي لشركة الاستثمار الصينية:

المخطط رقم(3-7): يمثل الهيكل التنظيمي لشركة الاستثمار الصينية (CIC).



source: China annual Investment corporation ,annual report,2015,p12.

4- اطار الاستثمار و تخصيص الأصول في شركة الاستثمار الصينية :

في هذا الجزء سوف نتطرق الى السياسة الاستثمارية و تخصيص الأصول في شركة الاستثمار الصينية

4-1- اطار الاستثمار :

شركة الاستثمار الصينية تستثمر على أساس تجاري تهدف الى تعظيم الفوائد ضمن مجال مخاطر مقبول، وهي مستثمر مالي حيث لا تسعى للتحكم في الشركات التي تستثمر فيها، اتخاذ قرار الاستثمار في الشركة يتم على أساس اطار عمل لاتخاذ القرارات فعال و منظم على أساس علمي، صياغة السياسات و الاستراتيجيات الاستثمارية، أداء الشركة و تحديد المخاطر يتم وفق المبادئ التوجيهية التي يحددها مجلس الادارة واللجنة التنفيذية، لجنة الاستثمار ولجنة الادارة تقوم بدورها بتنقيح وصياغة سياسات و عمليات الاستثمار الخاصة بها كما تعقد اجتماعات خاصة بما لاستعراض مقترحات الاستثمار المقدمة من قبل ادارات الاستثمار واتخاذ قراراتها و التي يتم تنفيذها من قبل كبراء المدراء التنفيذيين و فرق أقسام الاستثمار ذات الصلة .

واتخاذ قرار الاستثمار و تنفيذه على مستوى الشركة يتم كالتالي :

-مجلس المدراء: يتم صياغة استراتيجية متوسطة وطويلة الأجل، تحديد أفق الاستثمار بالإضافة الى العوائد التي يجب تحقيقها .

-اللجنة التنفيذية: اجراء البحوث و اتخاذ القرار بشأن الأعمال التجارية الرئيسية والقضايا التشغيلية للشركة .

-لجنة الاستثمار لشركة الاستثمار الصينية الدولية (CIC INTERNATIONAL):على مستوى هذه اللجنة يتم اتخاذ القرارات الاستثمارية العامة بخصوص تخصيص الأصول، سياسات المحفظة، اعادة التوازن للمحفظة وادارة العملة، واتخاذ القرارات مشاريع استثمارية جديدة، تعديل أو الانسحاب من المشاريع الاستثمارية القائمة، تتكون لجنة الاستثمار من عدة أقسام كالتالي :

أ-ادارة تخصيص الأصول و البحوث الاستراتيجية: مسؤولة عن وضع سياسات الاستثمار، اقتراح خطط استراتيجية لتخصيص الأصول، وادارة الأهداف الاستثمارية العامة ومتابعة التطورات في الاقتصاد العالمي والسوق المالي العالمي، كما تتولى مسؤولية استثمارات الأصول السلبية .

ب-ادارة الأسهم العام: ادارة استثمارات الأسهم العامة على الصعيد العالمي .

ت-إدارة السندات الثابتة :مسؤولة عن ادارة الدخل الثابت بنشاط ،العوائد المطلقة وحافطة الأصول المتعددة .

ث-إدارة الاستثمارات الخاصة :مسؤولة عن ادارة الاستثمارات في الأسهم الخاصة من خلال الاستثمارات المباشرة أو الصناديق في صناعات أخرى .

ج-إدارة العقارات :مسؤولة عن بناء محافظ استثمار مباشرة في سوق العقارات العالمي واختيار وإدارة الصناديق العقارية و الاستثمارات المشتركة .

-لجنة الاستثمار و الادارة لشركة الاستثمار الصينية المالية(CIC CAPITAL) :يتم وضع الخطط والاستراتيجيات الاستثمارية المباشرة في الخارج بالإضافة الى اتخاذ قرار الدخول في مشاريع جديدة أو تعديلها أو الانسحاب من مشاريع قائمة .

أ-قسم الاستثمار 1:هي المسؤولة عن الاستثمارات المباشرة في البنية التحتية ،التعدين الطاقة و النفط ،إدارة الصناديق الثنائية و المتعددة الأطراف و الاستثمارات المشتركة .

ب-قسم الاستثمار 2:هي مسؤولة عن الاستثمارات المباشرة في قطاعات غير الزراعة و القطاعات الثلاثة الأولى المدارة من قبل القسم الأول ،بالإضافة الى ادارة منصات الاستثمار للصناديق (المكاتب) و الاستثمارات المشتركة

4-2 المحفظة الاستثمارية :

سنة 2015 استنادا الى الممارسات السابقة و الخبرات المكتسبة من قبل المؤسسات النظيرة ،قامت الشركة الاستثمار الصينية الدولية CIC International بإنشاء المحفظة المرجعية في نموذج تخصيص الأصول ،وقد تحول اطار تخصيص الأصول من التركيز على (التوزيع الاستراتيجي ،محفظة السياسات ،التوزيع التكتيكي ،التوزيع الفعلي)الى التركيز على (المحفظة المرجعية ،محفظة السياسات التي تمتد على ثلاثة سنوات ،محفظة السياسات السنوية ،المحفظة الفعلية) حيث يوفر هذا التحول توجيهات أفضل لبناء المحفظة ،تعمل المحفظة المرجعية كمؤشر لتحديد سمات مخاطر المحفظة وتوفر معيارا لقياس الأداء النسبي على المدى الطويل ،ومحفظة السياسات التي تمتد لثلاث سنوات هي المحفظة الفعلية المحايدة وتحدد علاقة استبدال الأصول واتجاه بناء المحفظة ،ومحفظة السياسات السنوية هي خطة التنفيذ التي تحدد النطاق الصحيح للانحراف وتحدد أهداف بناء المحفظة استنادا إلى الانحرافات التي تدفعها مشاعر السوق وعن التقدم المحرز في استثمارات البديلة للأصول.

تستثمر¹ شركة الاستثمار الصينية في مجموعة واسعة من المنتجات المالية العالمية مثل الأسهم العالمية (الاستثمار في أسهم الشركات المدرجة في البورصة)، أدوات الدخل الثابت (مثل السندات السيادية وسندات الشركات) والاستثمار في الأصول المالية البديلة (مثل صناديق التحوط) والاستثمار على المدى الطويل (من خلال الاستثمار المباشر في الصناعات، الموارد، السلع و قطاع العقارات و الانشاءات) و الاستثمار من أجل السيولة (من خلال الاستثمار في أذونات الخزينة الأمريكية والودائع لليلة واحدة)، وفيما يلي الجدول التالي يمثل توزيع المحفظة الاستثمارية للشركة في نهاية 31 ديسمبر 2015.

جدول رقم (3-14): توزيع المحفظة الاستثمارية لشركة الاستثمار الصينية، 31 ديسمبر 2016 (النسبة المئوية).

النسبة	فئات الأصول
45.87%	الأسهم العامة
15.01%	أدوات الدخل الثابت
37.24%	الاستثمارات على المدى الطويل
1.88%	نقد و أصول أخرى

source: Global Investment Portfolio Distribution, <http://www.china-inv.cn/>, consulté le 01/08/2017.

تتركز معظم استثمارات الشركة في الأسواق و الاقتصاديات المتقدمة و بنسبة أقل الأسواق و الاقتصاديات الناشئة وفيما يلي للتوزيع الجغرافي لاستثمارات الشركة الصينية ضمن فئة الأسهم العامة و أدوات الدخل الثابت :

جدول رقم (3-15): التوزيع الجغرافي لكل من الأسهم العامة و سندات الدخل الثابت لشركة الاستثمار الصينية، 31 ديسمبر 2015.

النسبة	التوزيع الجغرافي	فئة الأصول
51.37%	السوق الأمريكية للأسهم	الأسهم العامة
37.61%	الاسواق المتقدمة للأسهم-ماعداد السوق الأمريكية	
11.02%	الأسواق الناشئة	
53.96%	السندات السيادية للاقتصاديات المتقدمة	أدوات الدخل الثابت
3.55%	السندات السيادية للاقتصاديات الناشئة	
41.49%	سندات الشركات وسندات أخرى	

Source: public equity and fixed income in global portfolio (distribution by region), <http://www.china-inv.cn/>, consulté le 01/08/2017.

¹ Portfolio structure, <http://www.china-inv.cn/>, consulté le 01/08/2017.

5-إدارة مخاطر الاستثمار في شركة الاستثمار الصينية :

في عام 2016¹، قامت CIC بتكثيف إدارتها الشاملة للمخاطر وتحسين نظام إدارة المخاطر وتعزيز تحديد وتقييم مخاطر ما قبل الاستثمار ورصد مخاطر ما بعد الاستثمار والإنذار المبكر لها. وتم تنفيذ نظام عوامل الخطر كجزء من الجهود المتواصلة لدعم النموذج التحليلي و عوامل وأدوات إدارة المخاطر المختلفة. وتم تقييم الأصول القائمة من المستوى الثاني والمستوى الثالث على وجه السرعة باستخدام أساليب صارمة علميا، وتم استعراض ودراسة نماذج التقييم والممارسات السابقة لتسهيل توحيد تقييمات الأصول. وفي إطار الهيكل الجديد للإدارة وتخصيص الأصول، كما تم تغيير شكل تقرير الأداء واعتماد على نموذج متطور ذاتيا لإجراء تحليل منتظم للإسناد للحفاظ الإجمالية وفئات الأصول الرئيسية واستراتيجيات الاستثمار كما تم اقتراح توصيات لتحسين الحوادث المتعلقة بالمخاطر التشغيلية والأحداث الغير الاعتيادية ، كما تم الإشراف على تنفيذ الحلول الموصى بها ورصدها عن كثب، و فيما يلي أهم أنواع المخاطر التي تتم ادارتها من قبل شركة الاستثمار الصينية .

إدارة مخاطر السوق :

شركة² الاستثمار الصينية تستثمر وفق مبدأ أساسي يتمثل في الحصول على عوائد الاستثمار ضمن مجال مخاطر مقبول، حيث يتم الأخذ بعين الاعتبار الوزن النسبي لجميع فئات الأصول في المحفظة الكلية على أساس عوامل المحفظة و العوامل الاستراتيجية و العوامل الاقتصادية الكلية .

إدارة مخاطر الائتمان :

مخاطر الائتمان الرئيسية التي تواجهها الشركة تتمثل في مخاطر الائتمان السيادية، مخاطر الائتمان للطرف المقابل، المخاطر المرتبطة بالأصول المستثمرة، وبناء على المخاطر التي تتعرض لها المحفظة المالية للشركة ، تنشر CIC بانتظام تقارير عن مخاطر الائتمان السيادية تغطي 110 دولة ومنطقة، بالإضافة الى تقارير دورية عن تحركات السوق CIC، كما أجرت اختبارات على مخاطر الائتمان السيادية وأصدرت آراء بخصوص مخاطر الائتمان والإنذارات المبكرة لبعض المشاريع المحددة، كما تدرس الشركة استخدام التصنيفات الائتمانية الداخلية السيادية في إدارة مخاطر الاستثمار ، كما تواصل الشركة تحسين مراقبة مخاطر الائتمان لدى الأطراف الأخرى و نظام الإنذار المبكر المرتبطة بها وتعزيز الرقمنة لعملية إدارة الطرف المقابل بهدف جعله أكثر شفافية،ديناميكية، في الوقت المناسب، بالإضافة إلى ذلك، تستكشف CIC الطرق الممكنة لإدارة تحمل مخاطر الطرف المقابل .

تتعقب CIC باستمرار مخاطر الائتمان للأصول المستثمرة وتحسين الإنذار المبكر والاستجابة كما حثت إدارات الاستثمار لتعزيز إدارة ما بعد الاستثمار وتعديل المشاريع أو الانسحاب منها في الوقت المناسب.

¹ Management of multiple types of risks, <http://www.china-inv.cn/>, consulté le 01/08/2017.

² China annual Investment corporation ,annual report,2015,p39.

ادارة المخاطر التشغيلية و الرقابة الداخلية :

قامت الشركة بتحسين سياساتها وإجراءاتها وصقلت عملها وقدرات إدارة المخاطر من خلال وضع ضوابط داخلية مصممة خصيصا للإدارة المخاطر التشغيلية و لدعم تطور العمل ، كما قامت CIC بإجراء تقييمات منتظمة للمخاطر التشغيلية واستمرت في تنفيذ نظام مساءلة مدير الاستثمار ،بالإضافة الى إجراء عمليات تفتيش داخلية بشأن المتابعة الواجبة فيما يتعلق بالمشاريع الاستثمارية و العمليات، وتشديد مراقبة المعاملات وإجراءات الاستثمار.

المبحث الثالث: مقارنة بين تجارب صناديق الثروة السيادية الرائدة (المختارة)

في هذا المبحث سنقوم بالمقارنة بين تجارب صناديق الثروة السيادية محل الدراسة، بما فيها صناديق الثروة السيادية السلعية المتمثلة في صندوق المعاشات الحكومي الاجمالي النرويجي GPF و هيئة أبوظبي للاستثمار ADIA وصناديق الثروة السيادية الغير السلعية المتمثلة في شركة تماسك Temask وشركة الاستثمار الحكومية لسنغافورة GIC بالإضافة الشركة الاستثمار الصينية CIC، حيث سنركز على ثلاثة نقاط أساسية هي كالتالي معيار الحوكمة و الشفافية من خلال المطلب الأول، اطار الاستثمار وتخصيص الأصول من خلال المطلب الثاني

المطلب الأول: معيار الحوكمة و الشفافية

في هذا المطلب سنقوم بالمقارنة بين صناديق الثروة السيادية محل الدراسة فيما يخص الحوكمة و الشفافية، لكل من صندوق المعاشات الحكومي الاجمالي النرويجي GPF و هيئة أبو ظبي للاستثمار ADIA، وكل من صناديق الثروة السيادية لدولة سنغافورة GIC وtemask، والشركة الصينية للاستثمار CIC.

من أجل المقارنة بين هذه الصناديق فيما يخص مستوى الحوكمة و الشفافية سنقوم باستخدام المؤشرات التالية :
- مؤشرات¹ الحوكمة و الشفافية لصناديق الثروة السيادية المتمثلة في كل من مؤشر ترومان Truman و لينبرغ -
مادلين linaburg -maduelle.

- مؤشرات الحوكمة و الشفافية للدول المالكة لهذه الصناديق المتمثلة في كل من مؤشر (المؤشرات العالمية للحوكمة WGI ومؤشر ادراك الفساد CPI) لاستعراض وضعية وطبيعة المناخ الاقتصادي للدول من حيث الحوكمة و الشفافية ، وقد تم اختيار هذان المؤشران لأن لهما علاقة الى حد ما باستعراض وضعية القطاع العام ، كما يرجع الى افتراض² أنه هناك ارتباط مباشر بين مستوى الحوكمة و المسائلة و الشفافية في البلدان المالكة لصناديق الثروة السيادية ومستوى شفافية و حوكمة هذه الصناديق، نستعرض هذه المؤشرات كما يلي :

¹ بالنسبة لمؤشرات الحوكمة و الشفافية لصناديق الثروة السيادية (مؤشر ترومان ، مؤشر لينبرغ مادلين) لقد تم التطرق اليها من خلال المطلب الثالث للفصل الأول .

² Roland Beck , Michael Fidora, **the impact of sovereign wealth funds on global financial markets**, occasional paper, N91, July 2008, p13.

1- المؤشرات العالمية للحكومة (مؤشر كوفمان ، كراي و ماستريزي):

يتم إصدار المؤشرات¹ العالمية للحكومة منذ عام 1996 بناءً على برنامج بحثي طويل الأمد للبنك الدولي، يتم قياسها في أكثر من 200 دولة، حيث يتم اعطاء² التنقيط والترتيب المناسب لكل بلد بالاعتماد على عدة مصادر للمعلومات، يتضمن ستة مكونات أساسية هي الصوت والمساءلة، والاستقرار السياسي وغياب العنف، وفاعلية الحكومة، والجودة التنظيمية، وسيادة القانون، ومكافحة الفساد.

2- مؤشر مدركات الفساد Corruption Perception Index:

مؤشر³ مدركات الفساد هو أكثر مؤشرات قياس الفساد استخداماً وانتشاراً على مستوى العالم، تم وضعه منذ 1995 حيث يصدر هذا المؤشر في شكل تقرير عن منظمة الشفافية الدولية وهي منظمة دولية غير حكومية معنية بالفساد، يسجل مؤشر مدركات الفساد عدد النقاط التي تحرزها البلدان والأقاليم ويصنفها في مراتب حسب درجة مدى ملاحظة الفساد في الموظفين و السياسيين ، وذلك استناداً إلى مدى فساد القطاع العام في البلد . وفيما يلي الجدول التالي يمثل نتائج المقارنة بين صناديق الثروة السيادية فيما يخص الحكومة و الشفافية .

¹ Daniel Kaufmann, Aart Kraay, Massimo Mastruzzi, **The Worldwide Governance Indicators: Methodology and Analytical Issues**, paper, world bank, September, 2010, p02.

² بالنسبة للتنقيط أو النقطة تتراوح ما بين -2.5 و+2.5 كلما كان التنقيط أعلى كلما كان أفضل، بالنسبة للترتيب يتراوح ما بين 0 الى 100 كلما كان أعلى كلما كان أفضل.

³ مؤشر مدركات الفساد 2015، أسئلة يتم تكرار طرحها و المنهجية المستخدمة (النسخة العربية)، منظمة الشفافية الدولية، ص 1 و 2. تاريخ 2017/01/02.

الجدول رقم (3-16): نتائج المقارنة بين صناديق الثروة السيادية (النرويج، أبوظبي، سنغافورة، الصين) فيما يخص الحوكمة و الشفافية .

البلد	النرويج	امارة أبوظبي	سنغافورة	الصين
اسم صندوق الثروة السيادي	صندوق المعاشات الحكومي النرويجي GPFG	هيئة أبو ظبي للاستثمار ADIA	صناديق الثروة السيادية لدولة سنغافورة GIC وtemask	الشركة الصينية للاستثمار CIC
مؤشرات الحوكمة و الشفافية لكل صندوق ثروة سيادي				
مؤشر ترومان ¹ Truman	100/98	100/58	100/61 (GIC) . 100/76 (temask)	100/70
مؤشر لينبرغ - مادول Linaburg -maduelle	10/10	10/6	10/6 (GIC) . 10/10 (temask)	10/8
مؤشرات الحوكمة و الشفافية للبلد المالك لصندوق الثروة السيادي				
مؤشر WGI (الصوت ² و المساءلة voice and accountability)	1.7+	1.07-	0.1-	1.58-
مؤشر CPI ³	87	70	85	37

المصدر: من اعداد الطالبة .

من خلال الجدول رقم (3-6):

- نتائج كل مؤشر لينبرغ - مادول و ترومان تظهر تطابق تقريبا كبير فيما يخص تنقيط صناديق الثروة السيادية.

¹ Edwin M. Truman, Sarah E. Stone, **Uneven Progress on Sovereign Wealth Fund Transparency and Accountability** , Peterson Institute for International Economics, October 2016 ,p06-8.

² Daniel Kaufmann, Aart Kraay, Massimo Mastruzzi, **The Worldwide Governance Indicators: Methodology and Analytical Issues**, op cit, p04.

³ corruption perception index 2015: www.transparency.org, consulté le 19/03/2018.

-مستويات الحوكمة و الشفافية تتباين من صندوق ثروة سيادي لأخر حيث نجد أن صندوق المعاشات الحكومي الاجمالي-النرويجي يسجل مستويات عالية من الحوكمة و الشفافية ،مقارنة ببيئة أبوظبي للاستثمار حيث سجلت أقل مستوى مقارنة بالصناديق محل الدراسة، و يمكن أن نرجع سبب هذا التباين في مستويات الحوكمة و الشفافية الى طبيعة¹ الاطار القانوني و المؤسساتي التي يحكم تسيير هذه الصناديق ،ففي حالة صندوق الثروة السيادي النرويجي يعتبر كوحدة غير منفصلة عن البنك المركزي ،بينما شركة الاستثمار الصينية تخضع الى قانون الشركات الصيني .

- كلما كان وضع الدولة أو البلد حسب مؤشرات الحوكمة العالمية جيد كلما انعكس بنفس القدر على مستوى شفافية صناديق الثروة السيادية التي تملكها مثل حالة صندوق الثروة السيادي النرويجي الذي يحتل ترتيب متقدم بالنسبة لمؤشرات الحوكمة و الشفافية لصناديق الثروة السيادية(مؤشر لينبرغ مادول 10/10 ،مؤشر ترومان 10/98)وترتيب متقدم حسب المؤشرات التي تقيس الحوكمة و الشفافية للبلد(مؤشر مدركات الفساد 87من² 100،مؤشر الصوت و المسائلة 1.7+)مقارنة بصندوق الثروة السيادي الصيني CIC (مؤشر لينبرغ مادول 10/8 ،مؤشر ترومان 100/70)وترتيب نوع ما متأخر حسب المؤشرات التي تقيس الحوكمة و الشفافية للبلد(مؤشر مدركات الفساد 100/37 ،مؤشر الصوت و المسائلة 1.85-).

¹ الاطار القانوني و المؤسساتي لصناديق الثروة السيادية تم التطرق اليها في المبحث الأول في الفصل الأول .

² يصنف مؤشر مدركات الفساد البلد من 100 فكلما اقترب التنقيط من 100 معناه أن البلد حال من موضوع الفساد و كلما اقترب من 0 معناه أن البلد فاسد للغاية.

المطلب الثاني : معيار اطار الاستثمار و تخصيص الأصول

في هذا المطلب سنقوم بالمقارنة بين صناديق الثروة السيادية فيما يخص اطار الاستثمار و تخصيص الأصول ، حيث سنقوم باستعراض تركيبة المحفظة المرجعية الاستثمارية لكل صندوق ثروة سيادي بشكل مفصل . وفيما يلي الجدول التالي يمثل المحفظة المرجعية الاستثمارية لكل صندوق ثروة سيادي محل المقارنة .

جدول رقم (3-17): المحفظة المرجعية الاستثمارية لكل صندوق ثروة سيادي محل المقارنة

اسم الصندوق وسنة التأسيس	توزيع الأصول في المحفظة المرجعية الاستثمارية
صندوق الحكومي الاجمالي النرويجي (1990)	المؤشر المرجعي ابتداء من 1 يناير 2017: محفظة الأسهم: 62.5% . محفظة السندات: 37.5%
هيئة أبوظبي للاستثمار (1976)	سوق الأسهم: من 43% إلى 67% . السندات الحكومية: من 10% إلى 20% . العقارات: من 5% إلى 10% . أصول أخرى: من 13% إلى 43%
شركة الاستثمار الحكومية لسنغافورة (1981)	الأسهم: 65% . السندات: 35%
تماسك القابضة (1974)	المحفظة المرجعية تتكون من الأسهم : السوق المحلية والأسبوية: أكثر من 60% خارج الأسواق المحلية و الآسيوية: 40%
شركة الاستثمار الصينية (2007)	المحفظة الاستثمارية (31 ديسمبر 2016) الأسهم العامة: 45.87% أدوات الدخل الثابت: 15.01% نقد و أصول أخرى: 1.88% استثمارات طويلة المدى: 37.24%

المصدر: من اعداد الطالبة اعتمادا على ما سبق في البحث الأول و البحث الثاني .

من خلال الجدول رقم (3-17): نلاحظ أن تخصيص الأصول في المحفظة المرجعية و بالتالي اطار الاستثمار يختلف من صندوق ثروة سيادي الى آخر ، وهذا يرجع الى اختلاف تفضيلات الاستثمار للملكي صناديق الثروة السيادية المتمثلين في حكومات الدول ، حيث أن هذه التفضيلات الاستثمارية يمكن ارجاعها الى العوامل التالية المصدر الأساسي لتمويل الصندوق ، الهدف من انشاء صناديق الثروة السيادية و عامل الخبرة .

حيث نلاحظ أن صناديق الثروة السيادية التي تهدف إلى الادخار من أجل الأجيال القادمة مثل هيئة أبوظبي للاستثمار ADIA أو الصناديق التي تسعى تعظيم العوائد على الاحتياطات مثل صناديق الثروة السيادية لكل من دولة الصين و سنغافورة تخصص الجزء الأكبر من استثماراتها على المدى الطويل في الأصول المالية ذات العوائد العالية و المخاطرة الكبيرة، مقارنة بصندوق الثروة السيادي النرويجي GPFG الذي يهدف إلى تحقيق الاستقرار، وتوفير احتياطات وتمويل النفقات التقاعدية وبالتالي يتم الاستثمار في محفظة مالية مرجعية تمثل وزن السندات حوالي 30% من الوزن الكلي للمحفظة، حيث أن أدوات الدخل الثابت تمتاز بالسيولة العالية و المخاطرة المنخفضة باعتبار أن هذا الصندوق يهدف إلى تحقيق الاستقرار في ظل تقلبات أسعار النفط .

بالنسبة لمصادر تمويل الصندوق (نفطي، غير نفطي) يعتبر محدد رئيسي في طبيعة القطاعات الاقتصادية التي يتم استهدافها، حيث أنه بالنسبة لصناديق الثروة السيادية السلعية (النفطية) تستهدف الاستثمار في القطاعات المرتبطة بالتنوع الاقتصادي خارج قطاع المحروقات وذلك من أجل تحقيق التنوع و تجنب خطر تقلبات أسعار النفط على كل من القطاعات المرتبطة بقطاع النفط .

ومن الملاحظ أيضا أن يتم تخصيص جزء من استثمارات هذه الصناديق نحو قطاع العقارات لأن عوائد قطاع العقارات تمثل تحوط طبيعي كما تعتبر أصل حقيقي و آمن، خصوصا الاستثمار في قطاع العقارات المباشرة.

خلاصة الفصل الثالث:

من خلال استعراضنا لتجربة صناديق الثروة السيادية التي اخترناها من أجل هذه الدراسة يمكن القول أن تجربة كل صندوق ثروة سيادي تختلف عن الأخرى باختلاف ظروف و أسباب انشاءها و الخصائص و المميزات الاقتصادية لكل بلد، و الذي يظهر بشكل واضح من خلال حوكمة و الهيكل التنظيمي و اطار العام الاستثمار وتخصيص الأصول في المحافظ المرجعية لكل صندوق ثروة سيادي .

كما أنه على مستوى كل صندوق ثروة سيادي قد عرف تحولات ، تغييرات أو اعادة تنظيم سواء على مستوى الاطار العام للاستثمار (تخصيص الأصول وتكوين المحفظة المالية)، الحوكمة و الهيكل التنظيمي ، وسياسة ادارة المخاطر ، كما تعكسه كل من تجربة صندوق الثروة السيادي النرويجي GPF و شركة الاستثمار الصينية CIC، ويرجع هذا الى تراكم و تطور خبرات التسيير و الادارة عبر السنوات ، أو الظروف الاقتصادية العالمية (الأزمة المالية العالمية لسنة 2008)، وتطور مهام و أهداف بعض الصناديق.

الجزء الأول : استثمارات صناديق الثروة السيادية في الأسواق المالية الدولية

خاتمة الجزء الأول:

يمكن أن تلخص أهم النتائج المتوصل إليها في الجزء الأول المتعلق بدراسة استثمارات صناديق الثروة السيادية في الأسواق المالية الدولية كالتالي :

تتدخل صناديق الثروة السيادية في الأسواق المالية الدولية كجهة عارضة لرؤوس الأموال ،وهي تعد أداة استثمار حكومية تقوم بإدارة أموال عامة التي تنشأ من فوائض ميزان المدفوعات أو الموازنة العامة للدولة وذلك من أجل تحقيق أهداف اقتصادية معينة ،حيث يتم استثمار الأصول المالية لهذه الصناديق من خلال محافظ استثمار مرجعية .

الخطوة الأولى في عملية تسيير أو ادارة المحافظ المالية سواء بالنسبة للمستثمر الفرد أو المستثمر المؤسسي تتمثل في تحديد سياسته الاستثمارية بوضوح كخطوة أولى ،حيث أن تحديد سياسة الاستثمار الخاص بالمستثمر سواء الفرد أو المؤسسي تسمح له باختيار أسلوب الادارة الذي يسمح له بتحقيق العائد المراد تحقيقه في ظل المخاطرة الممكن تحملها .

تختلف تجارب صناديق الثروة السيادية (تجارب الصناديق الرائدة محل الدراسة) من صندوق الى آخر باختلاف ظروف و أسباب انشاءها و الخصائص و المميزات الاقتصادية لكل بلد و بالتالي تتباين سياسات الاستثمار و ادارة المحافظ المالية لهذه الصناديق .

الجزء الثاني

تجربة صندوق ضبط الإيرادات

الجزائري (الواقع و الأفاق)

الفصل VI : عرض وتقييم تجربة صندوق ضبط الإيرادات الجزائري (الواقع)

الفصل V : تقديم نموذج جديد لصندوق ضبط الإيرادات الجزائري (الأفاق)

الجزء الثاني :تجربة صندوق ضبط الإيرادات الجزائري (الواقع و الأفق)

مقدمة الجزء الثاني :

صندوق ضبط الإيرادات الجزائري يصنف على أنه صندوق ثروة سيادي ،تم انشاؤه سنة 2000 كأداة لمواجهة تقلبات أسعار النفط في ظل معطيات و ظروف اقتصادية ملائمة اتسمت بالارتفاع المتواصل لأسعار النفط و اتباع سياسة مالية ذات طابع كينزي تهدف الى تنشيط الطلب الكلي من خلال بعث مشاريع استثمارية كبرى .

في هذا الجزء من الدراسة سنقوم بتقييم تجربة صندوق ضبط الإيرادات الجزائري منذ انشاءه سنة 2000 الى غاية الفترة الحالية 2017-2018 ،وذلك بشكل مفصل فيما يتعلق بمصادر تمويله وطبيعة استخدامه في الاقتصاد الجزائري ،واعتمادا على نتائج هذا التقييم و نتائج المتوصل اليها في الجزء الأول من الدراسة و المتعلقة بتجارب صناديق الثروة السيادية الرائدة استخرجنا أهم الأسباب و الدوافع التي تقودنا الى تقديم اقتراحات بخصوص اجراء تعديلات لتغير طريقة تسيير صندوق ضبط الإيرادات الجزائري وتوظيفه بشكل فعال لصالح دعم و تطوير الاقتصاد الجزائري ،ومن أجل دراسة وتقييم تجربة صندوق ضبط الإيرادات الجزائري قمنا بوضع الفصول التالية :

-الفصل الرابع :عرض وتقييم تجربة صندوق ضبط الإيرادات الجزائري .

-الفصل الخامس :تقديم نموذج جديد لصندوق ضبط الإيرادات الجزائري .

الفصل الرابع

عرض و تقييم تجربة صندوق ضبط الايرادات

الجزائري (الواقع)

المبحث 01 : عرض تجربة صندوق ضبط الايرادات الجزائري.

المبحث 02 : تقييم مصادر تمويل صندوق ضبط الايرادات الجزائري .

المبحث 03: تقييم استخدامات صندوق ضبط الايرادات الجزائري.

تمهيد الفصل الرابع:

لقد ساهم الارتفاع المتواصل لأسعار النفط في السوق المالية الدولية منذ سنة 2000-2014 في تحسن المؤشرات الاقتصادية الكلية للجزائر، من خلال تسجيل فوائض مالية مهمة ناتجة عن ارتفاع ايرادات الجباية البترولية، الأمر الذي دفع الحكومة الى انشاء صندوق ضبط الايرادات سنة 2000، و الذي يصنف كصندوق ثروة سيادي كوسيلة لامتناع فوائض ايرادات الجباية البترولية الناتجة عن الفرق بين ايرادات الجباية البترولية المحققة فعلا و ايرادات الجباية البترولية حسب تقديرات قانون المالية، كما تم تحديد مهامه من أجل تمويل العجز على مستوى الميزانية و الخزينة العمومية ابتداء من سنة 2006، بالإضافة الى تخفيض حجم الدين العام .

ومن أجل تقييم تجربة صندوق ضبط الايرادات الجزائري استعرضنا بشكل مختصر خصائص و مميزات الاقتصاد الجزائري حيث تطرقنا الى تأثير تقلبات سعر النفط على مستوى الأسواق المالية الدولية للفترة الأخيرة 2014-2016 على الوضعية المالية العامة و الحسابات الخارجية و الاقتصاد الجزائري بشكل عام، ثم قمنا بإجراء تقييم مفصل لصندوق ضبط الايرادات الجزائري، على أساس مصادر تمويله و طبيعة استخداماته، و مدى نجاحه في تحقيق الأهداف المحددة له خصوصا في ظل الصدمة السلبية لأسعار البترول على مستوى الأسواق المالية الدولية منذ منتصف سنة 2014، و مدى فعالية هذه الأهداف و المهام المرسومة له من الناحية الاقتصادية و مساهمتها في تحقيق دفع للاقتصاد الوطني، و على هذا الأساس قمنا بتقسيم هذا الفصل الى المحاور التالية :

-عرض تجربة صندوق ضبط الايرادات الجزائري .

-تقييم مصادر تمويل صندوق ضبط الايرادات الجزائري .

-تقييم استخدامات صندوق ضبط الايرادات الجزائري .

المبحث الأول : عرض تجربة صندوق ضبط الإيرادات الجزائري.

يعتبر قطاع المحروقات القطاع الرائد و الموجه للاقتصاد الجزائري ،لذلك أنشئت الحكومة الجزائرية صندوق ضبط الإيرادات لتخفيف تعرض الاقتصاد الجزائري للصدمات و الأزمات الناجمة عن تقلبات أسعار النفط ،حيث سنتطرق في هذا المبحث الى عرض خصائص و مميزات الاقتصاد الجزائري في المطلب الأول ،مدى تأثير تقلبات أسعار النفط على واقع الاقتصاد و السياسة المالية في الجزائر حيث سنركز على الفترة الأخيرة(2014-2016) وذلك من خلال المطلب الثاني ،بالإضافة الى واقع وظروف انشاء صندوق ضبط الإيرادات من خلال المطلب الثالث .

المطلب الأول :خصائص ومميزات الاقتصاد الجزائري.

يعد النفط العمود الفقري للاقتصاد الجزائري ، حيث يمثل نحو 98% من الصادرات ، و 67% من إيرادات الجباية الضريبية كما يساهم ب35% من الناتج المحلي الاجمالي خلال الفترة (2000-2015)، تحتل الجزائر المرتبة العاشرة ضمن قائمة أكبر الدول لاحتياطيات الغاز الطبيعي في العالم، وهي سادس أكبر مصدر للغاز الطبيعي تحتل المرتبة 16 من حيث احتياطيات النفط العالمية ،وقد مكنت¹ إيرادات الصادرات النفطية الجزائر من الحفاظ على استقرار الاقتصاد الكلي وجمع احتياطيات كبيرة من النقد الأجنبي بالإضافة الى انشاء صندوق ثروة سيادي (صندوق ضبط الإيرادات) الموجه لدعم استقرار الميزانية ، بالإضافة إلى ذلك يعتبر الدين الخارجي للجزائر منخفض للغاية أقل من 2% من الناتج المحلي الإجمالي ،كما تحتل الجزائر المرتبة 171² عالميا ب46.5 نقطة حسب مستوى الحرية الاقتصادية ،وفيما ما يلي بعض البيانات و المؤشرات الخاصة بالاقتصاد الجزائري .

¹ منذ بداية سنة 2000 شهدت أسعار النفط ارتفاعا متواصلا في السوق المالية الدولية .

²Algeria economic freedom, <http://www.heritage.org/index>, consulté le 02/08/2017.

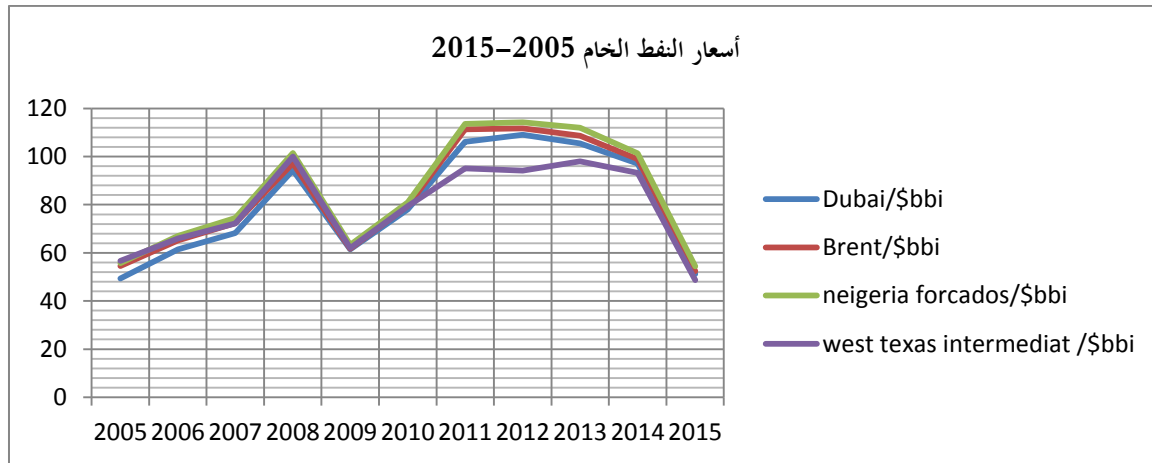
جدول رقم(4-1): بيانات ومؤشرات خاصة بالاقتصاد الجزائري للفترة 2010-2016 .

البيانات	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
الناتج الداخلي الخام (مليار دولار)	161.2	200.2	209.0	209.8	214.0	165.1	156.0
نصيب الفرد من الناتج الداخلي الخام (دولار أمريكي)	4479.4	5453.7	5574.2	5476.9	5474.3	4132.6	3823.5
نمو الناتج الداخلي الحقيقي %	3.6	2.9	3.4	2.8	3.8	3.8	3.5
متوسط سعر البترول الخام دولار أمريكي للبرميل	80.0	112.9	110.7	109.1	99.1	52.8	44.7
عدد السكان (مليون نسمة)	35	36	37	38	39	39	39
النضخم %	3.91	4.52	8.89	3.25	2.92	4.78	6.40
معدل البطالة %	10.0	10.0	11.0	9.8	10.6	11.2	10.5
رصيد الخزينة العمومية (خارج ص ض الإيرادات / الناتج الداخلي الخام	-12.5	-16.9	-20.0	-13.2	-18.5	-19.1	-14.6
الحساب الجاري لميزان المدفوعات(مليار دولار)	12.149	17.7666	12.418	1.153	-9.277	-27.476	-26.134
رصيد الميزان التجاري (مليار دولار أمريكي)	16.580	26.242	21.490	9.946	4.306	-17.034	-17.844
*الاحتياطات الاجمالية (دون الذهب)مليار دولار أمريكي	162.2	182.2	7190.	194.0	178.9	144.1	114.1
رصيد صندوق ضبط الإيرادات (مليار دج)	4842.837	5381.702	5633.751	5563.511	4408.159	2073.846	784.458
الديون الخارجية / الناتج المحلي الاجمالي %	3.4	2.2	1.8	1.6	1.7	1.8	2.5

المصدر: وزارة المالية، المديرية العامة للتوقعات و السياسات: بيانات حول مؤشرات اقتصادية عامة 2016، بيانات ميزان المدفوعات 2016، بيانات التجارة الخارجية 2016، بيانات صندوق ضبط الإيرادات 2016، بيانات السكان و الديمغرافيا 2015.

المطلب الثاني: تأثير تقلبات أسعار النفط على الاقتصاد الجزائري

لمعرفة مدى ارتباط الاقتصاد الجزائري بتقلبات سعر النفط سنسلط الضوء على انخفاض أسعار النفط المسجل خلال الفترة الحالية ومدى تأثيره على الاقتصاد العالمي بصفة عامة و الاقتصاد الجزائري بصفة خاصة، وفيما يلي الشكل التالي يمثل تطور أسعار النفط الخام خلال الفترة (2005-2015).
الشكل رقم(4-1): تطور أسعار النفط الخام خلال الفترة 2005-2015(دولار أمريكي للبرميل).



Source :elaboré par étudiant chercheur dépendent sur tableau spot crude précises , **BP Statistical Review of World Energy**, 65th edition, London ,UK, June 2016,p 14

من خلال الشكل رقم (4-1) نلاحظ أن انخفاض أسعار النفط المسجل منذ¹ منتصف جوان 2014، يعد أكبر انخفاض تشهده الأسواق المالية الدولية منذ انخفاضها المؤقت سنة 2008 بسبب الأزمة المالية العالمية بعد الطفرة التي عرفتها الأسعار منذ الألفية الثانية و التي استمرت لأكثر من عقد.

1-أسباب انهيار أسعار النفط:

هناك مجموعة من العوامل أدت الى انهيار أسعار النفط منها عوامل اقتصادية و عوامل أخرى يمكن ذكرها كما يلي :

- تراجع الطلب² مع وفرة العرض خصوصا في ظل تباطؤ الاقتصاد الأوروبي و تراجع النمو الصيني .
- تزايد انتاج النفط و الغاز الصخري خصوصا في الولايات المتحدة الأمريكية في ظل التطور التكنولوجي باستخدام التكسير الهيدرولوكي و الحفر الأفقي.
- ارتفاع المخزون العالمي من النفط.

¹ انخفضت أسعار النفط الى أكثر من النصف خلال سنة 2015 مقارنة بسنة 2014 .

² راهم فريد أ. بوركاب نيل، انهيار أسعار النفط: الاسباب و النتائج، المؤتمر الأول: السياسات الاستخدامية للموارد الطاقوية بين متطلبات التنمية القطرية وتأمين الاحتياجات الدولية، جامعة سطيف 1- كلية العلوم الاقتصادية و التجارية وعلوم التسيير، 2015، ص 03-04.

-تأخر تدخل دول منظمة الأوبك opec لاستعادة الطلب العالمي على النفط و تحقيق التوازن بين الطلب و العرض العالمي الى غاية سنة 2016 ،حيث وافقت¹ دول منظمة الأوبك وخارج منظمة الأوبك على تخفيض الانتاج ب 1.2مليون برميل يوميا ابتداء من جانفي 2017،حيث ركزت قبل هذا التدخل على المحافظة على حصتها السوقية .

-ارتفاع² الدولار بأكثر من 10% أمام العملات الأخرى ما بين جوان 2014 و جانفي 2015 من الأسباب التي أدت الى انخفاض أسعار النفط ،حيث يتم تسعير النفط بالدولار نظرا لقوة و استقرار الدولار .

-التطورات³ الجيوسياسية عادة تؤثر على أسعار النفط ،الا أن الصراع في الشرق الأوسط وشرق أوروبا لم يؤثر بشكل كبير على امدادات النفط ،كما يتوقع أن تحسن الأوضاع في العراق سيساهم في رفع انتاج منظمة الأوبك opec ب60% خلال الفترة 2015-2019،نفس الأمر بالنسبة لإيران⁴ بعد التوصل الى الاتفاق النووي و رفع العقوبات المفروضة عليها حيث يتوقع أن تؤدي الى زيادة الصادرات النفطية الإيرانية بمقدار مليون برميل يوميا.

2-تأثير انخفاض أسعار النفط على الاقتصاد العالمي :

تداعيات و آثار انخفاض أسعار النفط تختلف فيما بين الدول المستوردة للنفط باعتبارها هي الطرف الراجح حيث أن بعض البلدان مهياة⁵ للربح أكثر ،و فيما بين الدول المصدرة للنفط باعتبارها هي الطرف الخاسر حيث أن الدول التي لها فوائض مالية كبيرة لها القدرة على مواجهة انخفاض أسعار النفط بشكل أفضل مقارنة مع دول أخرى حجم احتياطاتها المالية ضعيف .

2-1-تأثير انخفاض أسعار النفط على اقتصاديات الدول المستوردة:

- اقتصاديات⁶ الدول المستوردة مثل مصر ،تونس و لبنان شهدت تحسن في معاملاتها الجارية من خلال انخفاض فواتير الواردات ،وموازين مالىتها العامة بفضل انخفاض تكاليف دعم الوقود التي تصل الى 10% من اجمالي الناتج المحلي .

¹ اتفاق منظمة الأوبك المنعقد في الجزائر الذي نص على تخفيض الانتاج بحوالي 1.2 مليون برميل في اليوم ،ليحدد سقف الانتاج ب32.5 مليون برميل في اليوم ابتداء من 01 جانفي 2017 الى غاية جوان 2017، حيث تم تمديد العمل باتفاق خفض الانتاج لمدة 09شهور اضافية ،ابتداء من جويلية 2017 الى غاية مارس 2018.

²John Baffes, M. Ayhan Kose, Franziska Ohnsorge, and Marc Stocker, **The Great Plunge In Oil Prices: Causes, Consequences, And Policy Responses**, policy research notes ,development economics world bank group ,mars 2015,p14.

³Idem.

⁴الموجز الاقتصادي الفصلي لمنطقة الشرق الأوسط و شمال أفريقيا ،انخفاض أسعار النفط ،البنك الدولي منطقة الشرق الأوسط و شمال أفريقيا ،العدد الرابع ،جانفي 2015،ص03.

⁵أ.راهم فريد أ.بوركاب نبيل ،مرجع سبق ذكره ،ص10.

⁶الموجز الاقتصادي الفصلي لمنطقة الشرق الأوسط و شمال أفريقيا ،مرجع سبق ذكره،ص11.

-قد تتأثر اقتصاديات بعض البلدان المستوردة للنفط خصوصا¹ مصر، اليمن و الأردن، بسبب تباطؤ نمو تدفقات تحويلات الخارجية من بلدان مجلس التعاون الخليجي، حيث تعد هذه الأخيرة من أكبر البلدان المرسله للتحويلات المالية على مستوى العالم

-بالنسبة² للاقتصاد الأمريكي الذي يعتبر أكبر مستورد للنفط، انخفاض الأسعار كان له تأثير ايجابي على مداخيل الأسر وبالتالي تأثير ايجابي على نمو الاقتصاد الأمريكي، أما التأثيرات السلبية تتركز في قطاع الصناعة البترولية التي تمثل إيراداتها جزء مهم من الناتج الخام الاجمالي الأمريكي و انكماش هذا القطاع قد يكون له تأثير سلبي على الناتج الداخلي الخام الحقيقي، الا أن الاقتصاد الأمريكي له قدرة على تحمل هذه الصدمة خصوصا في ظل الآثار الايجابية لانخفاض أسعار البنزين على استهلاك الأسر .

-بالنسبة لدول الاتحاد الاوروي انخفاض أسعار النفط له تأثير ايجابي باعتبار أنها مستورد صاف للنفط الخام، حيث ساعد انخفاض الأسعار على دفع³ عجلة النمو في المنطقة .

-بالنسبة⁴ للصين انخفاض الأسعار يؤدي الى انخفاض وارداتها من النفط بالدولار الأمريكي الذي سوف يؤدي بدوره الى ارتفاع فوائض الحساب الجاري، حيث أنه في سنة 2014 استوردت الصين ما مجموعه 6.2مليون برميل يوميا بتكلفة قدرها 228 بليون دولار أمريكي(متوسط سعر خام البرنت حوالي 101 دولار أمريكي للبرميل الواحد) بالنسبة لسنة 2015 يتوقع أن تستورد 6.5 مليون برميل في اليوم(متوسط سعر خام البرنت سيكون 55-60 دولار للبرميل الواحد) بتكلفة قدرها 130-142 بليون دولار أمريكي، كما أن أسعار النفط ستحفز نمو الناتج المحلي الاجمالي الصيني أي له تأثير ايجابي و الذي من شأنه أن يسهل الجهود التي تبذلها الحكومة الصينية لإصلاح النظم المالية و الضريبية للبلاد.

2-2- تأثير انخفاض أسعار النفط على اقتصاديات الدول المصدرة:

-تواجه الدول⁵ المصدرة للنفط في منطقة الشرق الأوسط و شمال أفريقيا خسائر كبيرة نتيجة الانخفاض الحاد في أسعار النفط حيث تراجع إيراداتها المالية، حيث أن العربية السعودية عرفت عجز في الميزانية يقدر ب 87 مليار دولار أمريكي سنة 2015، نفس الأمر بالنسبة لقطر و عمان .

¹الموجز الاقتصادي الفصلي لمنطقة الشرق الأوسط و شمال أفريقيا، نفس المرجع السابق، ص33و34.

² Francis Généreux, **La Baisse Des Prix Du Pétrole Nuit-Elle A L'économie Américaine?**, études économiques,desjardins,27février2015,p1-3.

³Claire Jones, **Robust growth falling prices: a eurozone contradiction explained**, financial times,3may 2016,p01.

⁴ Kang Wu, **The Impact of Low Oil Prices on China**,the national bureau of Asian research,07may2015,consulte le 17/03/2017

⁵مستجدات أفاق الاقتصاد الاقليمي (ادارة الشرق الأوسط و آسيا الوسطى)،التعايش مع انخفاض أسعار النفط في سياق تراجع الطلب، صندوق النقد الدولي،جانفي 2015،ص.09.

-انخفاض¹ عائدات صادرات البلدان المصدرة للنفط في شمال أفريقيا و الشرق الأوسط وافغانستان وباكستان بمقدار 390مليار دولار أمريكي في سنة 2015، وفيما يلي جدول يمثل قيمة صادرات النفط لبعض الدول المصدرة للفترة 2012-2015(مليار دولار أمريكي).

الجدول رقم (2-4): قيمة صادرات النفط لبعض الدول المصدرة للفترة 2012-2015(مليار دولار أمريكي).

السنة	2012	2013	2014	2015
الجزائر	48.271	44.462	40.628	21.751
العربية السعودية	337.480	321.888	284.424	157.962
قطر	65.065	62.519	65.403	28.303
الكويت	112.933	108.548	97.554	48.782
الامارات العربية المتحدة	86.016	85.640	97.165	52.369

Source : opec members 'value of petroleum exports(m\$), opec annual statistical bulletin 2016,p17.

-بالإضافة الى تدهور أرصدة المالية العامة و تحول الفوائض المالية الكبيرة لدى مجلس التعاون الخليجي و الجزائر الى عجز ، وفيما يلي جدول يمثل حسابات الميزانية الجارية لبعض الدول المصدرة للنفط للفترة 2012-2015(مليار دولار أمريكي).

جدول رقم(3-4): الحسابات الجارية لميزان المدفوعات لبعض الدول المصدرة للنفط للفترة 2012-2015(مليار دولار أمريكي).

السنة	2012	2013	2014	2015
الجزائر	12.420	0.999	-9.434	-30.074
العربية السعودية	164.764	135.442	76.915	-41.307
قطر	61.906	62.332	49.410	13.751
الكويت	79.137	69.476	53.981	14.140
الامارات العربية المتحدة	79.564	74.118	58.734	14.140

Source : current account balances in opec member (m\$), opec annual statistical bulletin 2016,p17.

-ضعف² أسواق الأسهم في العديد من البلدان مثل الكويت و المملكة العربية السعودية و الامارات العربية المتحدة، حيث عرفت هذه الاخيرة هبوطا حادا في أواخر سنة 2014، نتيجة تزايد المخاوف من مدى تأثير اقتصاداتها بانخفاض أسعار النفط، خصوصا بالنسبة للشركات و البنوك العاملة في مجال الطاقة .

¹ مستجدات أفاق الاقتصاد الاقليمي (ادارة الشرق الأوسط و آسيا الوسطى)، صندوق النقد الدولي ،أفريل 2016،ص02.

² مستجدات أفاق الاقتصاد الاقليمي (ادارة الشرق الأوسط و آسيا الوسطى)،التعايش مع انخفاض أسعار النفط في سياق تراجع الطلب ، مرجع سبق ذكره،ص12.

-انخفاض¹ أسعار النفط أدى الى اعتماد معظم دول الشرق الأوسط و شمال أفريقيا المصدرة للنفط تصحيحات مالية من أجل امتصاص صدمة انخفاض الأسعار ،حيث اعتمدت تدابير كبيرة لخفض العجز، كما قامت بالسحب من الاحتياطات المالية الوقائية في حال توافرها ، أو القيام بالاقتراض .

3-تأثير انخفاض أسعار النفط على الاقتصاد الجزائري .

² انخفاض أسعار النفط الذي سجلته الأسواق المالية الدولية منذ أواخر سنة 2014 ،أثر على الوضعية المالية العامة و الحسابات الخارجية والاقتصاد بشكل عام مما يعكس الضعف الهيكلي للاقتصاد الجزائري ،حيث تم تسجيل ما يلي :

-ارتفاع مستوى معدل البطالة بسبب استمرار نقص الوظائف وفرص العمل وتباطؤ النشاط الاقتصادي .
-بالنسبة³ للمالية العامة سجلت عجز في الميزانية ،حيث نتج الارتفاع الكبير للعجز ب10% سنة 2015مقارنة بسنة 2014،نتيجة انخفاض الإيرادات الجبائية للمحروقات وارتفاع في نفقات الميزانية .

-تحقيق⁴ عجز لأول مرة على مستوى الحساب الجاري لميزان المدفوعات منذ سنة 1998 ،قدر ب 9.3مليار دولار أمريكي و 27.05 مليار دولار أمريكي لسنة 2014 و2015على التوالي ،وهذا⁵ راجع الى قلة تنوع الصادرات خارج المحروقات والوتيرة المتزايدة للواردات من السلع و الخدمات .

-سجل رصيد الميزان التجاري أول عجز له بعد أكثر من 18 سنة متتالية ،حيث سجل سنة 2014عجز يقدر ب 17.034مليار دولار أمريكي و17.844 مليار دولار أمريكي على التوالي سنة 2014 و 2015.

-انخفاض⁶ الإيرادات الكلية للصادرات من 60.129مليار دولار أمريكي سنة 2014 الى 34.566مليار دولار أمريكي سنة 2015نتيجة تقلص إيرادات صادرات المحروقات من 58.462مليار دولار أمريكي سنة 2014الى 33.081 دولار أمريكي سنة 2015.

-انكماش حاد في احتياطات الصرف حيث انتقل من 178.93مليار دولار أمريكي سنة 2014 الى 144.33مليار دولار أمريكي سنة 2015.

4- ضبط أوضاع المالية العامة في ظل انخفاض أسعار البترول .

في ظل الضعف الهيكلي لإيرادات الصادرات الجزائرية ،التي تعتمد بشكل كبير على صادرات النفط التي تتسم أسعاره بالانخفاض الحاد الذي شهدته الأسواق المالية العالمية قامت الجزائر بالإجراءات التصحيحية التالية:

¹ مستجدات آفاق الاقتصاد الاقليمي (ادارة الشرق الأوسط و آسيا الوسطى) ،مرجع سبق ذكره،أفريل 2016،ص03.

² انخفض متوسط السعر السنوي للبرميل من 100.23 دولار للبرميل سنة 2014 الى 53.07 دولار للبرميل في سنة 2015،أي انخفاض قدره 47.1%

³ التطور النقدي و الاقتصادي للجزائر ،التقرير السنوي 2015،بنك الجزائر ،نوفمبر 2016،ص 77.

⁴ سجل الحساب الجاري في ظل ارتفاع أسعار النفط منذ سنة 2000فوائض مالية معتبرة و تراكم مستمر لاحتياطات الصرف .

⁵ التطور النقدي و الاقتصادي للجزائر ،مرجع سبق ذكره،ص 59.

⁶ التوجهات المالية و النقدية لسنة 2015والنسعة الأشهر الأولى لسنة 2016وسياسات التصدي و المرافقة في ظروف صدمة خارجية مستمرة ،تدخل محافظ بنك الجزائر

أمام المجلس الشعبي الوطني، 2017، ص04.

- ترشيد¹ الاستيراد من خلال تدابير تساهم في احتواء تزايد الواردات ،من قبل بنك الجزائر من خلال تخفيض المعيار الاحترازي الخاص بمستوى التزامات المصارف المتعلقة بالتجارة الخارجية ،نسبة الى أصولها الخاصة .
- دعم² الصادرات خارج قطاع المحروقات من خلال الغاء الحصول على ترخيص بنك الجزائر لتسوية استيراد المواد الذي تدخل في عملية تصنع المنتجات الموجهة للتصدير الى الخارج.
- بنك الجزائر يعمل على تطوير سوق الصرف بين المصارف من أجل حماية المتعامل الاقتصادي من خطر الصرف و تشجيع الاستثمار و التصدير
- اللجوء الى مرونة سعر الصرف ،أمام انخفاض الايرادات كخط دفاع أول ، حيث³ سمح بنك الجزائر للدينار أن ينخفض بنسبة 25% مقابل الدولار الأمريكي و 6.7% مقابل الأورو في عام 2015، و الذي⁴ لعب دوره الى حد كبير كمتص لصدمة انخفاض أسعار النفط، رغم أنه لا يمكن لهذه السياسة وحدها احتواء بصفة مستدامة تداعيات انخفاض انهميار الاسعار.
- اللجوء الى الاستدانة الداخلية من خلال اصدار القرض السندي الموجه لتمويل الاقتصاد ابتداء من 17 أفريل 2016 لتدوم عملية الاكتتاب ستة أشهر.
- رفعت⁵ الحكومة من خلال قانون المالية لسنة 2016 أسعار الكهرباء و الغاز ،بالإضافة الى رفع سعر الديزل و البنزين ،حيث يرى خبراء صندوق النقد الدولي أنها خطوة مهمة لإصلاح نظام الدعم الحكومي ،الذي⁶ من شأنه أن يحقق الاستدامة المالية و ضمان المساواة بين الأجيال.
- تسقيف⁷ النفقات العمومية في حدود 6800مليار دينار جزائر خلال الثلاثة سنوات القادمة ابتداء من سنة 2016 ،و اعتماد سعر المرجعي للبتروال 50دولار أمريكي للبرميل ،أي سعر اقرب الى سعر البرميل حالياً.
- من خلال قانون المالية لسنة⁸ 2017 تم رفع الضريبة على القيمة المضافة من 17% الى 19% بالنسبة للمعدل العادي، و من 7% الى 9% بالنسبة للمعدل المنخفض من أجل رفع الايرادات المالية للدولة.

¹ التوجهات المالية و النقدية لسنة 2015 و التسعة الأشهر الأولى من سنة 2016 وسياسات التصدي و المرافقة في ظروف صدمة خارجية مستمرة ،مرجع سبق ذكره،ص05.

² التوجهات المالية و النقدية لسنة 2015 و التسعة الأشهر الأولى لسنة 2016 وسياسات التصدي و المرافقة في ظروف صدمة خارجية مستمرة ،نفس المرجع السابق، ص07.

³ Andrew jewell.moez souissi ,Algeria selected issues, report No16/128,international monetary fund wachington,D.C.,may 2016,p05.

⁴ التوجهات المالية و النقدية لسنة 2015 و التسعة الأشهر الأولى من سنة 2016 وسياسات التصدي و المرافقة في ظروف صدمة خارجية مستقلة ،مرجع سبق ذكره،ص08.

⁵ Andrew jewell.moez souissi ,Algeria selected issues,op cit ,p27.

⁶ Andrew jewell.moez souissi ,Algeria selected issues, ibid ,p26.

⁷ وزير المالية السيد حاجي بابا عمي يعرض مشروع قانون المالية 2017 على لجنة المالية بالمجلس الشعبي الوطني، وكالة الأنباء الجزائرية 24
http://www.mfdgi.gov.dz/index.php/ar/medias-et-presse-2/articles-de-presse/1025-2016-10-2016/10/

⁸ المادة 26 و المادة 27 من قانون المالية سنة ،الجريدة الرسمية العدد 77 ،ديسمبر 2016، ص13.

-القيام بالسحب أو¹ الاقتطاعات من صندوق ضبط الإيرادات ، أدى الى انخفاض الأصول المالية لهذا الصندوق الذي انتقل من 4408.5مليار دج في نهاية 2014الى 2072مليار دج في نهاية 2015،أي تأكل ب53%خلال سنة واحدة، كما عرف حجم أصول صندوق ضبط الإيرادات المزيد من الانخفاض في بداية سنة2016،حتى بلغ مستواه الحد الأدنى القانوني المحدد ب740 مليار دينار اعتبار من نهاية شهر فيفري².

المطلب الثالث : صندوق ضبط الإيرادات الجزائري أداة لمواجهة تقلبات أسعار النفط.

لقد تم انشاء صندوق ضبط الإيرادات كوسيلة لاحتواء تقلبات أسعار النفط في ظل معطيات وظروف اقتصادية ملائمة للجزائر اتسمت بالارتفاع المتواصل لأسعار النفط ،واتباع سياسة مالية ذات طابع كينزي تهدف الى تنشيط الطلب الكلي من خلال بعث مشاريع استثمار عمومية كبرى .

1-ظروف و أسباب انشاء صندوق ضبط الإيرادات الجزائري :

ظروف انشاء صندوق ضبط الإيرادات تميزت بارتفاع أسعار النفط وبالتالي ارتفاع مداخيل الجباية البترولية و تحسن رصيد الميزانية العامة مقارنة بالسنوات السابقة لسنة 2000، من خلال الجدول التالي يمكن توضيح العلاقة بين تطور أسعار النفط و الإيرادات الجبائية البترولية ورصيد الميزانية العامة.

الجدول رقم (4-4):العلاقة بين تطور أسعار النفط و إيرادات الجباية البترولية في الجزائر ورصيد الميزانية العامة للفترة 1997-2002.

السنة	1997	1998	1999	2000	2001	2002
سعر البرميل (دولار أمريكي)	19.49	12.49	17.8	28.5	24.3	25.2
إيرادات الجباية البترولية (مليار دج)	525.5	425.9	588.3	1213.1	1001.4	1007.9
رصيد الميزانية العامة (مليار دج)	+81.2	-101.3	-11.2	+400	+184.5	+52.6

المصدر: الديوان الوطني للإحصائيات، اطلع عليه بتاريخ 2017/9/29.

في ظل هذه المعطيات و الظروف الاقتصادية قررت الحكومة الجزائرية انشاء صندوق ضبط الإيرادات كأداة لمواجهة تقلبات أسعار البترول وامتصاص الصدمات الخارجية الايجابية لارتفاع لأسعار من خلال تحويل الفوائض المالية الى الصندوق و الصدمات السلبية لانخفاض لأسعار من خلال تمويل عجز الخزانة و الموازنة العامة للدولة ،بالإضافة الى رواج فكرة انشاء صناديق ثروة سيادية نفطية في الدول المنتجة للنفط مثل النرويج و الكويت قطر ، حيث ابتداء من سنة 2000 عرفت موجة³ ثانية جديدة لإنشاء صناديق ثروة سيادية كصندوق ضبط الإيرادات الجزائري الذي تم تأسيسه سنة 2000 و الشركة الصينية للاستثمارات سنة 2007 كما أن روسيا قامت

¹تم اقتطاع من موارد صندوق ضبط الإيرادات لتمويل 82.6%عجز الرصيد الاجمالي للخزانة المقدر ب2621.7مليار دينار،في ظل ارتفاع النفقات العمومية .

²التوجهات المالية و النقدية لسنة2015و التسعة الأشهر الأولى من سنة 2016 وسياسات الصادي و المرافقة في ظروف صدمة خارجية مستقلة ، مرجع سبق ذكره، ص9-10.

³ Surendranath R. Jory,Mark J. Perry,Thomas A. Hemphill, **The Role of Sovereign Wealth Funds in Global Financial Intermediation**, article, Thunderbird International Business Review, Vol. 52, No. 6, November/December 2010,p591.

بإنشاء صندوقين سياديين سنة 2008، وفيما يلي جدول يمثل نسب صناديق الثروة السيادية المؤسسة خلال فترات زمنية معينة .

جدول رقم (4-5): نسبة صناديق الثروة السيادية المؤسسة على فترات زمنية مختلفة 1970-2015.

الفترة	قبل 1970	1970-1979	1980-1988	1990-1999	2000-2009	2010-2015
%نسبة الصناديق المؤسسة	7.6	6.3	7.6	11.4	45.6	21.5

source: breakdown of swf invesetement by years of esestablishment, www.swfinstitut.com consulté le 07/01/2017.

من خلال الجدول رقم (4-5) يمكن ملاحظة أن الفترة 2009-2000 تمثل أكبر نسبة تأسيس أو انشاء لصناديق ثروة سيادية في العالم بحوالي 45%.

2- ماهية صندوق ضبط الايرادات الجزائري :

في هذا الجزء سنتطرق الى القوانين المنظمة لإنشاء و تسيير صندوق ضبط الايرادات الجزائري

2-1- تعريف صندوق ضبط الايرادات الجزائري:

هو صندوق ينتمي الى الحسابات الخاصة للخزينة، و بالضبط¹ حسابات التخصيص الخاص، أهم ما يميز هذه الحسابات أنها مستقلة عن الموازنة العامة للدولة، أي أنها لا تخضع لقواعد و مبادئ اعداد و تنفيذ الموازنة العامة، كما أنه لا تخضع لرقابة السلطة التشريعية، حيث² لا يجوز فتح الحسابات الخاصة الا بموجب قانون المالية، تم انشاء صندوق ضبط الايرادات سنة 2000 ووزارة المالية هي الهيئة المكلفة بالتسيير حيث نص قانون المالية على أن وزير المالية هو الأمر بالصرف الرئيسي لهذا الصندوق .

2-1-1- مصادر تمويل الصندوق:³ تتمثل في فائض قيمة الجباية البترولية الناتجة عن الفرق بين الجباية البترولية الفعلية و الجباية البترولية المقدرة حسب قانون المالية، بالإضافة الى كل الايرادات الأخرى المتعلقة بالصندوق، بالإضافة⁴ الى تسبيقات بنك الجزائر الموجهة للتسيير للنشط للمديونية الخارجية لتكون مصدر من مصادر تمويل الصندوق.

2-2- أهداف الصندوق : تتمثل في تمويل عجز الميزانية العامة للدولة الناتج عن انخفاض ايرادات الجباية البترولية لمستوى أقل من تقديرات قانون المالية، و تخفيض حجم المديونية العمومية .

حسابات التخصيص الخاص للخزينة تعد صنف من أصناف الحسابات الخاصة للخزينة بالإضافة الى الحسابات الجارية، حسابات التسبيقات، حسابات القروض، حسابات التسوية مع الحكومات الأجنبية .¹

² ديني يحي، المالية العمومية، الطبعة الثانية 2014، دار الخلدونية، الجزائر، ص 227.

³ بوفلح نبيل، دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية الواقع و الأفاف مع الاشارة الى حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 2010، 3-2011، ص 219-220.

تم اضافة التسبيقات البنكية كمصدر لتمويل الصندوق، من خلال قانون المالية لسنة 2004 تزامنا مع شروع الحكومة الجزائرية في تنفيذ سياسة الدفع المسبق للمديونية العمومية⁴ الخارجية.

2-3-التعديلات التي أدخلت على صندوق ضبط الايرادات الجزائري :

منذ انشاء صندوق ضبط الايرادات ،أدخلت عليه عدة تعديلات في جانب تمويله و استخدامه ،حيث مست هذه التعديلات مصادر تمويل الصندوق ،و أهدافه :

-**قانون المالية التكميلي لسنة 2000:**انشاء صندوق ضبط الموارد من خلال قانون المالية التكميلي لسنة 2000.

المادة 10¹:يفتح في كتابات الخزينة حساب تخصيص خاص رقم 103-302 بعنوان²"صندوق ضبط الموارد"،يقيد في هذا الحساب :

في باب الايرادات :

-فوائض القيم الجبائية الناتجة عن مستوى أعلى لأسعار المحروقات على تلك المتوقعة ضمن³ قانون المالية.

- كل الايرادات الأخرى المتعلقة بتسيير الصندوق .

في باب النفقات :

-ضبط نفقات وتوازن الميزانية المحددة عن طريق قانون المالية السنوية .

-تخفيض الدين العمومي .

وقد صدرت⁴ عدة مراسيم و تعليمات حددت عناصره و كيفية تسييره من خلال :

-مرسوم تنفيذي رقم 67/02 الصادر بتاريخ: 06-06-2002 و الذي يحدد كيفية سير حساب التخصيص رقم 103-302.

-قرار رقم 122 الصادر بتاريخ 16-06-2002 لوزير المالية و الذي يحدد الايرادات و النفقات المحسومة من حساب التخصيص الخاص رقم 103-302.

-تعليمة رقم 15 الصادرة بتاريخ 18-06-2002 من طرف المدير العام للخزينة و الذي يحدد شروط التطبيق المحاسبي للمرسوم التنفيذي رقم 02-67 وكيفية تسيير الصندوق .

-**قانون المالية لسنة 2004:**تم⁵ إضافة تسبيقات بنك الجزائر كمصدر من مصادر تمويل الصندوق ،من خلال المادة 66 المعدلة للمادة 10 لقانون المالية التكميلي لسنة 2000،حيث تمت اضافة في باب الايرادات تسبيقات

¹المادة 10 من قانون المالية التكميلي لسنة 2000،الموافق ل24 ربيع الأول1421 -27 جويلية لسنة 2000،الجريدة الرسمية العدد37.

²يجدر بنا الاشارة هنا الى أنه من خلال قانون المالية التكميلي لسنة2000 قد ورد العنوان على الشكل"صندوق ضبط الموارد " ليتم استخدام لاحقا العنوان التالي "صندوق ضبط الايرادات " من خلال قوانين المالية التي ورد فيها تعديل على طريقة سير عمل الصندوق .

³اعتمدت الحكومة سعر مرجعي يقدر 19 دولار عند اعداد قانون المالية لسنة 2000.

⁴سعد الله داود ،مرجع سبق ذكره ،ص195-196.

⁵المادة 66 المعدلة للمادة 10،قانون المالية لسنة2004 ، الجريدة الرسمية العدد29،83ديسمبر2003الموافق ل05 ذو القعدة1424.

بنك الجزائر الموجهة للتسيير النشط للمديونية، ويرجع ذلك¹ الى تحسن الوضع المالي لبنك الجزائر نتيجة ارتفاع احتياطاته من النقد الأجنبي .

-**قانون المالية التكميلي 2006:** تم تعديل الهدف الرئيسي لصندوق ضبط الايرادات، الذي وسع² ليشمل تمويل عجز الخزينة العمومية بالإضافة الى عجز الموازنة العامة، من خلال المادة 25 المعدلة للمادة 10، حيث تمت اضافة في باب النفقات "تمويل³ عجز الخزينة العمومية دون أن يقل الرصيد عن 740 مليار دينار".

-**قانون المالية لسنة 2017:** تم الغاء الحد الأدنى الاجباري لصندوق ضبط الايرادات و المقدر ب740 مليار دينار جزائري، من خلال المادة 121 المعدلة للمادة 10، تم الغاء الحد الأدنى الاجباري الذي لا يجب أن ينخفض عنه صندوق ضبط الايرادات، حيث ورد في باب النفقات⁴ "تمويل عجز الخزينة" (فقط دون تحديد أي حد أدنى اجباري للصندوق)، يهدف هذا الاجراء الى مواجهة انخفاض الموارد المالية للدولة في ظل انخفاض أسعار البترول الذي تشهده الأسواق الدولية، و قد عرف صندوق ضبط الايرادات اقتطاعات كبيرة خلال الفترة 2014-2016 لتمويل عجز الميزانية .

¹أ. سعد الله داود ، مرجع سبق ذكره، ص197.

² بوفليح نبيل ، مرجع سبق ذكره، ص220.

³ المادة 25 المعدلة للمادة 10، قانون المالية التكميلي 2006، 20، جويلية 2006 للموافق ل24 جمادى الثانية 1427 الجريد الرسمية العدد47.

⁴ المادة 121 المعدلة للمادة 10، قانون المالية 2017، الجريدة الرسمية، العدد77، 29 ديسمبر 2016 للموافق ل29 ربيع الأول1438.

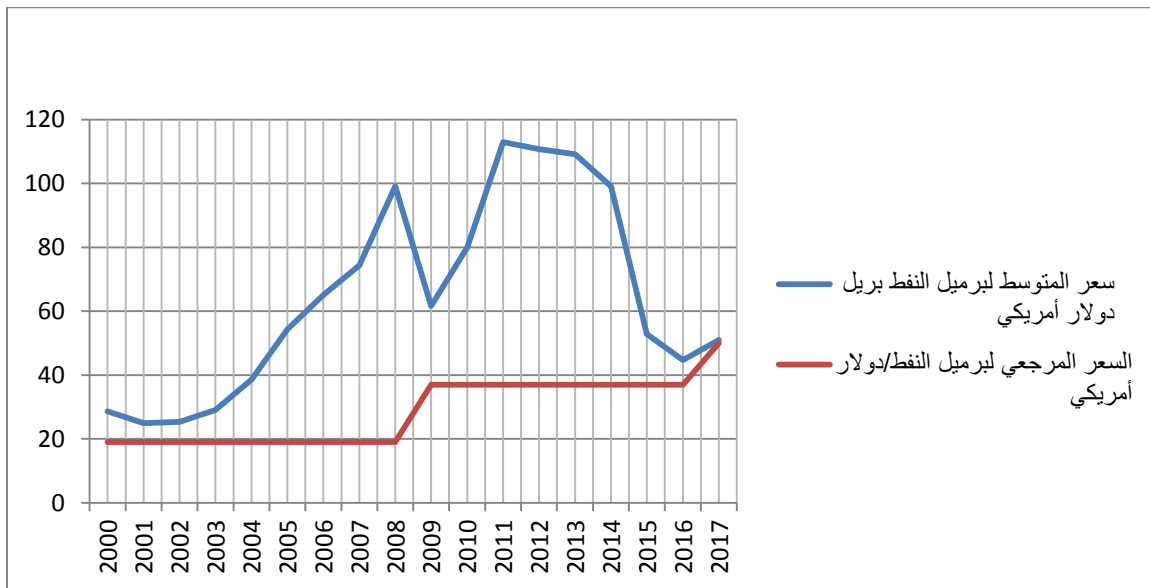
المبحث الثاني: تقييم مصادر تمويل صندوق ضبط الإيرادات

في هذا المبحث سنقوم بتقييم صندوق ضبط الإيرادات الجزائري من جانب مصدر تمويله ونحدد المتغيرات التي تأثر على تطور أصول المالية لهذا الأخير و المتمثل بشكل أساسي في إيرادات الجباية البترولية ، باستخدام كل من التحليل الاحصائي والاقتصاد القياسي ، حيث سنقوم ببناء النموذج المقدر من خلال المطلب الأول ، والتطرق الى منهجية الدراسة القياسية في الفصل الثاني ومن خلال المطلب الثالث سنعرض و نحلل نتائج الدراسة القياسية

المطلب الأول :البيانات وبناء النموذج المقدر.

صندوق ضبط الإيرادات الجزائري يمول¹ من خلال فوائض الجباية البترولية المحققة من خلال الفرق بين الجباية البترولية الفعلية لسنة مالية معينة (n) و الجباية البترولية المقدرة حسب قانون المالية لنفس السنة (n)، باعتماد² سعر مرجعي لبرميل النفط بالدولار الأمريكي (USD\$) يتم تحديده عند اعداد قانون المالية ،وفيما يلي الشكل التالي يمثل تطور متوسط سعر برميل النفط و السعر المرجعي لبرميل النفط المقدر من خلال قانون المالية للفترة (2000-2017)

الشكل رقم (4-2): يمثل متوسط سعر برميل النفط والسعر المرجعي المعتمد عند اعداد قانون المالية للفترة (2000-2017) بالدولار الأمريكي.



المصدر: من اعداد الطالبة الباحثة اعتمادا على بيانات موقع وزارة المالية ،مديرية التوقعات و السياسات:

<http://www.dgppmf.gov.dz/images/stories/PDF/retrospective/fir/Fir2016.pdf>,consulte le 01/12/2017.

¹ من خلال قانون المالية لسنة 2004 تم اضافة تسبيقات بنك الجزائر كمصدر لتمويل صندوق ضبط الإيرادات من أجل التسيير النشط للمديونية الخارجية ،لكن فعليا لم يتم تحويل أي تسبيقات للصندوق من بنك الجزائر لذلك استثنينا هذا المتغير من الدراسة .

² السعر المرجعي للبتول قدر ب19 دولار عند اعداد قانون المالية لسنة 2000،ل يتم اعتماد سعر مرجعي يقدر ب37 دولار أمريكي منذ سنة 2008 ليتقرر اعداد ميزانية سنة 2017على أساس سعر مرجعي يقدر ب50 دولار أمريكي .

من خلال الشكل رقم (4-2) نلاحظ أنه منذ انشاء صندوق ضبط الإيرادات سنة 2000 تم اعتماد سعر مرجعي لبرميل النفط يقدر ب 19 دولار أمريكي للبرميل الى غاية سنة 2008 حيث تراوحت أسعار برميل النفط خلال هذه الفترة ما بين 28.6 دولار أمريكي الى 99.1 دولار أمريكي ،ليتقرر رفعه الى 37 دولار أمريكي ابتداء من سنة 2009 و الذي تم اعتماده كسعر مرجعي من خلال قانون المالية التكميلي لسنة 2008 في ظل ظروف اقتصادية عالمية تميزت بالانخفاض المؤقت لأسعار النفط خلال الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، بالإضافة الى ارتفاع حجم¹ نفقات الميزانية حيث قدرت نفقات الميزانية لسنة 2009 ب 4246.2 مليار دج مقارنة بسنة 2000 حيث بلغت نفقات الميزانية 1178.1 مليار دج ،ليتقرر مراجعة السعر المرجعي لبرميل النفط مرة أخرى حيث تم رفعه الى 50 دولار أمريكي من خلال قانون المالية لسنة 2016 في ظل الانخفاض المتواصل لأسعار النفط الذي تشهده الأسواق المالية الدولية منذ منتصف جوان 2014 ،يمكن القول أن مراجعة السعر المرجعي لبرميل النفط تتحدد من خلال قانون المالية و تخضع لظروف اقتصادية عالمية تتمثل أساسا في تقلبات سعر النفط بالإضافة الى ارتفاع حجم نفقات الميزانية للدولة حيث يتم رفع السعر المرجعي لتغطية هذه النفقات من أجل تمويل المشاريع الاقتصادية للدولة .

أما بالنسبة لإيرادات الجباية البترولية تتأثر بأسعار النفط بشكل مباشر ،والذي يعد متغير خارجي يتحدد من خلال الطلب و العرض في السوق المالية ، وفيما يلي الجدول التالي يمثل تطور إيرادات الجباية البترولية ،متوسط سعر برميل النفط و الفوائض المحولة لصندوق ضبط الإيرادات خلال الفترة (2000-2016).

جدول رقم(4-6) :يمثل تطور إيرادات الجباية البترولية ، متوسط سعر برميل النفط والفوائض المحولة للصندوق خلال الفترة (2000-2016) .

السنوات	الجباية البترولية حسب قانون المالية (مليار دج)	الجباية المحققة فعلا(مليار دج)	فائض الجباية البترولية المحولة الى الصندوق (مليار دج)	*متوسط سعر برميل النفط الخام (دولار أمريكي للبرميل)	*نسبة تغير متوسط سعر برميل النفط %
2000	720.000	1173.237	453.237	28.6	20.1
2001	840.600	964.464	123.864	24.9	-12.9
2002	916.400	942.904	26.504	25.3	1.5
2003	836.060	1284.974	448.914	29.0	14.8
2004	862.200	1485.699	623.499	38.6	33.3
2005	899.000	2267.836	1368.836	54.3	40.6
2006	916.000	2714.000	1798.000	65.0	19.6
2007	973.000	2711.848	1738.848	74.4	14.6
2008	1715.400	4003.599	400.675	99.1	33.1
2009	1927.000	2327.675	1318.310	61.6	-37.8

¹تضاعف حجم نفقات الميزانية حوالي 03 أضعاف سنة 2009مقارنة بسنة 2000.

29.8	80.0	2300.320	2820.010	1501.700	2010
41.1	112.9	2535.309	3829.720	1529.400	2011
-1.9	110.7	2062.231	4054.349	1519.040	2012
-1.5	109.1	1810.320	3678.131	1615.900	2013
-9.1	99.1	552.192	3388.050	1577.730	2014
-46.7	52.8	552.192	2275.132	1722.940	2015
-15.4	44.7	98.550	1781.100	1682.550	2016

Source : Situation du Fonds de Régulation des Recettes <http://www.dgppmf.gov.dz/images/stories/PDF/retrospective/fir/Frr2016.pdf>, consulte le 05/08/2017.* Prix moyen du baril du Pétrole brut,

http://www.dgppmf.gov.dz/images/stories/PDF/retrospective/principaux_indicateurs/principaux_indicateurs.pdf/ consulte le 05/08/2017.

من خلال الجدول رقم(4-6) يمكن تمييز مرحلتين أساسيتان، المرحلة الأولى تتمثل في ظروف ملائمة اتسمت¹ بالارتفاع المتواصل لأسعار النفط ابتداء من سنة 2000 الى غاية منتصف سنة 2014، المرحلة الثانية تتمثل في انهيار أسعار البترول الذي تشهده الأسواق المالية العالمية منذ منتصف جوان 2014 الى غاية سنة 2016 .

1-تقييم تطور موارد صندوق ضبط الايرادات في ظل ارتفاع المتواصل لأسعار النفط .

خلال هذه المرحلة من 2000 الى غاية منتصف سنة 2014 نميز الفترات التالية، التي تمثل أهم التغيرات والتطورات التي تتعلق بموارد تمويل الصندوق .

1-1-الفترة الأولى 2000-2005:

من خلال الجدول نلاحظ أن أسعار النفط خلال هذه الفترة تراوحت ما بين 28.6 دولار أمريكي لبرميل النفط سنة 2000 الى 54.3 دولار أمريكي سنة 2005، حيث تم تسجيل فوائض مالية هامة في قيمة الجباية البترولية قدرت بحوالي 3044 مليار دج جزائري تم تحويلها الى الصندوق خلال فترة الدراسة (2000-2005).

حسب قانون² المالية لسنة 2004 تم اضافة مورد جديد لصندوق ضبط الايرادات يتمثل في تسبيقات بنك الجزائر الموجهة للتسيير³ النشاط للمديونية الخارجية .

¹ خلال هذه الفترة الممتدة من 2000 الى 2013 انتقل سعر برميل النفط الخام من 28.5 دولار أمريكي الى 109.1 دولار أمريكي للبرميل .

² قانون المالية لسنة 2004: تم اضافة تسبيقات بنك الجزائر كمصدر من مصادر تمويل الصندوق، من خلال المادة 66 المعدلة للمادة 10 لقانون المالية التكميلي لسنة

2000، حيث تمت اضافة في باب الايرادات تسبيقات بنك الجزائر الموجهة للتسيير للنشاط للمديونية .

³ التسيير النشاط للمديونية أي تسديد الديون قبل حلول أجل استحقاقها .

1-2- الفترة الثانية 2006-2013:

من خلال الجدول رقم (4-6) نلاحظ أنه تم تحويل فوائض مالية معتبرة من إيرادات الجباية البترولية تقدر بأكثر من 14000 مليار دج للفترة 2011-2013 في ظل ظروف مشجعة تتمثل في ارتفاع إيرادات الجباية البترولية الناتجة عن ارتفاع أسعار النفط بأكثر من 60 دولار أمريكي في الأسواق المالية الدولية، حيث قدر متوسط سعر برميل النفط خلال هذه الفترة بأكثر من 89 دولار أمريكي.

2- تقييم تطور موارد صندوق ضبط الإيرادات في ظل انخفاض أسعار النفط

خلال هذه المرحلة تم تسجيل انخفاض سعر النفط في الأسواق المالية العالمية منذ منتصف جوان بحوالي 55% منذ سبتمبر 2014، واستمرت في انهيارها الى غاية بداية سنة 2017 حيث عرفت أسعار البترول تحسنا طفيف في الأسبوع الثالث من هذه السنة في 17 جانفي استقر¹ (ICE BRENT) برنت عند 55.47 دولار للبرميل.

1- الفترة 2014-2016:

انخفاض أسعار النفط المسجل منذ منتصف جوان 2014 أدى الى انخفاض إيرادات الجباية البترولية و بالتالي الفوائض المحولة الى الصندوق من 1810 مليار دج سنة 2014 الى 98 مليار دج سنة 2016، حيث تم تسجيل متوسط سعر برميل نفط يقدر ب 48 دولار أمريكي خلال هذه الفترة، و بالتالي انخفاض قائم صندوق منذ سنة 2014 من 4408.5 مليار دج الى 784.5 مليار دج سنة 2016، أي انخفاض قدره 82.20%.

من خلال ما سبق يمكن أن نحدد المتغيرات التي تؤثر على موارد صندوق ضبط الإيرادات كما يلي :

-متوسط سعر برميل النفط : متغير خارجي يحدد من خلال العرض و الطلب في الأسواق المالية، يقاس بالدولار الأمريكي .

-السعر المرجعي لبرميل النفط : يتحدد من خلال قانون المالية من قبل الحكومة، يقاس بالدولار الأمريكي .

-موارد صندوق ضبط الإيرادات : تتمثل في فوائض الجباية البترولية المحولة للصندوق وتقاس بمليار دولار أمريكي .

بعد التعرف على العلاقة بين المتغيرات يكون الشكل العام للنموذج المقترح كما يلي :

$$pluvalu = \beta_0 + \beta_1 p_{petrol} + \beta_2 p_{prefer} + \varepsilon_t$$

1 OPEC, "Monthly Oil Market, Report", Vienna, Austria ,18,January 2017,p07.

المطلب الثاني: منهجية الدراسة القياسية

من خلال هذا المطلب سنتطرق الى المنهجية المستخدمة في الدراسة القياسية لتقدير معادلة الانحدار المتعدد و التنبؤ للنموذج المقدر و متغيرات الدراسة التي تم تحديدها في المطلب الأول .

1- اختبار استقرارية السلاسل الزمنية :

عند البدء في دراسة تقلبات أي ظاهرة اقتصادية لا بد من التأكد أولاً من وجود اتجاه في السلسلة الزمنية ،وحسب طبيعة نمو السلسلة يمكننا أن نميز بين سلاسل زمنية مستقرة stationary times series، وسلاسل زمنية غير مستقرة non stationary series ذات اتجاه¹.

نقول عن سلسلة زمنية أنها مستقرة اذا كان توقعها و تبايناتها المشتركة ثابتة عبر الزمن أي :

$$E(Y_t) = E(Y_{t+k}) = \mu \quad \text{-تذبذب حول متوسط حسابي ثابت عبر الزمن :}$$

$$\text{-ثبات التباين عبر الزمن :}$$

$$\text{var}(Y_t) = E[Y_t - E(Y_t)]^2 = \text{var}(Y_{t+k}) = \text{var}E[Y_t - E(Y_{t+k})]^2 = \gamma(0) = \sigma^2 < \infty, \forall t$$

- أن يكون التباين المشترك بين أي قيمتين لنفس المتغير معتمدا على الفجوة الزمنية بين القيمتين ،وليس على القيمة الفعلية للزمن الذي يحسب عند التغيرات ،أي على الفرق بين الفترتين الزميتين .

$$\text{cov}(Y_t, Y_{t+k}) = E[(Y_t - \mu), (Y_{t+k} - \mu)] = \text{cov}(Y_{t+k}, Y_{t+k+s}) = \gamma(k)$$

و لاختبار استقرارية السلاسل الزمنية نلجأ الى اختبارات الجذر الوحدوي units root tests .

هم الاختبارات المستخدمة لدينا اختبار ديكي - فولر Dickey - fuller (DF) test، اختبار فيليب بيرون phillips and perron test، اختبار ديكي فولر المطور Augmented dickey - fuller test .

1-2- أهم اختبارات الجذر الوحدوي units root tests :

ان اختبارات الجذر الوحدوي لا تعمل فقط على كشف مركبة الاتجاه العام ،بل انها تساعد على تحديد الطريقة المناسبة لجعل السلسلة المستقرة ،و من أجل فهم هذه الاختبارات لابد من التفريق بين نوعين من النماذج الغير المستقرة :

¹ د شبيخي محمد ، طرق الاقتصاد القياسي (محاضرات و تطبيقات)، الطبعة الأولى ، دار الحامد للنشر ، عمان ،الأردن ، 2011، ص200-201.

النموذج trend stationary TS: هذه النماذج غير مستقرة، وتبرز عدم استقرارية تحديدية deterministic، وتأخذ الشكل $Y_t = f(t) + \varepsilon_t$ ، حيث أن $f(t)$ دالة كثير الحدود للزمن (خطية أو غير خطية)، و ε_t تشويش أبيض.

النموذج Differency stasionary DS: هذه النماذج أيضا غير مستقرة وتبرز عدم استقرارية عشوائية stochastic، و

تأخذ

$$Y_t = Y_{t-1} + \beta + \varepsilon_t$$

الشكل

1-2-1- اختبار ديكي فولر (dickey- fuller):

تعمل اختبارات ديكي- فولر (dickey- fuller, 1979) على البحث في الاستقرار أو عدمها لسلسلة زمنية أو عشوائية، يتم اجراء اختبار ديكي و فولر باستخدام عدد من صيغ الانحدار تتمثل في :

$$\Delta Y_t = \lambda Y_{t-1} + \varepsilon_t \dots \dots \dots 1$$

$$\Delta Y_t = \lambda Y_{t-1} + c + \varepsilon_t \dots \dots \dots 2$$

$$\Delta Y_t = \lambda Y_{t-1} + c + b_t + \varepsilon_t \dots \dots 3$$

وفي كل صيغ من الصيغ الثلاثة تكون الفرضيات من الشكل :

$$\begin{cases} H_0: \lambda = 0 (\phi = 1) \\ H_1: \lambda \neq 0 (\phi \neq 1) \end{cases}$$

حيث أنه اذا تحققت الفرضية $H_0: \lambda = 0$ في أحد النماذج الثلاثة تكون السلسلة غير مستقرة، لاتخاذ القرار فيما يخص استقرارية السلسلة تتم مقارنة المحسوبة مع الجدولية، اذا كان :

τ_c المحسوبة $< \tau_t$ الجدولة : نرفض فرضية العدم $H_0: \lambda = 0 (\phi = 1)$ ونقبل الفرضية البديلة $H_1: \lambda \neq 0 (\phi \neq 1)$ وبالتالي تكون السلسلة مستقرة.

τ_c المحسوبة $> \tau_t$ الجدولة : نقبل فرضية العدم $H_0: \lambda = 0 (\phi = 1)$ ونرفض الفرضية البديلة $H_1: \lambda \neq 0 (\phi \neq 1)$ وبالتالي تكون السلسلة غير مستقرة.

1-2-2- اختبار ديكي فولر الصاعد (Augmented dickey- fuller (ADF-test):

في حالة وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء طور ديكي و فولر اختبارة يسمى باختبار ديكي و فولر المطور Augmented dickey fuller test سنة 1981، حيث أن هذا الاختبار على التقدير بواسطة المربعات الصغرى ويركز على الفرضية $H_1: |\phi| < 1$:

$$\nabla Y_t = \lambda Y_{t-1} - \sum_{j=2}^p \phi \nabla Y_{t-j+1} + \varepsilon_t \dots \dots \dots 4$$

$$\nabla Y_t = \lambda Y_{t-1} - \sum_{j=2}^p \phi \nabla Y_{t-j+1} + c + \varepsilon_t \dots \dots \dots 5$$

$$\nabla Y_t = \lambda Y_{t-1} - \sum_{j=2}^p \phi \nabla Y_{t-j+1} + c + b_t + \varepsilon_t \dots \dots 6$$

ان اختبار ADF يجمل نفس¹ خصائص اختبار DF، بحيث يستخدم الفروقات ذات الفجوة الزمنية ∇Y_{t-j+1} يتم ادراج عدد من الفروقات ذات الفجوة الزمنية حتى تختفي مشكلة الارتباط الذاتي، وتحدد قيمة p بحسب معيار Akaike أو معيار schwarz.

1-2-3- اختبار فيليبس و بيرون (1988) phillips –perron test:

يعتبر هذا الاختبار الغير المعلمي فعالا ، حيث يأخذ بعين الاعتبار التباين الشرطي للأخطاء ،فهو يسمح بإلغاء التحيزات الناتجة عن المميزات الخاصة للتذبذبات العشوائية ،حيث اعتمد فيليب و بيرون نفس التوزيعات المحدودة لاختبار DF و ADF، ويجرى هذا الاختبار في أربعة مراحل :

1- تقدير ols النماذج الثلاثة القاعدية لاختبار ديكي و فولر ، مع حساب الاحصائيات المرافقة .

2- تقدير التباين القصير المدى : $\hat{\sigma}^2 = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T \varepsilon_t^2$ ، حيث ε_t^2 تمثل البواقي .

3- تقدير المعامل المصحح s_1^2 ، المسمى التباين الطويل المدى ، و المستخرج من خلال التباينات المشتركة لبواقي النماذج السابقة ، حيث أن :

$$s_1^2 = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T \hat{\varepsilon}_t^2 + 2 \sum_{t=1}^l (1 - \frac{i}{l+1}) \frac{1}{T} \sum_{t=i+1}^T \hat{\varepsilon}_t \hat{\varepsilon}_{t-i}$$

من أجل تقدير هذا التباين يجب من الضروري إيجاد التباطؤات $-l$ west newey ، المقدر بدلالة عدد

المشاهدات الكلية T ، على النحو التالي : $l \approx 4(\frac{T}{100})^{2/9}$

4- حساب احصائية فيليب و بيرون $t_\phi^* = \sqrt{k} * \frac{(\hat{\phi}-1)}{\hat{\sigma}_\phi} + \frac{T(\hat{\phi}-1)\hat{\sigma}_\phi}{\sqrt{k}}$

¹د شيخي محمد ، مرجع سبق ذكره،ص210.

²د شيخي محمد ، نفس المرجع السابق،ص212.

مع $k = \frac{\hat{\sigma}^2}{s_1^2}$ ، و الذي يساوي 1- في الحالة التقريبية (asymptotic) عندما تكون $\hat{\varepsilon}_t$ تشويشا أبيض و هذه الاحصائية تقارن مع القيمة الحرجة لجدول Mackinnon.

2-تقدير معادلة الانحدار المتعدد و التأكد من صحة النموذج المقدر

2-1-النموذج الخطي المتعدد:

يستند النموذج الخطي المتعدد على افتراض وجود علاقة خطية بين متغير تابع i وعدد من المتغيرات المستقلة X_1, X_2, \dots, X_k وحد عشوائي ε_t :

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 X_{i1} + \beta_2 X_{i2} + \dots + \beta_k X_{ik} + \varepsilon_i, i = 1, \dots, n$$

يمكن كتابة هذا النظام على الشكل المصفوفي التالي: $Y = X\beta + \varepsilon$

$$Y = \begin{pmatrix} Y_1 \\ Y_2 \\ \vdots \\ Y_k \end{pmatrix}, X = \begin{pmatrix} 1 & X_{11} & X_{12} & \dots & X_{1k} \\ 1 & X_{21} & X_{22} & \dots & X_{2k} \\ \vdots & \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ 1 & X_{n1} & X_{n2} & \dots & X_{nk} \end{pmatrix}, \beta = \begin{pmatrix} \beta_0 \\ \beta_1 \\ \vdots \\ \beta_k \end{pmatrix}, \varepsilon = \begin{pmatrix} \varepsilon_1 \\ \varepsilon_2 \\ \vdots \\ \varepsilon_k \end{pmatrix}$$

بناء نموذج الانحدار الخطي يجب أن يكون مستوفيا لعدد من الفرضيات التي يمكن اجمالها كما يلي :

الفرضية الأولى: المتغيرات المفسرة المهملة في النموذج لها أثر متوسط معدوم $E(\varepsilon) = 0$

الفرضية الثانية :

$$\begin{cases} var(\varepsilon_i) = \sigma^2, \forall i = 1..n \\ cov(\varepsilon_i, \varepsilon_j) = 0, \forall i \neq j \end{cases}$$

حيث أن $var(\varepsilon_i) = \sigma^2, \forall i = 1..n$ هي فرضية تجانس التباين Homoscedasticity لمختلف

الحدود العشوائية، وهذا كفيلا بابعاد الحالة التي تكون فيها الأخطاء تتبع قيم المتغيرات المفسرة

$cov(\varepsilon_i, \varepsilon_j) = 0, \forall i \neq j$ أي أن الأخطاء ليست مرتبطة ببعضها البعض، و أن نتيجة تجربة لا تؤثر على بقية

النتائج، حيث يمكن كتابة هاتين الفرضيتين على الشكل المصفوفي التالي

$$\Omega_\varepsilon = E(\varepsilon\varepsilon') = \begin{pmatrix} \sigma_\varepsilon^2 & 0 & \dots & 0 \\ 0 & \sigma_\varepsilon^2 & \dots & 0 \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ 0 & 0 & \dots & \sigma_\varepsilon^2 \end{pmatrix} = \sigma_\varepsilon^2 I_n$$

تسمى المصفوفة Ω_ε مصفوفة التباين - التباين المشترك للأخطاء.

الفرضية الثالثة: المصفوفة X غير عشوائية و ثابتة: تعني أن قيم متغيرات المستقلة يمكن مراقبتها، و بالإضافة الى ذلك نفترض X ثابتة لضمان بأن قيم المتغيرات المستقلة لا تتغير من حين لآخر، أي:

$$cov(X, \varepsilon) = E(X, \varepsilon) = 0$$

الفرضية الرابعة: عدد المشاهدات n هو أكبر من عدد المتغيرات المفسرة، و هي الحالة k التي تلغي الارتباط الخطي بين المتغيرات .

2-2-2- تقدير معالم النموذج بطريقة المربعات الصغرى :

تهدف هذه الطريقة الى ايجاد تقدير للشعاع β الذي يصغر مجموع مربعات الانحراف ε_t بين القيمة المقدره \bar{Y} و القيمة الحقيقية Y

$$\varepsilon = Y - \hat{Y} = \begin{pmatrix} \varepsilon_1 \\ \varepsilon_2 \\ \vdots \\ \varepsilon_n \end{pmatrix}$$

2-2-1- اختبار جودة التوفيق و الارتباط :

بعد تقدير النموذج بطريقة المربعات الصغرى نقوم باختبار جودة الارتباط باستخدام¹ معامل الارتباط R^2 فهو يشير الى النسبة التي يمكن تفسيرها من التغير الكلي في المتغير التابع بدلالة المتغيرات المستقلة المدرجة في المعادلة، و يستعمل كمقياس لجودة التوفيق في نموذج الانحدار المحتوي على k متغير مستقل، يحسب كالتالي :

$$R^2 = \frac{ESS}{TSS} = 1 - \frac{RSS}{TSS} = 1 - \frac{\sum \varepsilon_i^2}{\sum_{i=1}^n (Y_i - \bar{Y})^2} = \frac{\sum_{i=1}^n (\hat{Y}_i - \bar{Y})^2}{\sum_{i=1}^n (Y_i - \bar{Y})^2}$$

أما معامل التحديد المصحح \bar{R}^2 يأخذ بعين الاعتبار عدد درجات الحرية في أي مشكل احصائي، و يحسب بالشكل التالي :

$$\bar{R}^2 = 1 - (1 - R^2) \left(\frac{n - k - 1}{n - 1} \right)$$

¹ د شيخي محمد، مرجع سبق ذكره، ص 68.

2-2-2- اختبار الفرضيات :

نقوم باختبار فرضيات النموذج المقدر من خلال اختبارات احصائية لكل من فيشر و ستودنت .

2-2-2-1- اختبار المعنوية الاحصائية للمعالم :

نقوم باختبار معالم النموذج احصائيا ،وتكون فرضيات الاختبار¹ كالتالي :

$$\begin{cases} H_0: \beta = 0 \\ H_1: \beta \neq 0 \end{cases}$$

حيث نقوم بمقارن t_c المحسوبة مع الجدولة t_{tab} وتكتب t_c المحسوبة كما يلي :

$$t_c = \frac{\hat{\beta}_j - \beta_j}{\hat{\sigma}_{\hat{\beta}_j}}$$

نقبل فرضية العدم H_0 بمستوى معنوية α اذا كانت $t_c \leq t_{n-k-1}^{\alpha/2}$ ففي هذه الحالة المعلمة β_j ليس لها معنوية احصائية .

ونرفض H_0 بمستوى معنوية α اذا كانت $t_c > t_{n-k-1}^{\alpha/2}$ ففي هذه الحالة المعلمة β_j لها معنوية احصائية ،أي تختلف معنوياً عن الصفر .

2-2-2-2- اختبار المعنوية الكلية للنموذج :

يمكن اختبار المعنوية الاجمالية للنموذج باستخدام نسبة التباين المفسر ،الى التباين الغير المفسر و هذا يتبع توزيع فيشر F، بدرجات حرية k ، و $n-k-1$ ، حيث n عدد المشاهدات و $k+1$ عدد المعالم المقدرة .

$$H_0: \beta_0 = \beta_1 = \dots \beta_j = \dots \beta_k = 0$$

$$H_1: \beta_0 \neq \beta_1 \neq \dots \beta_j \neq \dots \beta_k \neq 0$$

و تحسب F_c كما يلي :

$$F_c = \frac{R^2/k}{1 - R^2/n - k - 1} \sim F_{\alpha}(k, n - k - 1)$$

اذا تجاوزت الاحصائية F المحسوبة قيمة F الجدولة عند مستوى معنوية α و بدرجتي حرية k و $n-k-1$ نقبل الفرضية القائلة أن معالم النموذج ليست جميعها مساوية للصفر و أن R^2 يختلف جوهريا عن الصفر ، في هذه الحالة يمكن القول أن النموذج له معنوية احصائية .

¹ د شيخي محمد ،مرجع سبق ذكره،ص 72.

2-3- التحليل القياسي للنموذج :

للتأكد من صحة النموذج المقدر نقوم بالاختبارات التالية للتأكد من صحة الفرضيات

2-3-1- اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء:

من بين الافتراضات الكلاسيكية التي وضعت من قبل لتقدير معالم نموذج الانحدار ،هو استقلال القيمة المقدره لحد الخطأ في فترة زمنية معينة عن القيمة المقدره لحد الخطأ في فترة زمنية سابقة لها،أي:

$$cov(\varepsilon_i, \varepsilon_j) = 0, \forall i \neq j$$

ينشأ الارتباط الذاتي من عدة أسباب منها اهمال المتغيرات التفسيرية في النموذج المراد تقديره ،الصياغة الرياضية الخاطئة للنموذج ،عدم دقة بيانات السلاسل الزمنية ،وجد الارتباط الذاتي للأخطاء يؤثر سلبا على نتائج المقدرات الصغرى حيث تكون المقدرات غير متحيزة و تباين المقدرات لا يكون أقل ما يمكن ،تستعمل عدة اختبارات للكشف عن هذا الاختلال منها اختبار درين واتسن .

2-3-1-1- اختبار درين واتسن (Durbin-watson-test 1950 et 1951)

يعتبر اختبار درين و واتسن من أهم الاختبارات الشائعة المستخدمة في اكتشاف الارتباط الذاتي من الدرجة الأولى ،و يهدف الى اختبار الفرضيات التالية :

$$\begin{cases} H_0: \rho = 0 \\ H_1: \rho \neq 0 \end{cases}$$

لاختبار فرضية H_0 يجب حساب احصائية درين واتسن DW:

$$DW = \frac{\sum_{t=2}^n (\hat{\varepsilon}_t - \hat{\varepsilon}_{t-1})^2}{\sum_{t=1}^n \hat{\varepsilon}_{t-1}^2}$$

و فيما يلي الجدول التالي يمثل التوزيع الاحتمالي لاختبار درين واتسن على أساس مقارنة قيمة DW^1 المحسوبة بقيم dl و du لاتخاذ القرار الاحصائي المطلوب .

جدول رقم (4-7): جدول يلخص اختبارات التوزيع الاحتمالي لدرين و واتسن

النتيجة	قيمة درين واتسن	
رفض فرضية العدم ،أي وجود ارتباط ذاتي سالب ،أي أن $\rho < 0$	$4 - dl < DW < 4$	1
نتيجة غير مؤكدة أو (محددة)	$4 - du < DW < 4 - dl$	2

¹د حسين ع بجيت،د سحر فتح الله،الاقتصاد القياسي،دار البازوري للنشر و التوزيع ،عمان ،الأردن،2007،ص200.

قبول فرضية العدم، أي عدم وجود ارتباط ذاتي أي أن $\rho = 0$	$2 < DW < 4 - du$	3
قبول فرضية العدم، أي عدم وجود ارتباط ذاتي أي أن $\rho = 0$	$du < DW < 2$	4
نتيجة غير مؤكدة أو (محددة)	$dl < DW < du$	5
رفض فرضية العدم، أي وجود ارتباط ذاتي موجب، أي أن $\rho > 0$	$0 < DW < dl$	6

المصدر: د حسين ع حجت، د سحر فتح الله، الاقتصاد القياسي، دار البازوري للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2007، ص 201.

2-1-3-2- اختبار وجود ارتباط تسلسلي لبواقي معادلة الانحدار Breusch-godfrey:

يرتكز هذا الاختبار على مضاعف لانجراف والذي يسمح باختبار وجود ارتباط ذاتي من درجة أكبر من واحد حيث أن نموذج الانحدار الذاتي للأخطاء من الدرجة ρ يكتب على الشكل التالي :

$$\varepsilon_t = \rho_1 \varepsilon_{t-1} + \rho_2 \varepsilon_{t-2} + \dots + \rho_p \varepsilon_{t-p} + u_t$$

ليكن النموذج العام حيث أن الأخطاء مرتبطة ذاتيا:

$$y_t = \beta_0 + \beta_1 x_{t1} + \dots + \beta_k x_{tk} + \rho_1 \varepsilon_{t-1} + \rho_2 \varepsilon_{t-2} + \dots + \rho_p \varepsilon_{t-p} + u_t$$

هناك ثلاثة خطوات لإجراء هذا الاختبار :

- تقدير النموذج العام بطريقة المربعات الصغرى ثم حساب البواقي $\hat{\varepsilon}_t$

- تقدير المعادلة الوسيطة :

$$y_t = \beta_0 + \beta_1 x_{t1} + \dots + \beta_k x_{tk} + \rho_1 \varepsilon_{t-1} + \rho_2 \varepsilon_{t-2} + \dots + \rho_p \varepsilon_{t-p} + u_t$$

ثم حساب معامل التحديد الخاص بهذه المعادلة R^2 ، باستعمال هذه المعادلة ρ سنفقد مشاهدة .

-فرضية استقلالية الأخطاء التي ينبغي اختيارها هي :

$$H_0: \rho_1 = \rho_2 = \dots \rho_p = 0$$

$$H_0: \rho_1 \neq \rho_2 \neq \dots \rho_p \neq 0$$

الاحصائية $lm = (n-p) \times R^2$ ، تتبع التوزيع χ^2 ، بدرجة حرية ρ ، اذ كان $(n-p) \times R^2$ أكبر من $\chi^2(\rho)$ القيمة الحرجة لتوزيع بنسبة معنوية α فإننا نرفض فرضية استقلالية الأخطاء.

2-3-2-اختبار تجانس الاخطاءHetroscedasticity:

إذا كانت فرضية تجانس الأخطاء غير محققة ،فان مصفوفة التباين –التباين المشترك للأخطاء تعرف كما يلي :

$$\Omega_{\varepsilon} = E_{(\varepsilon\varepsilon)} = \begin{pmatrix} \sigma_{\varepsilon}^2 & 0 & \dots & 0 \\ 0 & \sigma_{\varepsilon}^2 & \dots & 0 \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ 0 & 0 & \dots & \sigma_{\varepsilon}^2 \end{pmatrix} \neq \sigma_{\varepsilon}^2 I_n$$

ويترتب على مشكلة عدم التباين عددا من الآثار تتمثل في :

- 1-تبقى المعالم المقدرة باستخدام المربعات الصغرى متصفة بعد التحيز و الاتساق و لكنها تفقد صفة الكفاءة.
- 2-تصبح البيانات المقدرة و كذلك التباينات المشتركة الخاصة بالمعالم المقدرة متحيزة و غير متسقة ،وبالتالي اختبارات الفرضيات تصبح غير ملائمة .
- 3-التنبؤات على أساس المعالم المقدرة تصبح أقل مصداقية من التنبؤات الأخرى .

2-3-2-1-اختبار تجانس الأخطاءwhite:

اقترح (white-1980) اختبار يعتمد على العلاقة بين مربعات البواقي وجميع المتغيرات المستقلة وكذا مربعاتها ،يمكن ابراز خطوات هذا الاختبار كما يلي :

-تقدير النموذج العام $y = x\beta + \varepsilon$ بطريقة المربعات الصغرى ثم حساب مربعات البواقي $\hat{\varepsilon}_t^2$.

-تقدير المعادلة الوسيطة التالية :

$$\hat{\varepsilon}_t^2 = \beta_0 + \beta_1 x_{t1} + \alpha_1 x_{t1}^2 + \beta_k x_{tk} + u_t$$

ثم حساب معامل التحديد الخاص بهذه المعادلة R^2

فرضية ثبات تباين الأخطاء H_0 التي ينبغي اختبارها هي :

$$H_0 \beta_0 = \alpha_1 = \beta_1 = \dots \alpha_k = \beta_k = 0$$

احصائية مضاعف لانجرانج $lm=n \cdot R^2$ تتبع توزيع x^2 بدرجة حرية $2k$ ، إذا كان $n \cdot R^2$ أكبر من $x^2(2k)$ (القيمة الحرجة لتوزيع x^2 بنسبة معنوية α) فاننا نرفض H_0 أي اذا كان هناك على الأقل معامل واحد من معاملات المعادلة الوسيطة يختلف معنويا عن الصفر فان تباين الأخطاء غير متجانس .

2-3-3- اختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء.

لدراسة السلوك الدوري لأي سلسلة زمنية مستقرة، فلا بد أولاً من دراسة التوزيع الاحتمالي الذي تخضع له أي ظاهرة من أجل اعطاء نظرة أولية حول طبيعة هذه السلسلة المستقرة، ومن صفات التوزيع الطبيعي أن يكون معامل skewness معدوماً ومعامل kurtosis مساوياً إلى 3، فالقانون الطبيعي يتميز بالتناظر بالنسبة للمتوسط وباحتمال ضعيف للقيم الشاذة، يعتمد اختبار jarque و bera على معاملي التفلطح kurtosis والتناظر skewness.

إذا كان العزم الممركز من الدرجة K للسلسلة y_t من الشكل فان معامل $\mu_k = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T (y_t - \bar{y})^k$ يكتب كما يلي :

$$s = \frac{\left[\frac{1}{T} \sum_{t=1}^T (y_t - m)^3 \right]^2}{\left[\frac{1}{T} \sum_{t=1}^T (y_t - m)^2 \right]^3} = \frac{\mu_3^2}{\mu_2^3} = \beta_1$$

أما معامل kurtosis فهو:

$$k = \frac{\frac{1}{T} \sum_{t=1}^T (y_t - m)^4}{\left[\frac{1}{T} \sum_{t=1}^T (y_t - m)^2 \right]^2} = \frac{\mu_4}{\mu_2^2} = \beta_2$$

حيث ان m المتوسط الحسابي للسلسلة الزمنية المستقرة، اذا كان التوزيع طبيعياً وعدد المشاهدات أكبر من 30، فان:

$$\beta_1^{1/2} \sim N \left(0 \cdot \sqrt{\frac{6}{T}} \right)$$

$$\beta_2 \sim N \left(3 \cdot \sqrt{\frac{24}{T}} \right)$$

حسب جارك وبيرا يتم اختبار الفرضية التالية :

$$H_0 : \beta_1^{1/2} = \beta_2 - 3 = 0$$

إذا كانت $JB > \chi_\alpha^2(2)$ ، فاننا نرفض فرضية التوزيع الطبيعي للسلسلة بنسب معنوية α

3- التنبؤ و تقدير معادلة خط الاتجاه العام .

ليكن النموذج الخطي العام خلال العينة T و المقدر على الشكل: $\hat{Y} = X\hat{\beta}$

ومقدر المربعات الصغرى العادية $AY = (XX)^{-1}XY = \hat{\beta}$ ، و يكون التنبؤ بعد الفترة h في المستقبل هو :

$$\hat{Y}_T(h) = \hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 X_{T+h,1} + \hat{\beta}_2 X_{T+h,2} + \hat{\beta}_3 X_{T+h,3} + \dots + \hat{\beta}_k X_{T+h,k}$$

حيث أن $h = 1, 2, 3, \dots, H$ يسمى أفق التنبؤ، وعليه نصل الى التنبؤ بالفترة H في المستقبل :

$$\hat{Y}_T(H) = \hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 X_{T+H,1} + \hat{\beta}_2 X_{T+H,2} + \hat{\beta}_3 X_{T+H,3} + \dots + \hat{\beta}_k X_{T+H,k}$$

اذن أردنا التنبؤ بمجموعة من الملاحظات المستقبلية بفترة تساوي H ملاحظة مرة واحدة يكون شعاع القيم

التقديرية :

$$\hat{Y}_T(H) = \begin{pmatrix} \hat{Y}_T(1) \\ \hat{Y}_T(2) \\ \vdots \\ \hat{Y}_T(H) \end{pmatrix}$$

أما مصفوفة ملاحظة المتغيرات المستقلة فهي :

$$X_{T+H} = \begin{pmatrix} 1 & X_{T+1,1} & X_{T+1,1} & \dots & X_{T+1,k} \\ 1 & X_{T+2,1} & X_{T+2,2} & \dots & X_{T+2,k} \\ \vdots & \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ 1 & X_{T+H,1} & X_{T+H,1} & \dots & X_{T+H,k} \end{pmatrix}$$

ومنه يمكن كتابة النموذج الخطي العام المتنبأ به على الشكل :

$$Y_{T+H} = \beta X_{T+H} + \varepsilon_{T+H}$$

كما يكون النموذج المقدر من الشكل :

$$\hat{Y}_T(H) = X_{T+H} \hat{\beta}$$

وتكون اختبارات التنبؤ عن طريق ايجاد التوزيع الذي يعتبر فرضية العدم، و القائلة بأن النموذج الخطي العام

يبقى محافظا على شكله من الملاحظة الأولى $T+H$ في المستقبل، أي نفترض عدم تغير البناء الهيكلي للنموذج ،

$$H_0: \hat{Y} = X\hat{\beta} \quad t = 1, 2, 3, \dots, T, T+1, \dots, T+h, T+H$$

وذلك ضد الفرضية البديلة، و التي تقول أن نموذج العينة الأولى T يختلف عن نموذج التنبؤ للفترة H .

$$F = \frac{(Y_{T+H} - \hat{Y}_T(H)) [X_{T+H} (XX)^{-1} X_{T+H} + I_H]^{-1} (Y_{T+H} - \hat{Y}_T(H)) / H}{\hat{\sigma}_\varepsilon^2} \rightarrow F_{H, T-k-1}$$

المطلب الثالث: نتائج الدراسة القياسية

في هذا المطلب سنقوم بتفسير نتائج النموذج المقدر المتوصل اليه من خلال المطلب الأول، و الذي يعبر عن العلاقة بين موارد صندوق ضبط الإيرادات و المتغيرات التي تؤثر على حجم الفوائض المالية المحولة لهذا الأخير، من خلال دراسة قياسية لتقدير نموذج الانحدار، وذلك باستخدام برنامج eviews7 في معالجة المتغيرات و اختبارها وتقدير معادلة الانحدار للنموذج و استخدامه من أجل التنبؤ .

1-دراسة وصفية لمتغيرات الدراسة :

سنقوم بإجراء دراسة وصفية لمتغيرات النموذج، و فيما يلي الجدول التالي يمثل متغيرات الدراسة التي تتمثل في فوائض الجباية البترولية، متوسط سعر برميل النفط و السعر المرجعي لبرميل النفط المحدد من قبل الحكومة وذلك للفترة (2000-2016) .

جدول رقم (4-8): متغيرات الدراسة (المتغير التابع و المتغيرات المستقلة) للنموذج المقدر للفترة (2000-2016)

السنوات	فوائض الجباية البترولية(مليار دولار أمريكي)	متوسط سعر برميل النفط الخام (دولار أمريكي لبرميل النفط)	السعر المرجعي لبرميل النفط(دولار أمريكي لبرميل النفط)
2000	6.02	28.6	19
2001	1.6	24.9	19
2002	0.333	25.3	19
2003	5.8	29	19
2004	8.65	38.6	19
2005	18.65	54.3	19
2006	24.77	65	19
2007	25.06	74.4	19
2008	35.42	99.1	19
2009	5.52	61.6	37
2010	17.72	80	37
2011	31.55	112.9	37
2012	32.67	110.7	37
2013	25.97	109.1	37
2014	22.46	99.1	37

37	52.8	5.49	2015
37	44.7	0.9	2016

المصدر: من اعداد الطلبة اعتمادا على بيانات صندوق ضبط الايرادات، أهم مؤشرات الاقتصادية (متوسط سعر البرميل النفط دولار أمريكي) للفترة 2000-2016، السعر المرجعي لبرميل النفط، وزارة المالية - مديرية التوقعات و السياسات، الجزائر، اطلع عليها بتاريخ 2017/08/28

من خلال الجدول رقم (4-8) نلاحظ أن ارتفاع متوسط سعر برميل النفط يؤدي الى ارتفاع فوائض الجباية البترولية، كما أدى الى رفع السعر المرجعي لبرميل النفط من 19 دولار أمريكي الى 37 دولار أمريكي، وبعد التعرف على¹ العلاقة بين المتغير التابع (مورد صندوق ضبط الايرادات المتمثل في فوائض الجباية البترولية) والمتغيرات المستقلة (متوسط سعر برميل النفط و السعر المرجعي لبرميل المحدد من قبل الحكومة)، في هذه الدراسة سنعتمد على ثلاثة متغيرات لتقدير النموذج التالي:

$$pluvalu = \beta_0 + \beta_1 ppetrol + \beta_2 prefer + \varepsilon_i$$

حيث نقوم بتقديم و ترميز المتغيرات كالتالي:

Pluvalu: المتغير التابع و المتمثل في فوائض الجباية البترولية المحولة الى صندوق ضبط الايرادات و تقدر بمليار دولار أمريكي .

ppetrol: المتغير المستقل الأول و المتمثل في متوسط سعر برميل النفط الخام يقدر بالدولار الأمريكي .

Prefer: المتغير المستقل الثاني و المتمثل في السعر المرجعي لبرميل النفط المحدد من خلال قانون المالية يقدر بالدولار الأمريكي.

ε_i : حد الخطأ .

i: رقم المشاهدات وهو يعبر عن سنوات فترة الدراسة (2000-2016) وبالتالي لدينا 17 مشاهدة.

وفيما يلي لدينا الجدول التالي يمثل نتائج الدراسة الوصفية:

¹ تقدير النموذج و العلاقة بين متغيرات الدراسة تم التوصل اليها من خلال التحليل الاقتصادي للمتغيرات التي تؤثر على موارد صندوق ضبط الايرادات في المطلب الأول .

جدول رقم (4-9): نتائج الدراسة الوصفية لمتغيرات النموذج

	PLUVALU	PPETROL	PREFER
Mean	15.79882	65.30000	27.47059
Median	17.72000	61.60000	19.00000
Maximum	35.42000	112.9000	37.00000
Minimum	0.330000	24.90000	19.00000
Std. Dev.	12.15813	31.77475	9.260924
Skewness	0.172262	0.217485	0.117851
Kurtosis	1.546152	1.643491	1.013889
Jarque-Bera	1.581263	1.437431	2.833470
Probability	0.453558	0.487378	0.242505
Sum	268.5800	1110.100	467.0000
Sum Sq. Dev.	2365.122	16154.16	1372.235
Observations	17	17	17

المصدر: مخرجات برنامج 7.eviews.

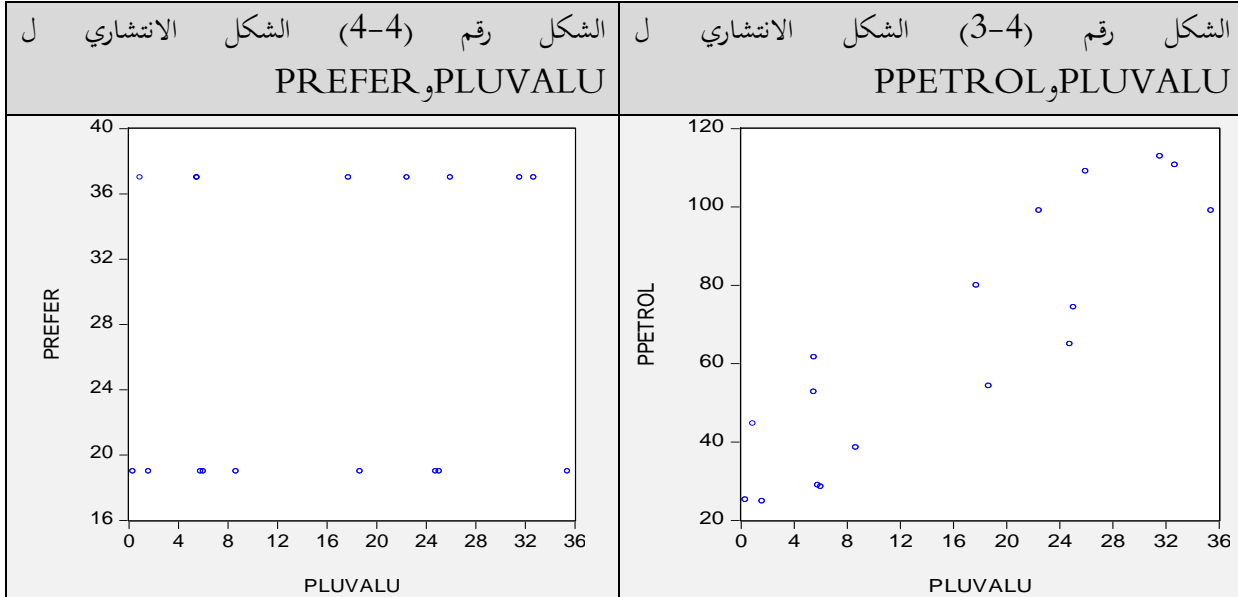
من خلال الجدول رقم (4-9) نلاحظ أن :

- بالنسبة للمتغير التابع المتمثل في فوائض الجباية البترولية بلغ متوسط السلسلة الزمنية 15.79 ، أعلى ارتفاع تم تسجيله على مستوى السلسلة يقدر ب 35.72 سنة 2008 ، أما أدنى قيمة تم تسجيلها على مستوى السلسلة قدرت ب 0.330 وذلك سنة 2002، كما يقسم هذه السلسلة مستوى وسيطي قدر ب 17.72، أما درجة تشتت القيم حولها فمتمثلة بالانحراف المعياري الذي يقدر ب 12.185.

- بالنسبة للمتغير المستقل الأول المتمثل في متوسط سعر برميل النفط بلغ متوسط السلسلة الزمنية 65.30 ، أعلى ارتفاع تم تسجيله على مستوى السلسلة يقدر ب 112. سنة 2011 ، أما أدنى قيمة تم تسجيلها على مستوى السلسلة قدرت ب 24.90 وذلك سنة 2001، كما يقسم هذه السلسلة مستوى وسيطي قدر ب 61.60، أما درجة تشتت القيم حولها فمتمثلة بالانحراف المعياري الذي يقدر ب 31.77.

- بالنسبة للمتغير المستقل الثاني المتمثل في السعر المرجعي لبرميل النفط بلغ متوسط السلسلة الزمنية 27.47 ، أعلى ارتفاع تم تسجيله على مستوى السلسلة يقدر ب 37 ابتداء من سنة 2009 ، أما أدنى قيمة تم تسجيلها على مستوى السلسلة قدرت ب 19 وذلك منذ سنة 2000، كما يقسم هذه السلسلة مستوى وسيطي قدر ب 19، أما درجة تشتت القيم حولها فمتمثلة بالانحراف المعياري الذي يقدر ب 9.26.

وفيما يلي الشكلين التاليين يمثلان نوع و قوة الارتباط بين كل من المتغير التابع (فوائض الجباية البترولية) و المتغيرين المستقلين (متوسط سعر برميل النفط) و(السعر المرجعي لبرميل النفط).



المصدر: مخرجات برنامج EVIEWS7

من خلال الشكل الانتشاري رقم (3-4) نلاحظ وجود علاقة طردية بين فوائض الجباية البترولية و متوسط سعر برميل النفط، أي كلما ارتفع سعر النفط ارتفعت حجم الفوائض الجباية البترولية المحولة الى صندوق ضبط الايرادات، و من خلال الجدول رقم (4-9) تم تسجيل ارتباط قوي موجب يقدر ب 0.89.

من خلال الشكل الانتشاري رقم (3-4) نلاحظ أنه لا توجد علاقة بين كل من المتغير التابع فوائض الجباية البترولية و السعر المرجعي لبرميل النفط، و من خلال الجدول رقم (4-9) تم تسجيل معامل ارتباط موجب ضعيف يقدر ب 0.15.

الجدول رقم(4-10): مصفوفة الارتباط بين كل من المتغير التابع و المتغيرات المستقل.

correlation	PREFER	PPETROL	PLUVALU
PLUVALU	0.158	0.890	1
PPETROL	0.567	1	0.890
PREFER	1	0.5675	0.158

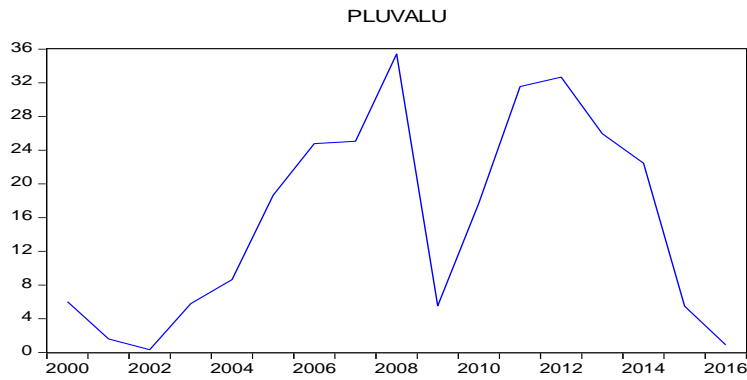
المصدر: مخرجات برنامج EVIEWS7

من خلال الجدول رقم (4-10) نلاحظ أنه يوجد ارتباط موجب متوسط بين كل من المتغير المستقل متوسط السعر المرجعي لبرميل النفط و المتغير المستقل الثاني السعر المرجعي لبرميل النفط يقدر ب 0.65.

2-اختبار استقرارية السلاسل الزمنية :

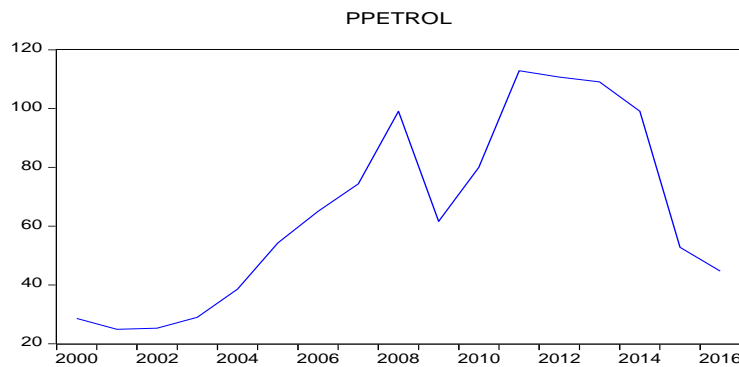
سنقوم باختبار استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة و المتمثلة في فوائض الجباية البترولية(الفرق بين الجباية البترولية الفعلية و الجباية البترولية المقدرة من خلال قانون المالية) ،متوسط سعر برميل النفط الخام ،و السعر المرجعي لبرميل النفط (السعر يحدد)وذلك للفترة 2000-2016،وفيما يلي التمثيل البياني للسلاسل الزمنية لمتغيرات النموذج :

الشكل رقم(4-5): التمثيل البياني للسلسلة المتغير التابع (فوائض الجباية البترولية).



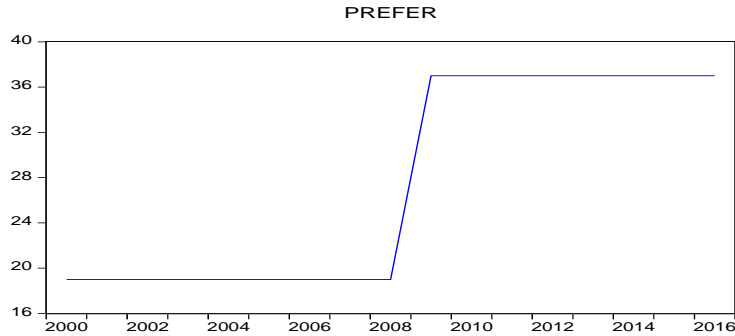
المصدر: مخرجات برنامج eviews07.

الشكل رقم (4-6): التمثيل البياني للسلسلة المتغير المستقل (متوسط سعر برميل النفط).



المصدر: مخرجات برنامج eviews07.

الشكل رقم (4-7): التمثيل البياني للسلسلة المتغير المستقل (السعر المرجعي لبرميل النفط).



المصدر: مخرجات برنامج views07.

من خلال التمثيل البياني لمتغيرات النموذج التابعة و المستقلة نلاحظ أن السلاسل الزمنية غير مستقرة وبالتالي نقوم باجراء اختبار وجود جذر الوحدة للتأكد من استقرارية السلاسل الزمنية أو عدم وجودها .

2-1- اختبار جذر الوحدة للسلسلة الزمنية الأصلية **unit root test** :

نقوم باختبار جذر الوحدة لمتغيرات السلسلة الزمنية الأصلية باستخدام اختبار كل من اختبار ديكي - فولر $Dickey - fuller (DF) test$ ، اختبار فيليب و بيرون $phillips and perron test$ ، و اختبار ديكي فولر المطور $Augmented dickey - fuller test$ ، و الجداول التالية تمثل نتائج اختبار الوحدة المستخدمة للسلسلة الأصلية .

2-1-1- نتائج اختبار ديكي- فولر (Dickey -fuller (DF) test:

الجدول التالي يمثل نتائج اختبار ديكي و فولر لمتغيرات الدراسة بالاعتماد على برنامج eviews7.

جدول رقم (4-11): نتائج اختبار جذر الوحدة للسلسلة الأصلية اختبار ديكي - فولر (Dickey -fuller (DF) test .

السلسلة الأصلية						
القرار	الفرق الأول		المستوى		النماذج	
	Intercept & trends	intercept	Intercept & trends	intercept		
	3.770	2.728	3.770	2.717	*%1	القيم المرجحة
	3.190	1.966	3.190	1.964	*%5	المطلقة لإحصائية
	2.890	1.605	2.890	1.605	*%10	mackinnon
متكاملة من الدرجة (1)	4.731	4.175	1.820	1.840	المحسوبة t*	pluvalu
متكاملة من الدرجة (1)	4.042	3.455	1.193	1.399	المحسوبة t*	p petrol
متكاملة من الدرجة (1)	4.015	3.998	2.166	0.860	المحسوبة t*	prefer

المصدر: من اعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج eviews 7 ، * نتائج المحسوبة t و t المجدولة عند المستويات (10،%5،%1) مكتوبة بالقيمة المطلقة في الجدول.

من خلال الجدول رقم (4-11) نلاحظ أنه :

- عند المستوى: نقارن بين القيمة المطلقة ل t المحسوبة مع القيمة المطلقة ل t المجدولة (القيمة المرجحة للإحصائية mackinnon) نجد أن t المحسوبة أصغر من t المجدولة عند مستوى (10،%5،%1) و بالتالي نقبل فرضية العدم H₀ ونرفض الفرضية البديلة H₁ و بالتالي السلسلة غير مستقرة .

- عند الفرق الأول: نجد أن t المحسوبة أكبر من t المجدولة عند مستوى (10،%5،%1) و بالتالي نرفض فرضية العدم H₀ ونقبل الفرضية البديلة H₁ و بالتالي السلسلة مستقرة عند الفرق الأول، أي متكاملة من الدرجة الأولى

2-1-1- نتائج اختبار فيليب و بيرون phillips and perron test:

الجدول التالي يمثل اختبار فيليب و بيرون لمتغيرات الدراسة بالاعتماد على برنامج eviews7.

جدول رقم (4-12): نتائج اختبار جذر الوحدة للسلسلة الأصلية اختبار فيليب و بيرون phillips and perron test

السلسلة الأصلية								
النماذج	المستوى			الفرق الأول				
	intercept	Intercept & trends	non	intercept	intercept	non		
القيم الحرجة المطلقة لاحصائية mackinnon	1%	3.920	4.667	2.717	3.959	4.728	2.728	القرار
	5%	3.065	3.733	1.964	3.081	3.759	1.966	
	10%	2.673	3.310	1.605	2.681	3.324	1.605	
pluvalu	المحسوبة t*	1.830	1.457	1.101	4.072	6.242	4.227	متكاملة من الدرجة (1)
	%p	(0.353)	(0.810)	(0.233)	(0.008)	(0.000)	(0.000)	
ppetrol	المحسوبة t*	1.472	0.762	0.426	3.348	3.923	3.462	متكاملة من الدرجة (1)
	%p	(0.512)	(0.947)	(0.512)	(0.039)	(0.038)	(0.002)	
prefer	المحسوبة t*	0.875	2.055	0.698	3.873	3.714	6.000	متكاملة من الدرجة (1)
	%p	(0.768)	(0.529)	(0.855)	(0.011)	(0.053)	(0.001)	

المصدر: من اعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج eviews، *نتائج المحسوبة t و t المحدولة عند المستويات (10،%5،%1) مكتوبة بالقيمة المطلقة في الجدول.

من خلال الجدول رقم (4-12) نلاحظ أنه :

- عند المستوى: السلاسل الزمنية غير مستقرة وذلك من خلال المقارنة حيث وجدنا أن t المحسوبة أصغر من t المحدولة عند مستوى (5%) واحتمالية p أكبر من 0.05 وبالتالي نقبل فرضية العدم H_0 ونرفض الفرضية البديلة H_1 .

- عند الفرق الأول : نجد أن t المحسوبة أكبر من t المحدولة عند مستوى (1،%5،%10) واحتمالية p أصغر من 0.05 وبالتالي نرفض فرضية العدم H_0 ونقبل الفرضية البديلة H_1 وبالتالي السلسلة مستقرة عند الفرق الأول، أي متكاملة من الدرجة الأولى.

2-1-3- اختبار ديكي و فولر الصاعد Augmented dickey –fuller test:

الجدول التالي يمثل اختبار ديكي و فولر لمتغيرات الدراسة بالاعتماد على برنامج eviews7.

جدول رقم (4-13): نتائج اختبار جذر الوحدة للسلسلة الأصلية اختبار ديكي و فولر الصاعد Augmented dickey –fuller test:

السلسلة الأصلية								
النماذج	المستوى			الفرق الأول			القيم الحرجة المطلقة لاحصائية mackinnon	
	intercept	Intercept & trends	non	intercept	Intercept & trends	non		
القرار	3.920	4.667	2.717	3.959	4.728	2.728	1%	القيم الحرجة
	3.065	3.733	1.964	3.081	3.759	1.966	5%	المطلقة لاحصائية
	2.673	3.310	1.605	2.681	3.324	1.605	10%	mackinnon
pluvalu	1.830	1.428	1.101	4.070	4.437	4.223	المحسوبة* ^t	متكاملة من
	(0.353)	(0.810)	(0.233)	(0.008)	(0.016)	(0.000)	%p	الدرجة(1)
ppetrol	1.472	0.655	0.428	3.347	3.790	3.460	المحسوبة* ^t	متكاملة من
	(0.521)	(0.958)	(0.512)	(0.031)	(0.047)	(0.002)	%p	الدرجة(1)
prefer	0.875	2.055	0.658	3.872	3.714	3.714	المحسوبة* ^t	متكاملة من
	(0.768)	(0.529)	(0.847)	(0.011)	(0.053)	(0.001)	%p	الدرجة(1)

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج eviews7، *نتائج المحسوبة^t و t المحدولة عند المستويات (10%5%1) مكتوبة بالقيمة المطلقة في الجدول.

من خلال الجدول رقم (4-13) نلاحظ :

ان جدول اختبار ديكي و فولر الصاعد (المطور) يعطي نفس نتائج الاختبارين السابقين (ديكي و فولر، فيليب و بيرون) حيث نجد أن السلسلة تصبح مستقرة عند الفرق الأول وذلك من خلال مقارنة t المحسوبة مع t المحدولة نجد أن t المحسوبة أكبر من t المحدولة عند مستوى (5%) واحتمالية p أصغر من 0.05 وبالتالي نرفض فرضية العدم H_0 ونقبل الفرضية البديلة H_1 .

2-2- اختبار استقرارية السلاسل الزمنية المحولة (الفروقات من الدرجة الأولى).

بعد اجراء اختبار استقرارية السلاسل الزمنية الأصلية لمتغيرات النموذج وجدنا أنها مستقرة من الدرجة الأولى، لذلك سنقوم بتحويل السلاسل الأصلية الى سلاسل زمنية من الدرجة الأولى (1st differences) ونقوم بإعادة اختبار استقرارية هذه السلسلة (السلسلة المحولة الى الفروق من الدرجة الأولى) وذلك باستخدام نفس الاختبارات السابقة و فيما يلي الجدول التالي يمثل نتائج اختبار استقرارية السلاسل الزمنية المحولة الى الفرق الأول باستخدام برنامج eviews7.

جدول رقم(4-14) : يمثل نتائج استقرارية السلاسل الزمنية المحولة الى الفروقات من الدرجة الأولى .

السلسلة المحولة الى الفروقات من الدرجة الأولى									
النماذج	اختبار فيليب و بيرون			اختبار ديكي فولر الصاعد			اختبار ديكي وفولر		القيم الحرجة
	المودج3	المودج2	المودج1	المودج3	المودج2	المودج1	المودج2	المودج1	
القرار	2.728	3.770	3.953	4.728	2.728	3.959	4.728	2.728	%1
	1.966	3.190	3.081	3.759	1.966	3.081	3.759	1.966	%5
	1.605	2.890	2.681	3.324	1.605	2.681	3.324	1.605	%10
متكاملة من الدرجة (0)	4.227	6.264	4.072	4.223	4.437	4.070	4.731	4.175	المحسوبة t
	0.000	0.000	0.008	0.00	0.016	0.008			%p
متكاملة من الدرجة (0)	3.462	3.923	3.348	3.460	3.790	3.347	4.042	3.455	المحسوبة t
	0.00	0.03	0.03	0.002	0.04	0.03			%p
متكاملة من الدرجة (0)	3.741	3.714	3.873	3.714	3.714	3.872	4.015	3.998	المحسوبة t
	0.001	0.05	0.01	0.001	0.05	0.011			%p

المصدر: من اعداد الطلبة اعتمادا على مخرجات برنامج7views

من خلال الجدول رقم (4-14) نلاحظ أن السلسلة الزمنية المحولة الى الفرق الأول مستقرة عند المستوى وذلك باستخدام اختبارات كل من (ديكي و فولر ، اختبار فيليب و بيرون ، اختبار ديكي و فولر الصاعد) حيث نجد أن t المحسوبة أكبر من t الجدولة عند مستوى (5%) واحتمالية p أصغر من 0.05 وبالتالي نرفض فرضية العدم H_0 ونقبل الفرضية البديلة H_1 ، أي السلسلة المحولة مستقرة .

3-تقدير معادلة خط الانحدار و التأكد من صحة النموذج المقدر :

بعد تحويل السلاسل الزمنية لمتغيرات النموذج الى الفروقات من الدرجة الأولى نقوم بتقدير معادلة خط الانحدار المتعدد باستخدام طريقة المربعات الصغرى OLS، وفيما يلي الجدول التالي يمثل نتائج معادلة خط الانحدار للنموذج.

جدول رقم(4-15): نتائج معادلة خط الانحدار المتعدد باستخدام طريقة ols باستخدام برنامج eviews7

Dependent Variable: DPLUVALU
 Method: Least Squares
 Date: 11/18/17 Time: 18:19
 Sample (adjusted): 2001 2016
 Included observations: 16 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.138254	0.809377	0.170815	0.8670
DPPETROL	0.423623	0.044705	9.475986	0.0000
DPREFER	-0.786244	0.203706	-3.859705	0.0020

R-squared	0.935524	Mean dependent var	-0.320000
Adjusted R-squared	0.925604	S.D. dependent var	11.26663
S.E. of regression	3.073041	Akaike info criterion	5.250573
Sum squared resid	122.7666	Schwarz criterion	5.395434
Log likelihood	-39.00458	Hannan-Quinn criter.	5.257991
F-statistic	94.31210	Durbin-Watson stat	2.391555
Prob(F-statistic)	0.000000		

Estimation Command:

LS DPLUVALU C DPPETROL DPREFER

Estimation Equation:

DPLUVALU = C(1) + C(2)*DPPETROL + C(3)*DPREFER

Substituted Coefficients:

DPLUVALU = 0.138253791248 + 0.423623006181*DPPETROL - 0.786243947748*DPREFER

المصدر: مخرجات برنامج eviews 7

من خلال الجدول يمكن كتابة معادلة خط الانحدار للنموذج المقدر كالتالي :

$$pluvalu = 0.138 + 0.423ppetrol - 0.786prefer + \epsilon_t$$

3-1- التحليل الاحصائي للنموذج المقدر :

نقوم باختبار معنوية معالم النموذج والمعنوية الكلية للنموذج ككل من خلال اختبارات ستودنت و فيشر.

3-1-1- اختبار معنوية معالم النموذج:

لدينا الجدول التالي يمثل نتائج اختبار معنوية معالم النموذج اعتمادا على نتائج الجدول السابق.

جدول رقم (4-16): يمثل نتائج معنوية معالم النموذج المقدر

متغيرات النموذج المقدر	معلمات متغيرات النموذج المقدر	القيمة المطلقة ل المحسوبة	القيمة المطلقة ل t لمجدولة	Prob الاحتمال
dppetrol	0.423	9.475	2.145	0.000
dprefer	-0.786	-3.859	2.145	0.002

المصدر: من اعداد الطالبة الباحثة اعتمادا على الجدول رقم (4-15).

نقوم باختبار معالم النموذج احصائيا ،وتكون فرضيات الاختبار¹ كالتالي :

$$\begin{cases} H_0: \beta = 0 \\ H_1: \beta \neq 0 \end{cases}$$

نقارن قيمة (t_{cal}) المحسوبة مع قيمة (t_{tabl}=t_{n-k-1}^{α/2}) الجدولية لتحديد قبول أو رفض فرضية العدم وتقييم معنوية معالم النموذج المقدر :

- بالنسبة لβ₁: قيمة t المحسوبة (t_{cal}=9.475) أكبر من قيمة t الجدولية (t_{tabl}=0.691)، وبالتالي نرفض فرضية العدم ونقبل الفرض البديل ،أي أن المعلمة لها معنوية احصائية ،أي أن المتغير المفسر (متوسط سعر برميل النفط) له أثر معنوي على المتغير التابع (فوائض الجباية البترولية) .

- بالنسبة لβ₂: قيمة t المحسوبة (t_{cal}=3.859) أكبر من قيمة t الجدولية (t_{tabl}=0.691)، وبالتالي نرفض فرضية العدم ونقبل الفرض البديل ،أي أن المعلمة لها معنوية احصائية ،أي أن المتغير المفسر (السعر المرجعي لبرميل النفط) له أثر معنوي على المتغير التابع (فوائض الجباية البترولية) .

3-1-2- اختبار المعنوية الكلية للنموذج المقدر :

نقوم باختبار المعنوية الاجمالية للنموذج باستخدام نسبة التباين المفسر ،الى التباين الغير المفسر و هذا يتبع توزيع فيشر F، حيث لدينا فرضيتان:

$$H_0: \beta_0 = \beta_1 = \dots \beta_j = \dots \beta_k = 0$$

$$H_1: \beta_0 \neq \beta_1 \neq \dots \beta_j \neq \dots \beta_k \neq 0$$

بمقارنة قيمة اختبار فيشر الجدولية F_{tabl} مع قيمة فيشر المحسوبة F_{cal} نجد أن :

$$F_{cal} > F_{tabl}.$$

$$F_{cal}=94.312 > F_{n-k}^{\alpha} = F_{15}^{0.05} = 3.68$$

¹ د شبيخي محمد ، مرجع سبق ذكره ، ص 72.

وبالتالي نرفض فرضية العدم H_0 و نقبل الفرضية البديلة H_1 ، أي أن النموذج مقبول من الناحية الاحصائية.

3-2- التحليل الاقتصادي للنموذج المقدر :

من خلال نتائج الجدول رقم (4-15) معامل¹ التحديد $R\text{-squared}=0.93$ له قدرة تفسيرية عالية، يعني هذا أن المتغير التابع في النموذج فوائض الجباية البترولية مفسر من قبل المتغيرين متوسط سعر برميل النفط و السعر المرجعي لبرميل النفط ب 93.55%، أما الباقي 6.5% تفسره عوامل أخرى لم تدرج في النموذج.

من خلال ملاحظة اشارة معاملات النموذج نجد أن اشارة معلمة المتغير (متوسط سعر برميل النفط) موجبة يعني أن هناك علاقة طردية، أي كلما ارتفع سعر برميل النفط ارتفع حجم الفوائض الجباية البترولية المحولة الى صندوق ضبط الايرادات، أي أن النموذج مقبول من الناحية الاقتصادية أي كلما ارتفع سعر برميل النفط ب 1 دولار أمريكي ارتفعت الفوائض المحولة الى الصندوق ب (0.423مليار دولار) أي 423 مليون دولار أمريكي بافتراض ثبات المتغيرات الأخرى .

بالنسبة لمعلمة المتغير (سعر المرجعي لبرميل النفط) نجد أن الاشارة سالبة، أي وجود علاقة عكسية حيث أن رفع السعر المرجعي لبرميل النفط من 19 دولار أمريكي الى 37 دولار أمريكي أدى الى انخفاض الفوائض المحولة للصندوق، أي أن ارتفاع السعر المرجعي لبرميل النفط ب 1 دولار أمريكي يؤدي الى انخفاض الفوائض المحولة الى الصندوق ب (0.786مليار دولار أمريكي) أي ب 786 مليون دولار أمريكي بافتراض ثبات المتغيرات الأخرى وهذا صحيح من الناحية الاقتصادية .

3-3- التحليل القياسي للنموذج المقدر

سنقوم باختبار صحة فرضيات النموذج المقدر أي خلو النموذج من الأخطاء القياسية وذلك باستخدام اختبارات البواقي مثل اختبار الارتباط التسلسلي للبواقي وعدم وجود تباين و تحقق شرط التوزيع الطبيعي للبواقي .

3-3-1- اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء :

سنقوم باختبار الارتباط الذاتي من الدرجة الأولى لبواقي النموذج المقدر باستخدام اختبار durbin-watson واختبار وجود ارتباط ذاتي أكبر من الواحد باستخدام اختبار breusch-godfrey الذي يركز على مضاعف لانجرانج.

¹معامل التحديد يقيس نسبة تفسير المتغير المستقل لتباين و تشتت المتغير التابع بنسبة 93.5%.

3-3-1-1-3-1 اختبار درين واتسن DW:

من الجدول رقم (4-15) نستخرج القيمة المحسوبة ل DW و المقدرة ب 2.3915، ومن خلال تحديد قيمة $dl = 1.015$ وتحديد قيمة $du = 1.536$ (الملحق جدول درين واتسون رقم) عند مستوى معنوية 5% وعدد مشاهدات 17 ومتغيرين (02)، نجد أن احصائية DW تقع بين $4 - du < DW < 4 - dl$ في المنطقة H_0 ومحصورة بين $2 < DW = 2.3915 < 2.5$ ، نقبل فرضية العدم H_0 ، أي عدم وجود ارتباط ذاتي أي أن $p = 0$ ، وبالتالي النموذج مقبول من الناحية الاحصائية .

جدول رقم (4-17): يمثل نتائج التوزيع الاحتمالي لاختبار درين واتسون DW

النتيجة	قيمة درين واتسن	رقم
رفض فرضية العدم، أي وجود ارتباط ذاتي سالب، أي أن $p < 0$	$4 - dl < DW < 4$	1
نتيجة غير مؤكدة أو (محددة)	$4 - du < DW < 4 - dl$	2
قبول فرضية العدم، أي عدم وجود ارتباط ذاتي أي أن $p = 0$	$2 < DW < 4 - du$	3
قبول فرضية العدم، أي عدم وجود ارتباط ذاتي أي أن $p = 0$	$du < DW < 2$	4
نتيجة غير مؤكدة أو (محددة)	$dl < DW < du$	5
رفض فرضية العدم، أي وجود ارتباط ذاتي موجب، أي أن $p > 0$	$0 < DW < dl$	6

المصدر: من اعداد الطالبة اعتمادا على نتائج الجدول رقم (4-15).

3-3-1-3-2 اختبار وجود ارتباط تسلسلي لبواقي معادلة الانحدار Breusch-godfrey:

يرتكز هذا الاختبار على مضاعف لانجراف والذي يسمح باختبار وجود ارتباط ذاتي من درجة أكبر من واحد، وفيما يلي جدول تقدير اختبار الذاتي للأخطاء LM test

جدول رقم (4-18): تقدير اختبار الذاتي للأخطاء: **Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test**

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.933107	Prob. F(2,11)	0.4224
Obs*R-squared	2.320762	Prob. Chi-Square(2)	0.3134

Test Equation:

Dependent Variable: RESID

Method: Least Squares

Date: 11/01/17 Time: 21:46

Sample: 2 17

Included observations: 16

Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.019720	0.813943	-0.024228	0.9811
DPPETROL	0.035277	0.053446	0.660055	0.5228
DPREFER	-0.014366	0.206091	-0.069707	0.9457
RESID(-1)	-0.363453	0.304444	-1.193824	0.2577
RESID(-2)	-0.395098	0.376045	-1.050668	0.3159
R-squared	0.145048	Mean dependent var	1.67E-16	
Adjusted R-squared	-0.165844	S.D. dependent var	2.860846	
S.E. of regression	3.088977	Akaike info criterion	5.343864	
Sum squared resid	104.9596	Schwarz criterion	5.585298	
Log likelihood	-37.75091	Hannan-Quinn criter.	5.356227	
F-statistic	0.466553	Durbin-Watson stat	2.158537	
Prob(F-statistic)	0.759299			

المصدر: مخرجات برنامج eviews7.

من خلال الجدول رقم (4-18) أن احصائية $LM=(n-p)*R^2 = 2.320$ أصغر من $x^2(p) = 5.999$ ، كما أن احتمال قيمة فيشر أكبر من مستوى معنوية 5%، وبالتالي نقبل H_0 ونرفض H_1 ، أي عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء بين متغيرات الدراسة .

3-2-3- اختبار تجانس الأخطاء white :

اقترح (white-1980) اختبار يعتمد على العلاقة بين مربعات البواقي وجميع المتغيرات المستقلة وكذا مربعاتها، وفيما يلي الجدول التالي يمثل نتائج اختبار تجانس الأخطاء white.

جدول رقم(4-19) :نتائج اختبار تجانس الأخطاء white

Heteroskedasticity Test: White				
F-statistic	0.399091		Prob. F(3,12)	0.7562
Obs*R-squared	1.451539		Prob. Chi-Square(3)	0.6935
Scaled explained SS	0.763941		Prob. Chi-Square(3)	0.8581
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID^2				
Method: Least Squares				
Date: 11/01/17 Time: 22:54				
Sample: 2 17				
Included observations: 16				
Collinear test regressors dropped from specification				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	9.801295	3.415071	2.870012	0.0141
DPPETROL	-0.072563	0.166685	-0.435330	0.6710
DPPETROL^2	-0.004142	0.005259	-0.787539	0.4462
DPPETROL*DPRFE				
R	0.009923	0.019435	0.510594	0.6189
R-squared	0.090721	Mean dependent var	7.672911	
Adjusted R-squared	-0.136599	S.D. dependent var	10.00649	
S.E. of regression	10.66806	Akaike info criterion	7.784703	
Sum squared resid	1365.690	Schwarz criterion	7.977850	
Log likelihood	-58.27762	Hannan-Quinn criter.	7.794594	
F-statistic	0.399091	Durbin-Watson stat	2.920745	
Prob(F-statistic)	0.756164			

المصدر :مخرجات برنامج eviews7

من خلال الجدول نلاحظ أن احصائية مضاعف لانجرانج $LM=n*R^2=1.451$ تتبع توزيع X^2 بدرجة حرية $2k$ أصغر من القيمة الجدولة $x^2(2k)=7.815$ ، وبالتالي نقبل الفرضية H_0 ، أي تبين الأخطاء متجانس.

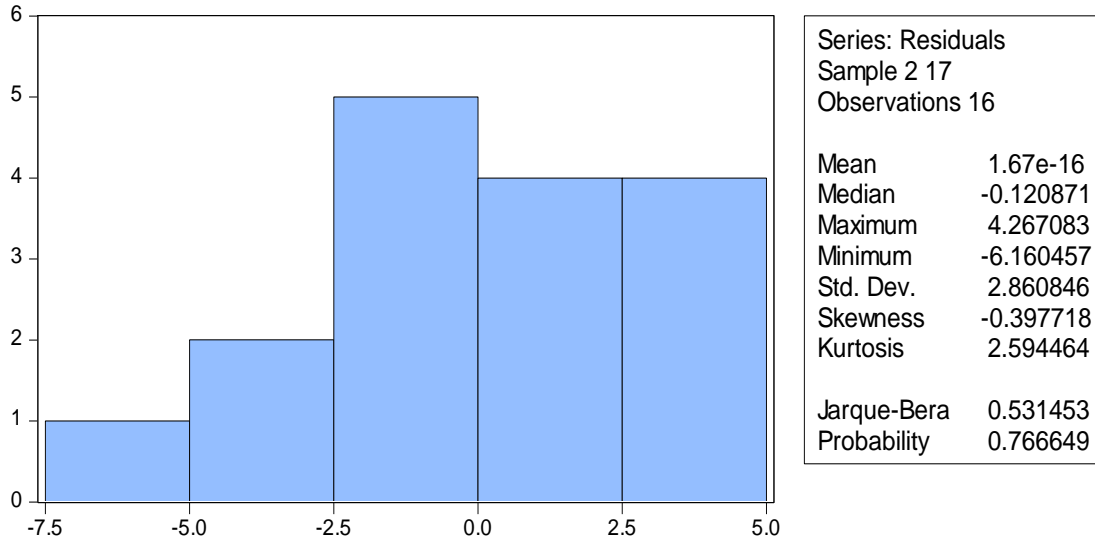
3-3-3- اختبار التوزيع الطبيعي Jarque - bera:

حسب جارك وبيرا يتم اختبار الفرضية التالية :

$$H_0 : \beta_1^{1/2} = \beta_2 - 3 = 0$$

إذا كانت $JB > x^2_\alpha(2)$ ، فإننا نرفض فرضية التوزيع الطبيعي للسلسلة بنسب معنوية α ، وفيما يلي الشكل التالي يمثل نتائج اختبار جارك وبيرا

الشكل رقم(4-8): نتائج اختبار jarque -bera



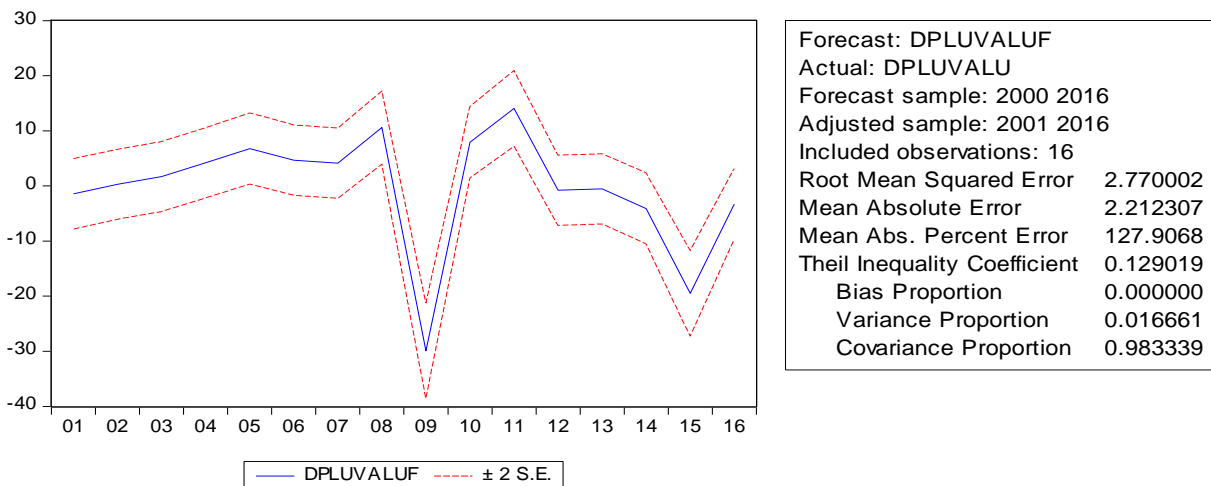
المصدر: مخرجات برنامج eviews7.

من خلال الشكل رقم (4-8) نلاحظ أن $JB = 0.531 < JB_{\text{أصغر}} = 5.99$ ، أي أن $\chi^2(2) = 5.99$ نلاحظ أن $JB = 0.531 < \chi^2(2) = 5.99$ ، وبالتالي نقبل الفرضية H_0 : أي أن السلسلة تتوزع طبيعياً .

4-اختبار قدرة النموذج على التنبؤ :

وفيما يلي الشكل التالي يختبر قدرة النموذج على التنبؤ

الشكل رقم (4-9): اختبار قدرة النموذج على التنبؤ



المصدر: مخرجات برنامج eviews7

من خلال الشكل رقم (4-9) نلاحظ أن النموذج له قدرة على التنبؤ عالية حيث أن الاحتمال p أصغر من 0.05.

5-التفسير الاقتصادي لنتائج النموذج.

الموارد المالية لصندوق ضبط الايرادات المتمثلة أساسا في فوائض الجباية البترولية تتأثر بشكل كبير و مباشر بتقلبات سعر النفط في الأسواق المالية الدولية ،حيث اذا ارتفع سعر البترول ب1 دولار أمريكي ارتفعت فوائض الجباية البترولية ب 423مليون دولار أمريكي بافتراض ثبات العوامل الأخرى ،كما تتأثر أيضا بمستوى السعر المرجعي لبرميل النفط الذي يحسب على أساس الفرق بين فوائض الجباية البترولية الفعلية و الجباية البترولية المقدرة و الذي يتم تحديده في قانون المالية ،حيث أنه اذا ارتفع السعر المرجعي لبرميل النفط ب 1 دولار أمريكي انخفضت فوائض الجباية البترولية ب786مليون دولار أمريكي ،ومن الملاحظ أن مراجعة السعر المرجعي من قبل السلطات المالية تتم في ظل ظروف ترتبط أساسا بتقلبات سعر النفط في السوق المالية الدولية ،حيث تم رفع السعر المرجعي من 19 دولار أمريكي الى 37 دولار أمريكي سنة2009 نتيجة انهيار أسعار النفط في السوق المالية نتيجة الأزمة المالية العالمية سنة 2008،وتم رفعه الى 50دولار أمريكي لإعداد ميزانية 2017 نتيجة انهيار سعر النفط المسجل منذ منتصف جوان 2014 بالإضافة ارتفاع المتزايد لحجم نفقات الميزانية .

حسب نتائج الدراسة المتوصل اليها بالإضافة الى الوضعية المالية الحالية للصندوق للفترة (2016-2017)،يجب تنويع مصادر تمويل الصندوق و ذلك عن طريق استثمار أصوله المالية في الأسواق المالية الدولية من أجل زيادة العائد و ضمان موارد مالية متجددة ، من خلال تكوين محفظة مرجعية متنوع ما بين الاستثمار في أصناف الأصول المالية التقليدية و الأصول المالية البديلة التي تحقق عوائد مرتفعة وتدعم استقرار و تطور الاقتصاد الوطني،وهذا ما سنتطرق اليه في الفصل الخامس .

المبحث الثالث: تقييم استخدامات صندوق ضبط الايرادات الجزائري .

في هذا المبحث سنقوم بتقييم صندوق ضبط الايرادات في جانب استخداماته، و المتمثلة أساسا في تمويل عجز الخزينة العمومية وذلك من خلال المطلب الأول ، تخفيض المديونية العمومية ومدى فعاليته ونجاحه في تحقيق الأهداف المحددة له من خلال المطلب الثاني وتأثير معدلات التضخم على رصيد صندوق ضبط الايرادات الجزائري .

المطلب الأول: تمويل عجز الخزينة العمومية (2006-2016).

لقد تم انشاء صندوق ضبط الايرادات منذ سنة 2000 بهدف¹ تخفيض الدين العمومي بالإضافة الى ضبط نفقات وتوازن الميزانية المحددة عن طريق قانون المالية، ومن خلال قانون المالية لسنة² 2006 تم تغيير هدف ضبط نفقات و توازن الميزانية الى هدف تمويل عجز الخزينة العمومية دون أن يقل رصيد الصندوق عن 740 مليار دج في باب النفقات، بالإضافة الى هدف تخفيض الدين العمومي ،وفيما يلي الجدول التالي يمثل الاقطاعات المالية من صندوق ضبط الايرادات الموجهة لتمويل الأهداف المحددة له للفترة 2000-2016.

¹ المادة 10 من قانون المالية التكميلي لسنة 2000، الموافق ل 24 ربيع الأول 1421 - 27 جويلية لسنة 2000، الجريدة الرسمية العدد 37، مرجع سبق ذكره.
² المادة 25 المعدلة للمادة 10، قانون المالية التكميلي 2006، 20 جويلية 2006 الموافق ل 24 جمادى الثانية 1427 الجريدة الرسمية العدد 47، مرجع سبق ذكره.

جدول رقم(4-20) :تطور وضعية صندوق ضبط الايرادات الجزائري للفترة 2000-2016(مليار دج).

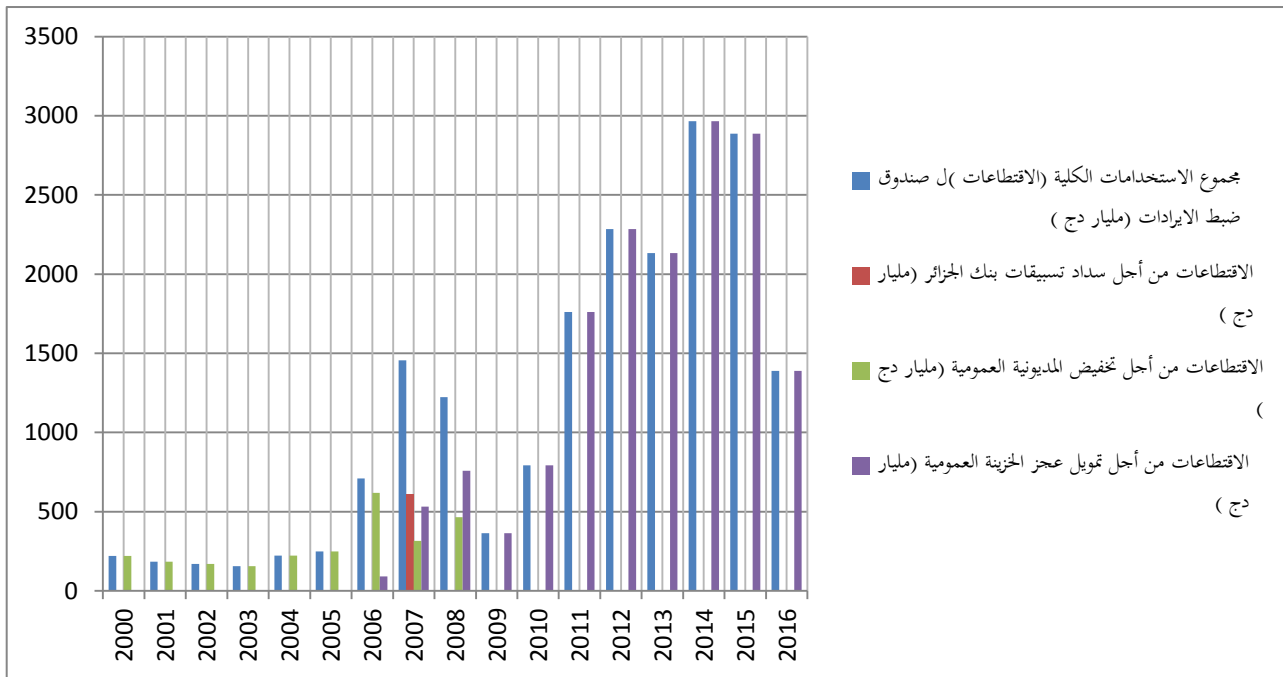
السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
رصيد الصندوق للسنة السابقة	0	232.1	171.5	27.9	320.8	721.6	1842.6	2931.0	3215.5
فائض قيمة جباية البترولية	453.2	123.8	26.5	448.9	623.4	1368.8	179.8	1738.8	2288.1
تسبيقات بنك الجزائر	0	0	0	0	0	0	0	0	0
مجموع موارد الصندوق قبل الاستخدام	453.2	356.0	198.0	476.8	944.3	209.5	3640.6	4669.8	5503.6
سداد الدين العمومي	221.1	184.6	170.0	156.0	222.7	247.8	618.1	314.4	465.4
سداد تسبيقات بنك الجزائر	0	0	0	0	0	0	0	0	0
تمويل الخزينة العمومية	0	0	0	0	0	0	91.530	531.952	758.180
مجموع الاستخدامات	221.1	184.4	170.0	156.0	222.7	247.8	709.6	1454.3	1223.6
رصيد الصندوق بعد الاستخدامات	232.1	171.5	27.9	320.8	721.6	1842.6	2931.0	3215.5	4280.0

2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	السنوات
2073.8	4408.1	5663.5	5633.7	5381.7	4842.8	4316.4	4280.0	رصيد الصندوق للسنة السابقة
98.5	552.1	1810.3	2062.2	2535.3	2300.3	1318.3	400.6	فائض قيمة جباية البترولية
0	0	0	0	0	0	0	0	تسبيقات بنك الجزائر
2172.3	4960.5	7373.8	7695.9	7917.0	7143.1	5634.7	4680.7	مجموع موارد الصندوق قبل الاستخدام
0	0	0	0	0	0	0	0	سداد الدين العمومي
0	0	0	0	0	0	0	0	سداد تسبيقات بنك الجزائر
1387.9	2886.5	2965.6	2132.4	2283.2	1761.4	791.9	364.2	تمويل الخزينة العمومية
1387.9	2886.5	2965.6	2132.4	2283.2	1761.4	791.9	364.2	مجموع الاستخدامات
784.4	2073.8	4408.1	5563.5	5633.7	5381.7	4842.8	4316.4	رصيد الصندوق بعد الاستخدامات

Source : Situation du Fonds de Régulation des Recettes, <http://www.dgpp-mf.gov.dz>, consulte le 27/05/2017.

-من خلال الجدول رقم (4-20) نلاحظ أنه في بداية نشاط صندوق ضبط الايرادات ابتداء من سنة 2000 اقتصر استخدامه على تسديد المديونية العمومية الى غاية سنة 2009 ولم يتم استخدام موارده المالية من أجل¹ تمويل الميزانية العمومية ،ابتداء من سنة 2006 تم توجيهه لتمول عجز الخزينة العمومية وفق قانون المالية التكميلي لسنة 2006 حيث تم توسيع هدف تمويل وضبط نفقات الميزانية ليشمل تمويل عجز الخزينة العمومية ،وفيما يلي الشكل التالي يمثل حجم المبالغ المالية المقطعة من صندوق ضبط الايرادات الموجهة من أجل تمويل عجز الخزينة العمومية وتخفيض الدين العمومي للفترة (2000-2016).

الشكل رقم(4-10) :يمثل حجم الاقتطاعات المالية الموجهة لتمويل استخدامات صندوق ضبط الايرادات للفترة 2000-2016(مليار دج).



المصدر: من اعداد الطلبة الباحثة اعتمادات على بيانات الجدول رقم (4-20).

من خلال الشكل رقم (4-10) نلاحظ أن

-خلال الفترة (2006-2008) مثلت الاقتطاعات المالية من أجل تمويل عجز الخزينة العمومية جزء من مجموع الاقتطاعات الكلية للصندوق حيث تراوحت نسب الاقتطاعات المالية من أجل تمويل عجز الخزينة العمومية 13%، 36% و 62%، للسنوات 2006، 2007 و 2008 على التوالي .

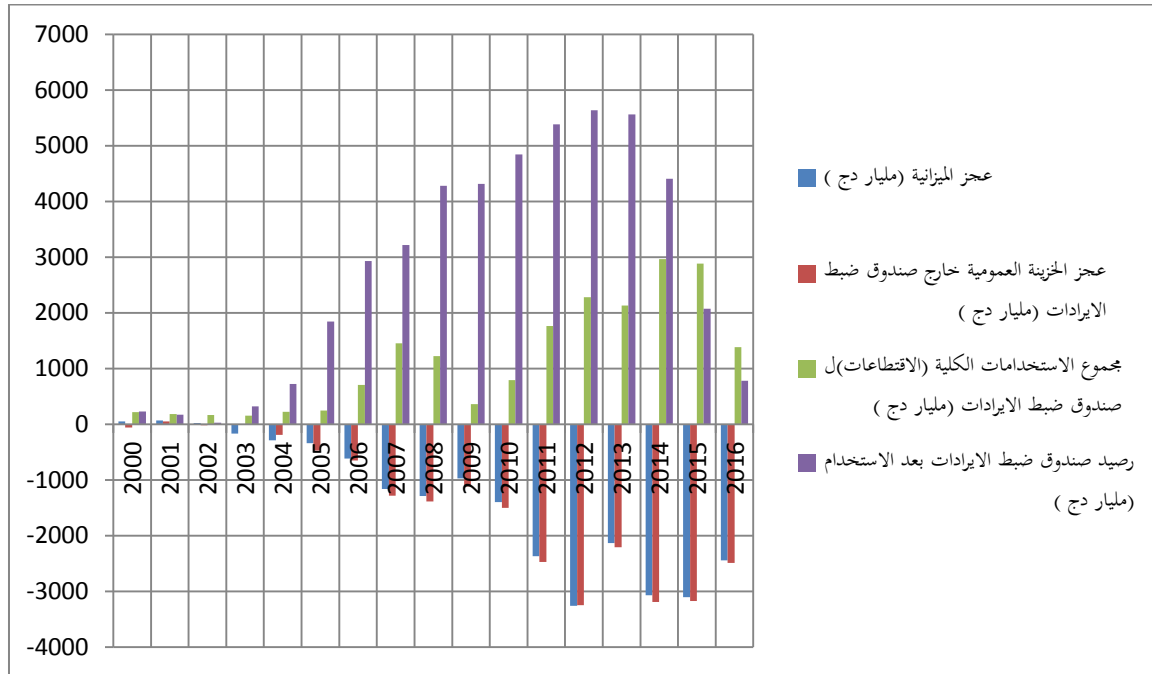
-خلال الفترة (2009-2016) مثلت الاقتطاعات المالية من أجل تمويل عجز الخزينة العمومية ما نسبته 100% من الاقتطاعات (الاستخدامات) الكلية للصندوق ، حيث تراوح حجم المبالغ المالية المسحوبة من أجل تمويل

¹ حسب قانون المالية التكميلي لسنة 2000 تم وضع بند لاستخدام صندوق ضبط الايرادات من اجل ضبط وتوازن نفقات الميزانية بالإضافة الى تخفيض الدين العمومي .

عجز الخزينة العمومية ما بين 364مليار دج سنة 2009 الى 2965 مليار دج سنة 2014¹ ذلك لأن نشاط الصندوق خلال هذه الفترة اقتصر على تمويل عجز الخزينة العمومية فقط.

ومن الملاحظ أيضا ارتفاع حجم المبالغ المالية المسحوبة من أجل تمويل عجز الخزينة العمومية في ظل ارتفاع المتواصل² لعجز الميزانية و عجز الخزينة العمومية ، وفيما يلي الشكل التالي يمثل حجم الاقتطاعات المالية المسحوبة من أجل تمويل استخدامات الصندوق ،رصيد الميزانية ،رصيد الخزينة العمومية خارج صندوق ضبط الايرادات ورصيد صندوق ضبط الايرادات بعد الاستخدامات للفترة (2000-2016).

الشكل رقم(4-11): يمثل حجم المبالغ المالية الموجهة لتمويل استخدامات ص ض الايرادات ،رصيد الميزانية ،رصيد الخزينة العمومية خارج ص ض ا،و رصيد ص ض ا بعد الاستخدامات للفترة (2000-2016) بمليار دج .



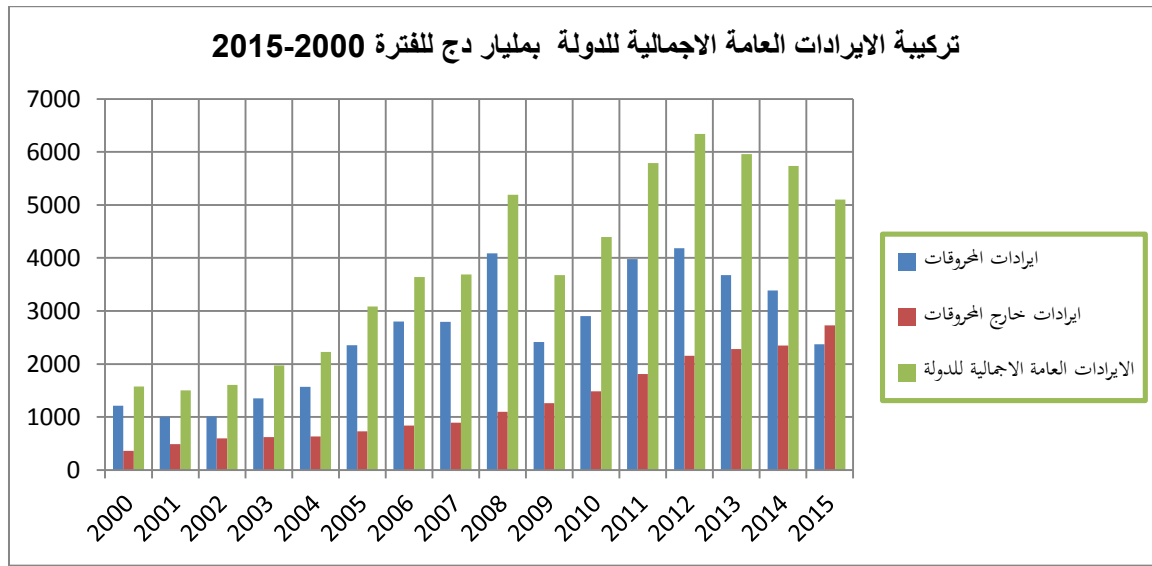
المصدر: من اعداد الطلبة اعتمادا على الجدول رقم (4-20).

من خلال الشكل رقم(4-11) نلاحظ خلال الفترة (2009-2016) أنه كلما ارتفع مستوى عجز الميزانية وبالتالي عجز الخزينة العمومية كلما ارتفع حجم المبالغ المالية المسحوبة من الصندوق لتغطية هذا العجز حيث تم سحب في سنة 2009 مبلغ 364 مليار دج للمساهمة في تغطية عجز الخزينة العمومية لسنة 2009 قدر ب1173مليار دج مقابل سحب مبلغ يقدر ب2886 مليار دج سنة 2015 للمساهمة في تغطية عجز الخزينة العمومية لسنة 2015 قدر ب3172مليار دج ،خصوصا خلال الفترة (2014-2016) حيث أدت الاقتطاعات المالية الكبيرة الى انخفاض رصيد صندوق ضبط الايرادات من 4408 مليار دج سنة 2014 الى 784 مليار دج

¹ سنة 2014 تم اقتطاع ما قيمته 2965672 مليون دج من أجل تمويل عجز الخزينة العمومية، ويعد أكبر اقتطاع مالي من الصندوق منذ انشاء ه سنة 2000 الى غاية 2016 . العجز المسجل على مستوى الميزانية والخزينة العمومية ناتج عن اتباع الحكومة سياسة مالية توسعية تركز على زيادة الانفاق العام من أجل زيادة النمو الاقتصادي ،حيث أن عجز الميزانية العامة في هذه الحالة يكون متعمدا.

سنة 2016 في ظل الانخفاض المتواصل لأسعار النفط ،يمكن القول أنه تم توجيه استخدام صندوق ضبط الإيرادات بشكل أساسي نحو تمويل عجز الخزينة العمومية ،و للحكم عن مدى فعالية استخدام الموارد المالية للصندوق في تمويل عجز الخزينة العمومية سنتبين طبيعة العجز على مستوى إيرادات العامة للدولة و مصدره من خلال تركيبة هيكل نفقات الميزانية ،وفيما يلي الشكل التالي يمثل تركيبة إيرادات العامة الاجمالية للجزائر للفترة 2000-2015 بمليار د ج .

الشكل رقم(4-12): يمثل تركيبة الإيرادات العامة الاجمالية للجزائر للفترة 2000-2015 بمليار دولار أمريكي .



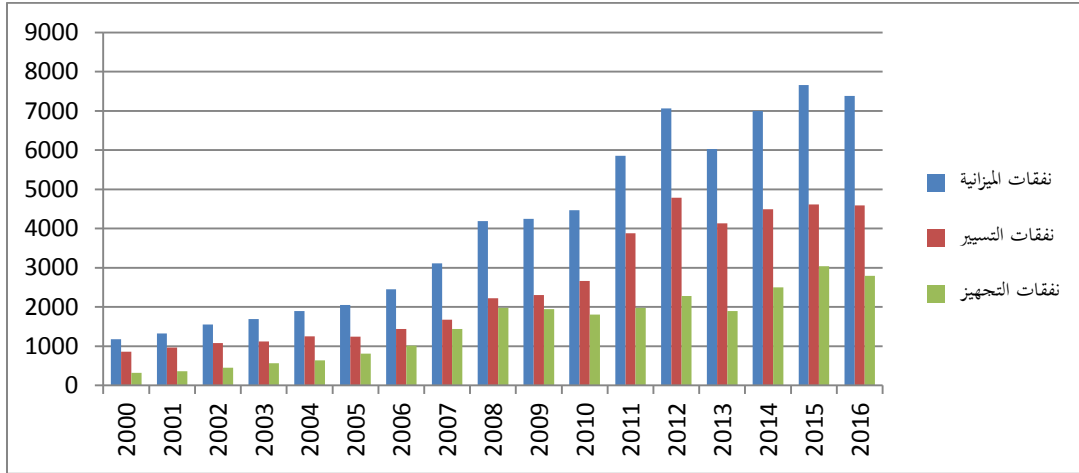
المصدر: وضعية عمليات الخزينة العمومية ،تقارير بنك الجزائر لسنة 2004، 2005، 2008، 2011، 2013، و 2015.

من خلال الشكل رقم (4-12) نلاحظ أن إيرادات المحروقات تمثل أكثر من 65% من إيرادات العامة للجزائر للفترة 2004-2017، حيث تعتبر مصدر أساسي لتمويل النفقات العامة بما فيها البرامج الاقتصادية المعتمد من قبل الحكومة ، حيث أن الارتفاع المتواصل لأسعار النفط أدى الى ارتفاع إيرادات المحروقات و بالتالي الإيرادات العامة الاجمالية للدولة وهذا ما تم تسجيله سنة 2015 حيث بلغت الإيرادات الاجمالية 5101.3 مليار دج مقابل 5738.4 مليار دج في سنة 2014 بانخفاض قدره 635.3 مليار دج ، وذلك نتيجة¹ لانخفاض إيرادات المحروقات ب 1014.9 مليار دج مقارنة بسنة 2014، مقابل ارتفاع الإيرادات خارج المحروقات حيث بلغت نسبتها 53.5% الى اجمالي الإيرادات العامة سنة 2015 وقد بلغت 2729.6 مليار دج بزيادة قدرها 16.2% مقارنة بسنة 2014 حيث بلغت 2349.9 مليار دج ، وبالتالي يمكن القول أن حجم الإيرادات العامة الاجمالية

¹ انتقلت إيرادات المحروقات سنة 2014 من 3388.4 مليار دج الى 2373.5 مليار دج سنة 2015 ، أي انخفاض قدره 30 بالمائة .

للجزائر ترتبط بشكل كبير بحجم إيرادات الجباية البترولية بالإضافة الى هيكل وحجم الإيرادات الضريبية¹ خارج المحروقات ، أما على مستوى نفقات الميزانية العامة لدينا الشكل التالي يمثل تركيبة هيكل نفقات الميزانية :

الشكل رقم (4-13): هيكل نفقات الميزانية للفترة 2000-2016 (مليار دج).



المصدر: من اعداد الطلبة اعتمادا ، جدول وضعية المختصرة لعمليات الخزينة العمومية ، مديرية التوقعات و السياسات ، وزارة المالية ، اطلع عليه بتاريخ 2017/12/16.

من خلال الشكل رقم (4-13) نلاحظ ارتفاع حجم نفقات الميزانية ذلك أن الجزائر² اتبعت سياسة مالية توسعية ، في ظل ارتفاع أسعار النفط وذلك من خلال تنفيذ³ برامج ومخططات الاستثمار خصوصا خلال الفترة (2009-2014) ، تمثل النفقات الموجهة للتسيير خلال الفترة (2000-2017) أكثر من نصف نفقات الميزانية الكلية ، حيث تمثل نفقات التسيير 70% من النفقات الكلية للميزانية مقابل 30% لنفقات التجهيز(نفقات رأس المال) وذلك خلال نفس الفترة . وفيما يلي جدول يمثل الوضعية المختصرة لعمليات الخزينة العمومية للفترة 2000-2016 .

¹ حيث مثلت الضرائب على المداحيل 43.9% سنة 2015، والضرائب على السلع والخدمات 35% والحقوق الجمركية 17.5% سنة 2015
² في ظل ظروف اقتصادية ملائمة تميزت بارتفاع أسعار النفط اتبعت الجزائر سياسة مالية توسعية (النموذج الكينزي) وذلك من خلال تنشيط الطلب الكلي عن طريق الزيادة في الانفاق العام .

³ اتبعت الحكومة سياسة الانعاش الاقتصادي و ذلك من خلال برنامج دعم الانعاش الاقتصادي 2001-2004 وقد بلغ حجم الغلاف المالي المخصص لهذا الاستثمار 525 مليار دج، برنامج التكميلي لدعم النمو (2005-2009) وقد تم تخصيص له 4202.7 مليار دج، برنامج توطيد النمو الاقتصادي (2010-2014) وقد رصد له 21214 مليار دج.

جدول رقم (4-21): يمثل الوضعية المختصرة لعمليات الخزينة العمومية للفترة 2000-2016 بمليار دج

السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
ايرادات الميزانية	1124.9	1389.7	1576.6	1525.5	1606.3	1713.9	1841.9	1949.0	2902.4
نفقات الميزانية	1178.1	1321.0	1550.6	1690.1	1891.7	2052.0	2453.0	3108.5	4191.0
رصيد الميزانية	53.1-	68.7	26.0	164.6-	285.3-	338.0-	611.0-	1159.5-	1288.6-
رصيد عمليات الخزينة العمومية	53.8-	48.7	14.8	22.3	175.5-	467.0-	615.1-	1140.6-	1257.3-
رصيد الخزينة العمومية	54.3-	55.2	16.0-	10.2-	187.3-	472.1-	647.3-	1281.9-	1381.1-
التمويل	54.3	55.2-	16.0	10.2	187.3	472.1	647.3	1281.9	1381.1
تمويل بنكي	175.3-	136.9-	58.1	31.2	287.5-	118.7	76.2-	275.3-	346.3-
تمويل غير بنكي	105.6	85.3	32.8	86.0-	57.7	221.2	172.5	213.6	508.1
اقتطاعات من ص ض الإيرادات	221.1	106.9	0	156.0	470.2	247.8	709.6	1454.3	1223.6
التمويل الخارجي	97.0-	110.5-	74.8-	90.9-	53.1-	115.7-	158.7-	110.6-	4.2-
الاقتراض الوطني	0	0	0	0	0	0	0	0	0

2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	السنوات
4943.6	4552.5	3927.7	3895.3	3804.0	3489.8	3074.6	3275.3	ايرادات الميزانية
7383.6	7656.3	6995.7	6024.1	7058.1	5853.5	4466.9	4246.3	نفقات الميزانية
-2439.9	-3103.7	-3068.0	-2128.8	-3254.1	-2363.7	-1392.2	-970.9	رصيد الميزانية
-2373.9	-3043.1	-3095.7	-2075.4	-3179.5	-2339.6	-1357.6	-975.2	رصيد عمليات الخزينة العمومية
-2485.7	-3172.3	-3185.9	-2205.9	-3246.1	-2468.8	-1496.4	-1113.7	رصيد الخزينة العمومية
2485.7	3172.3	3185.9	2205.9	3246.1	2468.8	1496.4	1113.7	التمويل
232.5	152.5	18.6	-165.4	51.5	-19.8	30.1	93.4	تمويل بنكي
205.4	136.6	204.8	241.1	913.8	727.9	674.3	655.2	تمويل غير بنكي
1387.9	2886.5	2965.6	2132.4	2283.2	1761.4	791.9	364.2	اقتطاعات من ص ض الإيرادات
102.0	-3.3	-2.4	-2.1	-2.4	-0.7	0.05	0.7	التمويل الخارجي
557.8	0	0	0	0	0	0	0	الاقتراض الوطني

المصدر: وزارة المالية، مديرية التوقعات و السياسات، تاريخ الاطلاع 2017/12/26. الخباياة البترولية على أساس قانون المالية، السعر المرجعي لريميل النفط للفترة (2000-2008) 19 دولار أمريكي، 37 دولار أمريكي للفترة (2009-2016).

** التمويل من خلال صندوق ضبط الإيرادات: الاقتطاعات من صندوق ضبط الإيرادات للفترة 2000-2005 كانت موجبة من أجل تخفيض المديونية العمومية كما أن الفترة 2006-2008 تمثل مجموع الاقتطاعات من أجل تمويل حصر الخزينة بالإضافة إلى تخفيض الدين العمومي

من خلال الجدول رقم (4-21) نلاحظ أنه :

تم تسجيل عجز على مستوى الميزانية العامة و الخزينة العمومية خلال سنوات الدراسة (2000-2016) باستثناء سنتي 2001 و 2002، و من أجل تمويل العجز تم استخدام مصادر تمويل متنوعة و بتفضيلات متباينة خلال الفترة المدروسة (2000-2016)، وعلى أساس مصادر تمويل¹ عجز الخزينة العمومية يمكن أن نميز فترتين أساسيتين :

الفترة (2000-2005): خلال هذه الفترة تم تمويل العجز على مستوى الميزانية و الخزينة العمومية من خلال اللجوء الى² التمويل الغير البنكي (القرض العام الداخلي) و³ التمويل البنكي (الاصدار النقدي) بدرجة أقل، في حين لم تتجه الحكومة الى الاستدانة الخارجية، كما أن الاقتطاعات المالية من صندوق ضبط الايرادات⁴ الموضحة في الجدول رقم (4-21) خلال الفترة (2000-2005) تم استخدامها من أجل تخفيض الدين العمومي وقدر حجم الاقتطاعات المالية خلال هذه الفترة 1202 مليار دج .

الفترة (2006-2016): خلال هذه الفترة نلاحظ الارتفاع المتواصل لحجم العجز سواء على مستوى الميزانية العامة و الخزينة العمومية، كما لجأت الحكومة الى استخدام موارد صندوق ضبط الايرادات كمصدر تمويل أول من حيث الاستخدام من أجل تمويل العجز، حيث بلغت حجم المبالغ المالية المقتطعة من أجل تمويل العجز على مستوى الخزينة العمومية خلال الفترة 2000-2016 حوالي 15955 مليار دج أي 15 تريليون دج، بالإضافة الى استخدام التمويل الغير البنكي كمصدر تمويل ثان، و التمويل الغير البنكي كمصدر تمويل ثالث من أجل تمويل عجز الخزينة العمومية، كما لجأت الحكومة الى الاستدانة الخارجية خلال هذه الفترة حيث قدر حجم الاقتراض الخارجي بحوالي 103 مليار دج و ذلك خلال سنة 2009، 2010 و 2016، كما لجأت الحكومة الى الاقتراض الوطني وذلك من خلال اللجوء الى القرض السندي سنة 2016 حيث قدر حجم التمويل من خلال القرض السندي ب557 مليار دج وذلك في ظروف اتسمت بانخفاض الايرادات الجبائية الناجمة عن انخفاض أسعار البترول في السوق المالية الدولية، وفيما يلي الشكل التالي يمثل نسبة مساهمة كل مصدر من مصادر التمويل المختلفة من حيث حجم المبالغ المالية المستخدمة في تمويل عجز الخزينة العمومية للفترة 2000-2016 .

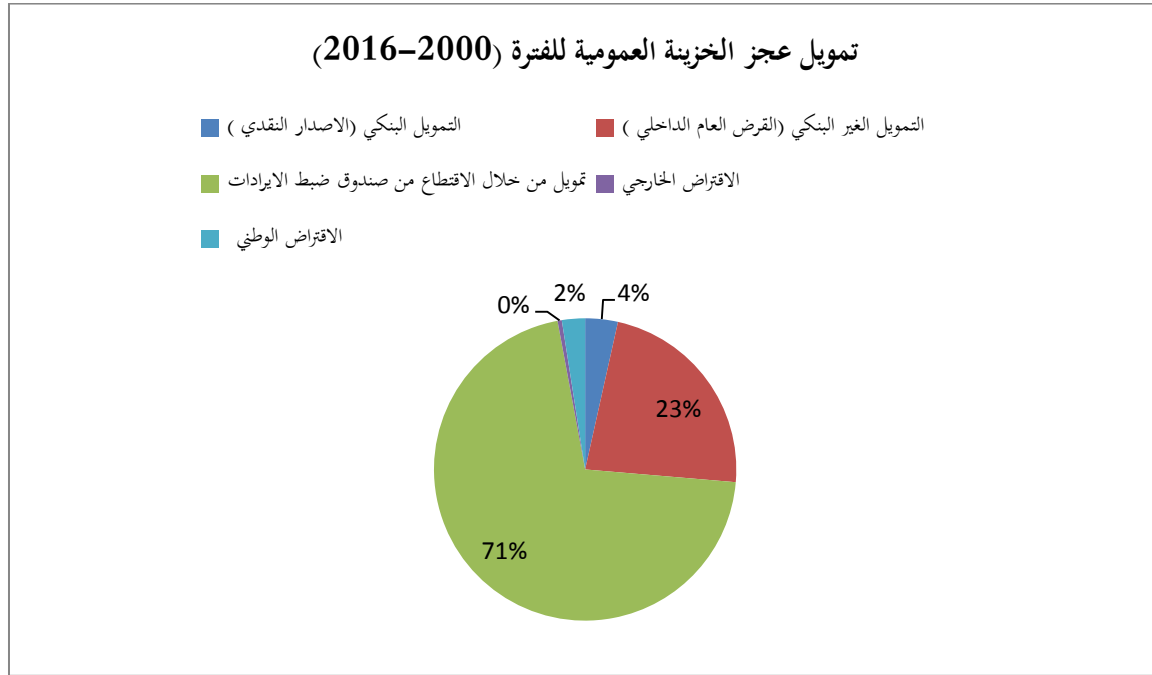
¹ نميز فترتين الاولى (2000-2005) و الفترة الثانية (2006-2016) على أساس استخدام موارد صندوق ضبط الايرادات .

² التمويل الغير البنكي يمثل في القرض العام الداخلي

³ الاصدار النقدي قيام الدولة بإصدار كمية من النقود لاستخدامها في تغطية العجز المالي الناجم عن ارتفاع نفقات الميزانية مقابل الايرادات، يتم الاصدار النقدي من خلال البنك المركزي وفي حدود الغطاء الموجود من سلع وخدمات.

⁴ الاقتطاعات المالية المسجلة في الجدول و الموجهة من أجل تخفيض الدين العمومي باعتبار أن المديرية العامة للخزينة تتكون من خمسة مديريات فرعية من بينها مديرية الدين العام، مديرية خزينة الدولة، مديرية الاشتراكات، مديرية البنوك العامة و السوق المالية و مديرية التأمينات .

الشكل رقم (4-14):نسب تمويل عجز الخزينة العمومية باستخدام مصادر التمويل المختلفة للفترة (2000-2016)



المصدر: من اعداد الطلبة اعتمادا على الجدول رقم(4-21)الوضعية المختصرة لعمليات الخزينة العمومية .

من خلال الشكل رقم (4-14) نلاحظ أن :

تم تمويل العجز المحقق على مستوى الخزينة العمومية كل سنة ابتداء من سنة 2006 الى غاية 2016 من خلال الاقتطاع من موارد صندوق ضبط الايرادات بواقع 71% من مجموع المبالغ المالية الاجمالية للفترة 2000-2016 و الموجهة لتمويل العجز على مستوى الخزينة العمومية من خلال مصادر¹ التمويل المختلفة ،اعتماد الحكومة بشكل كبير على موارد صندوق ضبط الايرادات من أجل تمويل العجز خاصة في ظل صدمة انخفاض أسعار البترول منذ سنة 2014 أدى الى انخفاض الموارد المالية للصندوق حيث وصل الى الحد الأدنى القانوني و المحدد ب 740 مليار دج ابتداء من بداية سنة 2016 ،ليتم الغاؤه من خلال قانون المالية لسنة² 2017 هذا الوضع و المتمثل في نضوب الموارد المالية لصندوق ضبط الايرادات باعتباره مصدر مهم في تمويل عجز الخزينة العمومية أدى الى لجوء الحكومة الى³ التمويل الغير التقليدي والمتمثل في قيام بنك الجزائر بالشراء المباشر لسندات الخزينة العمومية في مدة أقصاها خمسة سنوات قصد تغطية حاجيات تمويل الخزينة و تمويل تسديد الدين العمومي الداخلي و تمويل الصندوق الوطني للاستثمار.

¹ تمويل عجز الخزينة العمومية يتم من خلال الاصدار النقدي (التمويل البنكي)،القرض العام الداخلي (التمويل الغير البنكي)،الاقتراض الخارجي،الاقتراض الوطني و بالاضافة الى صندوق ضبط الايرادات .

² المادة 121 المعدلة للمادة 10،قانون المالية 2017، الجريدة الرسمية، العدد 29،77 ديسمبر 2016الوافق ل 29 ربيع الأول 1438،مرجع سبق ذكره .

³ http://ar.aps.dz/economie/47743-2017-09-24-14-20-26,consulté_le_28/12/2017.

-يمكن القول أنه صندوق ضبط الإيرادات يمول عجز ناجم عن ارتفاع النفقات خصوصا نفقات التسيير ، كما أن إيرادات الميزانية تتأثر بشدة بتقلبات سعر البترول في السوق المالي الدولية .

المطلب الثاني : تخفيض المديونية العمومية (2000-2008)

من الأهداف التي وضعت لصندوق ضبط الإيرادات تخفيض¹ الدين العمومي و الذي شرع في تطبيقه منذ سنة 2000 الى غاية 2008، حيث مثلت الاقتطاعات من أجل تخفيض الدين العمومي نسبة كبيرة من مجموع الاستخدامات خلال هذه الفترة و فيما يلي الجدول التالي يمثل حجم المبالغ المالية المسحوبة من أجل تخفيض الدين العمومي على مجموع استخدامات موارد هذا الصندوق خلال الفترة 2000-2008.

جدول رقم (4-22):نسبة استخدام موارد صندوق ضبط الإيرادات لتخفيض الدين العمومي من مجموع الاستخدامات الكلية للفترة 2000-2009 بمليار دج .

السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
مجموع استخدامات الصندوق	221	184	170	156	222	247	709	1454	1223
سداد الدين العمومي	221	184	170	156	222	247	618	314	456
*النسبة %	100	100	100	100	100	100	87.10	21.62	38.03

المصدر: من اعداد الطلبة، اعتمادا على جدول رقم (4-20) وضعية صندوق ضبط الإيرادات للفترة،*النسبة = استخدامات (الاقتطاعات من أجل سداد الدين العمومي)/مجموع استخدامات صندوق ضبط الإيرادات.

من خلال الجدول رقم (4-22) نلاحظ أنه في البداية اقتصر استخدام صندوق ضبط الإيرادات على تخفيض الدين العمومي فقط خلال الفترة 2000-2005 الى غاية سنة 2006 حيث تم توجيه استخدام موارد الصندوق لتمويل عجز الخزينة العمومية بالإضافة الى تخفيض الدين العمومي (الداخلي و الخارجي) الى غاية سنة 2008.

وفيما يلي الجدول التالي يمثل حجم الديون العمومية (الداخلية و الخارجية) للفترة 2000-2009.

¹الدين العمومي هو جميع الالتزامات المالية في شكل قروض من قبل الدول وسلطاتها العامة، ويمكن تعريفه على أنه مبلغ نقدي تقترضه الدولة أو أحد الأشخاص القانون العام من الأفراد أو المؤسسات المالية الخاصة أو العامة الوطنية أو الدولية أو من الدول الأخرى.

جدول رقم (4-23): يمثل حجم الديون العمومية الداخلية و الخارجية وحجم الموارد المالية المستخدمة لسداد الدين العمومي للفترة 2000-2009 .

السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
تحويلات صندوق ضبط الإيرادات لسداد الدين العمومي(مليار دج)	221.100	184.467	170.060	156.000	222.703	247.838	618.111	314.455	465.437	0
الديون العمومية الداخلية(مليار دج)	1022.9	999.4	980.5	982.2	1000.0	1094.3	1779.7	1044.1	734.0	808.8
الديون العمومية الخارجية(مليار دولار أمريكي)	16.317	14.552	14.607	14.893	13.498	11.579	0.878	0.912	0.459	0.483

Source : Dette Publique 2000-2015, Situation du Fonds de Régulation des Recettes (FRR) 2000 - 2016
<http://www.dgppmf.gov.dz>, consulte le 08/08/2017.

لتحديد وجهة تحويلات الصندوق لسداد الديون العمومية الداخلية أو الديون العمومية الخارجية ندرس تطور وضعية كل من الدين العمومي الداخلي و الدين العمومي الخارجي خلال الفترة 2000-2009:

أ-الدين العمومي الداخلي:

يمكن أن نميز 03مراحل ،حيث سجل انخفاض لحجم الدين العمومي¹ الداخلي خلال الفترة 2000-2003 من 1022.9مليار دج الى 982مليار دج وهذا يدل على استخدام موارد الصندوق لتسديد الدين العمومي الداخلي ،ليعاود الارتفاع من 1000 مليار دج الى 1779.7مليار دج خلال الفترة 2004-2006 حيث تم² اعتماد استراتيجية لتقليص المديونية الخارجية للجزائر وفي نفس الوقت اللجوء الى الاقتراض الداخلي ،ليسجل انخفاض خلال الفترة 2007-2008 حيث انخفض من 1044.1مليار دج الى 734مليار دج و ذلك في اطار³ تخفيض الدين العمومي الداخلي، حيث قامت الخزينة العمومية سنة 2008 بتسديدات هامة لصالح المصارف العمومية ب301.6 مليار دج بالإضافة الى استخدام تحويلات صندوق ضبط الإيرادات .

¹الدين العمومي الداخلي هو الدين الداخلي تمثل المبالغ المالية التي تحصل عليها الدولة من الأشخاص الطبيعيين أو المعنويين المقيمين في اقليمها بغض النظر عن جنسيتهم سواء كانوا مواطنين أو أجانب .

²التطور الاقتصادي و النقدي للجزائر ،تقرير 2008 بنك السنوي بنك الجزائر ،سبتمبر 2009،ص87.

³التطور الاقتصادي و النقدي للجزائر ،تقرير 2008 بنك السنوي بنك الجزائر ، مرجع سبق ذكره،ص207.

ب- الدين العمومي الخارجي :

سمح تحسن الوضعية المالية الخارجية للجزائر ابتداء من سنة 2000 بتحسن مؤشرات¹ الدين الخارجي بما في ذلك الدين² العمومي الخارجي ،خصوصا خلال الفترة 2004-2006، حيث³ سمح التسديد المسبق للمديونية الخارجية خلال سنة 2005 وتسارعه في سنة 2006 بتحقيق انخفاض قوي في قائم الدين العمومي الخارجي الذي انتقل من 13.498 مليار دولار أمريكي الى 0.878 مليار دولار أمريكي أي انخفاض بواقع 93.94% .

وفيما يلي الجدول التالي يمثل تطور حجم الدين العمومي الاجمالي للجزائر خلال الفترة 1991-2016،بالاضافة المؤشرات المرتبطة بالدين العمومي و التي تتمثل في نسبة⁴ الدين العمومي الى الناتج الداخلي الاجمالي و نسبة⁵ الدين العمومي الى اجمالي الصادرات.

الجدول رقم(4-24): يمثل تطور حجم الدين العمومي للجزائر و مؤشرات الدين العمومي خلال الفترة (1991-2016).

السنوات	الدين العمومي الاجمالي (مليار دولار أمريكي)	نسبة الدين العمومي الى اجمالي الناتج الداخلي %	نسبة الدين العمومي الى اجمالي الصادرات %
1991	36,325	77.83%	-
1992	30,97	62.93%	272%
1993	37,727	74.03%	368%
1994	41,737	98.38%	451%
1995	48,879	116.20%	467%
1996	46,072	98.15%	341%
1997	33,655	69.86%	245%
1998	35,111	72.86%	350%
1999	40,024	82.02%	317%
2000	34,374	62.81%	156%
2001	29,708	54.27%	155%
2002	29,127	51.25%	155%
2003	28,613	42.15%	116%

¹ لقد بلغ عبء المديونية الخارجية مستويات حادة في بداية التسعينات ،حيث بلغ قائم الدين الخارجي 70% من اجمالي الناتج الداخلي ،وهو مادفع الجزائر للجوء الى اعادة جدولة دينها الخارجي لدى نادي باريس و لندن و التي اندرجت في برامج التعديل مع صندوق النقد الدولي (1994-1998).

الدين العمومي الخارجي هي المبالغ المالية التي تحصل عليها الدولة من الأشخاص الطبيعيين أو المعنويين خارج اقليم الدولة بما فيها القروض التي تحصل عليها الدولة من الهيئات الدولية .²

³ التطور الاقتصادي و التقدي للجزائر ،مرجع سبق ذكره،ص92.

⁴ نسبة الدين العمومي الى الناتج المحلي الاجمالي: يعكس هذا المؤشر قدرة تسديد الدين العمومي بما فيه الداخلي و الخارجي من خلال الناتج المحلي و كلما كانت هذه النسبة صغيرة كلما زادت القدرة على تسديد الدين العمومي من خلال الناتج المحلي الاجمالي .

⁵ نسبة الدين العمومي الى اجمالي الصادرات: يعكس هذا المؤشر مدى قدرة تسديد الدين العمومي بما فيه الداخلي و الخارجي من خلال ايرادات الصادرات فقط .

2004	30,044	35.19%	94%
2005	27,093	26.29%	59%
2006	27,662	23.64%	51%
2007	18,22	13.50%	30%
2008	13,777	8.06%	17%
2009	13,41	9.77%	25%
2010	16,9	10.49%	30%
2011	18,546	9.26%	25%
2012	19,493	9.33%	27%
2013	15,942	7.60%	25%
2014	16,402	7.67%	26%
2015	14,517	8.75%	42%
2016	32,738	20.58%	113%

المصدر: من اعداد الطلبة اعتمادا البيانات التالية: تطور حجم الدين العمومي و حجم الناتج المحلي الاجمالي للفترة 1991-2016:قاعدة بيانات صندوق النقد الدولي، اطلع عليه بتاريخ 2018/01/09.

تطور حجم الصادرات: الديوان الوطني للإحصائيات للفترة (1992-1999) اطلع عليه بتاريخ 2018/01/07، مديرية التوقعات و السياسات، وزارة المالية للفترة. 2000-2016 اطلع عليه بتاريخ 2018/01/09.

من خلال الجدول رقم (4-24) يمكن أن نميز 03 فترات أساسية :

الفترة 1991-1999: تميزت هذه الفترة بارتفاع مستوى الدين العمومي الاجمالي للدولة حيث وصل الى أعلى مستوى له سنة 1995 خلال¹ فترة الدراسة حيث قدر حجم الدين العمومي ب 48 مليار دولار أمريكي و قد بلغت نسبة الدين العمومي الاجمالي الى اجمالي الناتج الداخلي الخام 116.20% كما بلغت نسبة الدين العمومي الى اجمالي الصادرات 467%، ويمكن تفسير ذلك بالظروف الاقتصادية التي كانت تمر بها الجزائر بالإضافة الى لجوء الى صندوق النقد الدولي حيث قدم لها قروض وقد حدد مبلغه ب1.169.28 مليون وحدة حقوق سحب خاصة، وذلك في اطار برنامج التعديل الهيكلي للفترة 1995-1998 وذلك مقابل تطبيق اجراءات وشروط تتمثل في تحرير أسعار الفائدة، وزيادة توسيع الإيرادات العامة عن طريق توسيع الوعاء الضريبي .

الفترة 2000-2009: تميزت هذه الفترة بالانخفاض المتواصل لحجم المديونية العمومية حيث انخفض بواقع 60.98% خلال هذه الفترة، و ذلك في ظرف تميزت بارتفاع أسعار البترول في السوق المالية الدولية حيث تراوحت أسعار البترول في هذه الفترة ما بين 28.6 الى 99.1 دولار أمريكي حيث انخفضت نسبة الدين العمومي الى اجمالي الصادرات من 156% سنة 2000 الى 25% سنة 2009، بالإضافة الى استخدام موارد صندوق ضبط الإيرادات من أجل تخفيض حجم المديونية العمومية حيث سجل أقل مستوى له سنة 2009 حيث قدر

¹فترة الدراسة من 1991-2016.

²د زيري نعيمة، التجارة الخارجية الجزائرية و اصلاحات صندوق النقد الدولي، مجلة المالية و الأسواق، ص 247.

حجم الدين العمومي ب 13.77مليار دولار أمريكي وقد بلغت نسبة الدين العمومي الى اجمالي الناتج المحلي الاجمالي 9.77%.

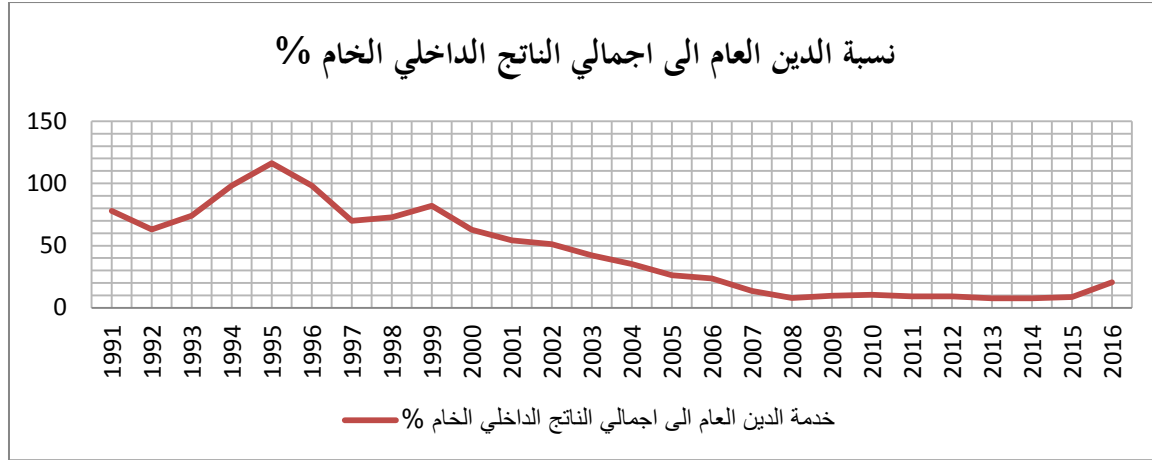
الفترة 2010-2016: خلال هذه الفترة نلاحظ ارتفاع حجم الدين العمومي وقد بلغ متوسط الدين العمومي 18.79 مليار دولار أمريكي، في حين قد تم تسجيل نسبة الدين العمومي الى اجمالي الناتج الداخلي الخام منخفضة نوعا ما بين 7.60% الى 10.49% وهذا راجع الى تحسن أسعار البترول في السوق المالية الدولية. كما نلاحظ أنه تم تسجيل ارتفاع معتبر لحجم الدين العمومي حيث بلغ 32.37 مليار دولار أمريكي سنة 2016 في حين ارتفعت نسبة الدين العام الى اجمالي الناتج المحلي الى 20.58%، كما بلغت نسبة الدين العمومي الى اجمالي الصادرات 113% هذا راجع الى تراجع¹ حجم ايرادات الصادرات بسبب انخفاض أسعار البترول في السوق المالية الدولية، أدت هذه الوضعية الى تراجع² موقع الجزائر بالنسبة لمؤشر الدين العمومي الى اجمالي الناتج الداخلي الخام حيث أصبحت تحتل المرتبة 14 مقارنة بدول أخرى، وهذا يدل على تراجع قدرة الجزائر على تسديد ديونها العمومية بما فيها الداخلية و الخارجية.

وفيما يلي الشكل التالي يمثل تطور نسبة الدين العمومي الى اجمالي الناتج المحلي للفترة 1991-2016

¹ تمثل ايرادات صادرات الطاقة و البترول حوالي 90% من مجموع ايرادات الصادرات الكلية، حيث أن انخفاض سعر البترول من 99.1 دولار أمريكي سنة 2014 الى 44.7 دولار أمريكي سنة 2016 أدى الى انخفاض ايرادات الصادرات الكلية من 62.886 مليار دولار أمريكي سنة 2014 الى 28.883 مليار دولار أمريكي سنة 2016.

² <https://countryeconomy.com/national-debt/algeria>, consulté le 05/01/2018.

الشكل رقم (4-15): تطور نسبة الدين العمومي ال اجمالي الناتج الداخلي الخام % للفترة 1991-2016



المصدر: من اعداد الطالبة اعتمادا على بيانات الجدول رقم (4-24).

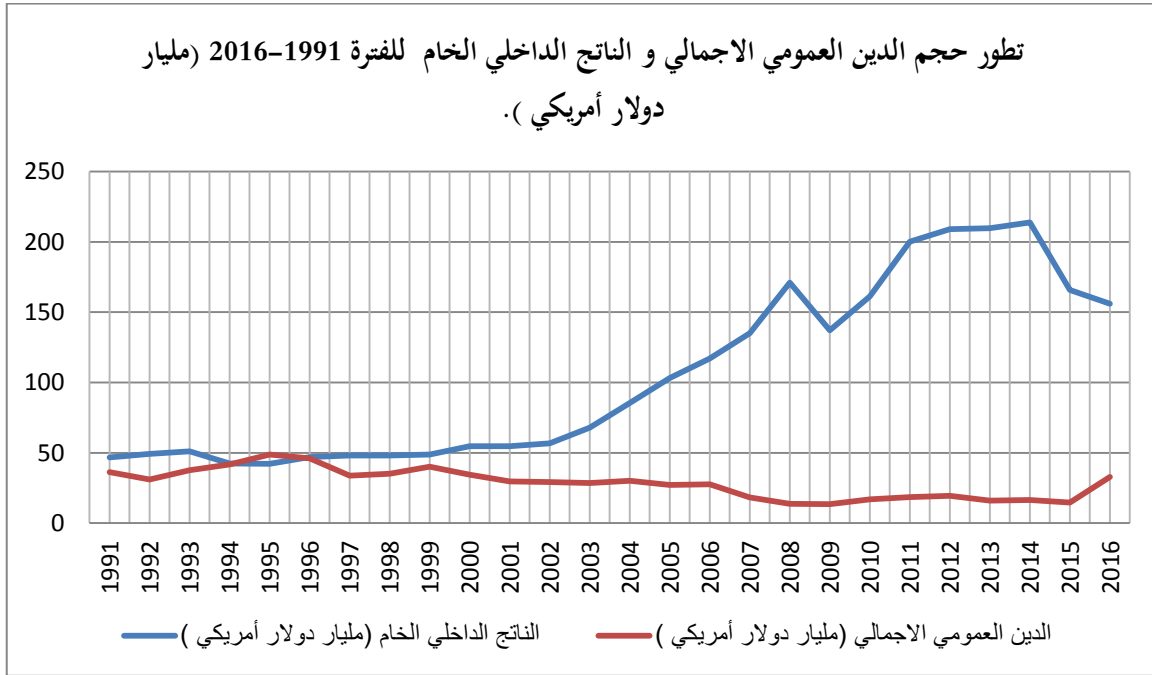
يمكن القول أن صندوق ضبط الايرادات ساهم في تخفيض الدين العمومي الداخلي حيث انخفضت نسبة الدين العام الداخلي بالنسبة الانتاج الداخلي الخام (الدين العام الداخلي / الانتاج الداخلي الخام) من 24.8% الى 6.6% خلال الفترة 2008-2000 بالإضافة الى تخفيض¹ الدين العام الخارجي للجزائر حيث انتقل حجم الديون الخارجية بالنسبة للإنتاج الداخلي الخام من 46.1% الى 3.3% خلال نفس الفترة .

لقد تم استخدام الموارد المالية لصندوق ضبط الايرادات خلال الفترة (2008-2000) من أجل تخفيض حجم الدين العمومي بما فيه الدين العام الداخلي و الدين العام الخارجي ،وللحكم على مدى فعالية هذا الخيار من الناحية الاقتصادية سنحاول أن نوضح تأثير الدين العام على النشاط الاقتصادي في الجزائر من خلال دراسة العلاقة بين مستوى الدين العام من جهة و حجم الناتج الداخلي وذلك خلال الفترة (1991-2016).

وفيما يلي الشكل التالي يمثل تطور حجم الدين العمومي و حجم الناتج الداخلي الخام بمليار دولار أمريكي للفترة (1991-2016).

¹ تحت تأثير التسديدات المسبقة الكبيرة لنادي باريس و نادي لندن .

الشكل رقم (4-16): تطور حجم الدين العمومي و حجم الناتج الداخلي الخام بمليار دولار أمريكي للفترة (1991-2016).



المصدر: من اعداد الطالبة الباحثة اعتمادا بيانات صندوق النقد الدولي، اطلع عليه بتاريخ 2018/01/09.

من خلال الشكل رقم (4-16) يمكن أن نميز وجود علاقة عكسية بين تطور حجم الدين العمومي الاجمالي و تطور الانتاج الداخلي الخام أي أنه كلما انخفض مستوى الدين العمومي ارتفع حجم الناتج الداخلي الخام والعكس صحيح، ويمكن تفسير ذلك بأن الجزائر تلجأ الى الدين العام الداخلي أو الخارجي من أجل تمويل العجز على مستوى الميزانية والخزينة العمومية أي أنه لا يستخدم من أجل الاستثمار و تحفيز النمو الاقتصادي .

اذن يمكن القول أن استخدام موارد صندوق ضبط الايرادات من أجل تخفيض الدين العمومي خاصة الدين العمومي الخارجي قد حقق نتائج ايجابية تتمثل في انخفاض مؤشرات الدين الخارجي¹ الى مستويات يمكن تحملها خصوصا ابتداء من سنة 2004 وذلك بعد التسديد الكلي للقروض المتأتية من اعادة الجدولة، خصوصا قبل حلول الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 حيث ارتفعت تكلفة الاقتراض الخارجي و بالتالي ارتفعت معدلات الفائدة .

¹ الدين الخارجي هو قيمة الالتزامات القائمة و الموزعة، في أي فترة من الزمن للمقيمين في دولة معينة تجاه الغير المقيمين لدفع الأساس مع و بدون الفائدة أو دفع الفائدة و بدون أساس .

المطلب الثالث: تأثير التضخم على صندوق ضبط الايرادات .

كما اتضح سابقا من خلال المطلب الأول و المطلب الثاني يتم استخدام جزء من موارد صندوق ضبط الايرادات في تمويل عجز الخزينة العمومية ابتداء من سنة 2000 الى غاية 2016 ، كما تم استخدامه من أجل تخفيض المديونية العمومية وذلك خلال الفترة 2000-2008 ، في حين يتم الاحتفاظ بالجزء المتبقي من الموارد المالية في شكل سيولة نقدية دون استثماره أو توظيفه من أجل الحصول على عائد ، وفيما يلي الجدول التالي يمثل نسبة الموارد المالية المستخدمة (مجموع الاقتطاعات المالية) و نسبة الموارد المالية لصندوق ضبط الايرادات المحتفظ بها في شكل سيولة نقدية (رصيد الصندوق بعد الاقتطاعات) .

الجدول رقم (4-25): يمثل رصيد صندوق ضبط الإيرادات قبل الاقتطاعات بمليار دج و نسبة كل من الموارد المستخدمة والموارد الغير المستخدمة للفترة (2000-2016).

السنوات	رصيد الصندوق قبل الاقتطاعات(مليار دج)	نسبة الاقتطاعات المالية	نسبة الموارد المالية الغير المستخدمة
2000	453.237	%48.78	%51.22
2001	356.001	%41.70	%58.30
2002	198.038	%85.87	%14.13
2003	476.892	%32.70	%67.30
2004	944.391	%23.58	%76.42
2005	2090.524	%11.85	%88.15
2006	3640.686	%19.49	%80.51
2007	4669.893	%31.14	%68.86
2008	5503.690	%22.23	%77.77
2009	4680.747	%7.78	%92.22
2010	5634.775	%14.05	%85.95
2011	7143.157	%24.65	%75.35
2012	7917.011	%28.83	%71.17
2013	7695.982	%27.70	%72.30
2014	7373.831	%40.21	%59.79
2015	4960.351	%58.19	%41.81
2016	2172.396	%63.88	%36.12

المصدر: من اعداد الطلبة اعتمادا على بيانات الجدول رقم (4-25)وضعية صندوق ضبط الإيرادات الجزائري للفترة 2000-2016.

من خلال الجدول رقم (4-25) يمكن ملاحظة أنه تم الاحتفاظ بجزء كبير من الموارد المالية للصندوق بعد الاقتطاعات الموجهة لتخفيض المديونية أو تمويل عجز الخزينة العمومية في شكل سيولة نقدية غير موظفة أو مستثمرة، حيث بلغ متوسط نسبة الموارد المالية الغير الموظفة للصندوق للفترة 2000-2016 حوالي 66% من مجموع الموارد الكلية للصندوق، حيث تم تسجيل أعلى نسبة سنة 2009 بأكثر من 92% من مجموع الموارد الكلية للصندوق و أقل نسبة سنة 2002 بأقل من 15%، ان عدم استثمار هذا الجزء من الأصول المالية للصندوق و توظيفها يؤدي الى تعرضها لخطر فقدان قيمتها المالية بسبب¹ التضخم، وفيما يلي الجدول التالي يمثل تأثير معدلات التضخم على القيمة المالية لموارد الصندوق الغير المستخدمة للفترة 2000-2017.

¹ التضخم في الجزائر يرتبط بارتفاع المستوى العام للأسعار باستمرار من جراء الفائض في الطلب الكلي وارتفاع التكاليف المرتبطة بواردات التجارة الخارجية وبالتالي هو تضخم مستورد.

الجدول رقم (4-26): تأثير معدلات التضخم على القيمة المالية لموارد الصندوق الغير المستخدمة للفترة 2000-2017.

السنوات	القيمة الاسمية لأصول الصندوق بعد الاستخدامات	¹ القيمة الحقيقية لأصول الصندوق	² معدل النمو الاسمي	³ معدل النمو الحقيقي	معدل التضخم	مؤشر الأسعار الاستهلاكية
2000	232,137	241,884	-	-	0,3	95,97
2001	171,534	171,534	-26,10	-30,30	4,2	100*
2002	27,978	27,583	-83,68	-85,08	1,4	101,43
2003	320,892	303,443	1046,94	1042,64	4,3	105,75
2004	721,688	656,378	124,90	120,90	4	109,95
2005	1842,686	1653,077	155,33	153,93	1,4	111,47
2006	2931,045	2569,964	59,06	56,76	2,3	114,05
2007	3215,53	2719,494	9,70	6,00	3,7	118,24
2008	4280,073	3452,228	33,10	28,20	4,9	123,98
2009	4316,465	3292,498	0,85	-4,84	5,7	131,1
2010	4842,837	3554,897	12,19	8,29	3,9	136,23
2011	5381,702	3779,550	11,12	6,62	4,5	142,39
2012	5633,751	3632,334	4,68	-4,21	8,9	155,1
2013	5563,511	3474,805	-1,24	-4,54	3,3	160,11
2014	4408,159	2675,340	-20,76	-23,66	2,9	164,77
2015	2073,846	1201,185	-52,95	-57,75	4,8	172,65
2016	784,458	445.714	-62,17	-68.57	6,4	176

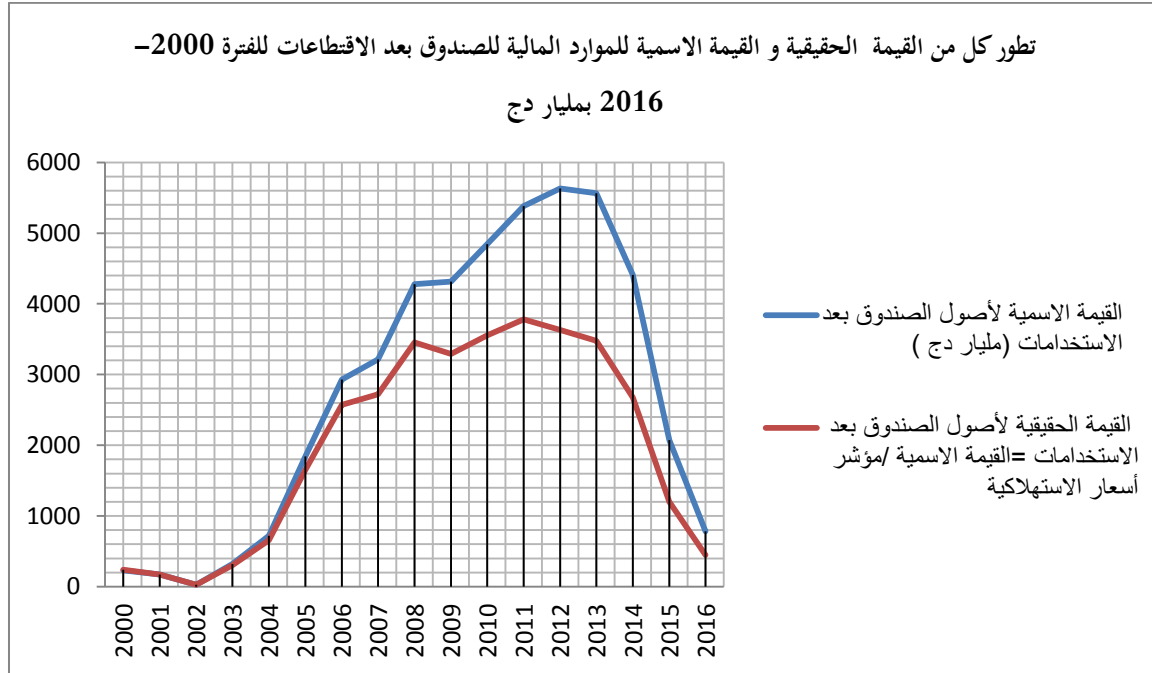
المصدر: من اعداد الطلبة اعتمادا جدول رقم (4-20) تطور وضعية صندوق ضبط الايرادات، وتطور مؤشرات الأسعار الاستهلاكية للفترة 2000-2016، الديوان الوطني للإحصائيات، اطلع عليه بتاريخ 2018/01/17.
* سنة الأساس 2001 مؤشر الأسعار الاستهلاكية .

من خلال الجدول رقم (4-26) نلاحظ تأثير معدلات التضخم على القيمة الاسمية للموارد المالية الغير المستخدمة للصندوق حيث نجد أن معدلات النمو الاسمية أقل من معدلات النمو الحقيقية للموارد المالية الغير المستخدمة للفترة 2000-2016، خصوصا في ظل معدلات التضخم المرتفعة، حيث نجد الفرق كبير بين معدلات النمو الاسمية و الحقيقية وهذا ما نلاحظه خلال سنة 2012 في ظل معدل تضخم قدر ب8.9% حيث قدر الفرق بين نسبة التغير في القيمة الاسمية و القيمة الحقيقية لهذه الموارد المالية ب8.89%، وفيما يلي الشكل التالي

¹ القيمة الحقيقية لأصول الصندوق بعد الاستخدامات = القيمة الاسمية لأصول الصندوق بعد الاستخدامات / مؤشر الأسعار الاستهلاكية .
² نسبة التغير في القيمة الاسمية لأصول الصندوق بعد الاستخدامات = (القيمة الاسمية للسنة الحالية / القيمة الاسمية للسنة السابقة - 1) * 100
³ نسبة التغير في القيمة الحقيقية = نسبة التغير في القيمة الاسمية - معدل التضخم .

يمثل تطور كل من القيمة الاسمية و القيمة الحقيقية للموارد المالية للصندوق بعد الاقتطاعات المالية(الاستخدامات) للفترة 2000-2016 بمليار دج.

الشكل رقم (4-17): يمثل تطور كل من القيمة الاسمية و القيمة الحقيقية للموارد المالية للصندوق بعد الاقتطاعات المالية للفترة 2000-2016 بمليار دج.



المصدر: من اعداد الطالبة، اعتمادا على بيانات الجدول رقم (4-20).

من خلال الشكل رقم (4-17): نلاحظ مدى تأثير معدلات التضخم على الموارد المالية الغير المستخدمة من خلال تتبع التطور الحقيقي للقيمة خصوصا في ظل معدلات التضخم المرتفعة، وهذا ما يؤكد ضرورة توظيف هذه الأصول المالية و استثمارها من أجل تحقيق عوائد مالية اضافية، بدلا من الاحتفاظ بها في شكل سيولة نقدية مجمدة .

خلاصة الفصل الرابع :

لقد أظهرت صدمة انخفاض أسعار البترول الأخيرة للفترة 2014-2017 المسجلة على مستوى الأسواق المالية الدولية، الضعف و الاختلال الهيكلي الذي يتميز به صندوق ضبط الايرادات الجزائري في جانب مصادر تمويله حيث يعتمد على مصدر تمويل وحيد يتمثل في فوائض الجباية البترولية و التي تتحدد بدورها على أساس سعر النفط الذي يعد متغير خارجي يتحدد في الأسواق المالية الدولية وفق قوى العرض و الطلب، و قد اتضح ذلك من خلال انخفاض حجم الفوائض المالية المحولة الى الصندوق بواقع 94.55% في ظرف ثلاثة سنوات ابتداء من سنة 2014.

أما في جانب استخدامات الصندوق لقد ساهم في تخفيض حجم الدين العمومي بما فيه الداخلي و الخارجي الى مستويات يمكن تحملها في ظرف ثمانية سنوات، و بالتالي تحسن الوضعية المالية الخارجية للجزائر بما فيها مستويات الدين الخارجي .

وبالنسبة لتمويل عجز الخزينة العمومية لقد ساهم الصندوق في تمويل العجز منذ سنة 2006-2016 في ظل سياسة مالية كينزية اتبعتها الدولة اتسمت بالتوسع في الانفاق العام حيث مثلت نفقات التسيير جزء كبير من النفقات العامة، وقد مثلت الاقتطاعات المالية من الصندوق لأجل تمويل عجز الخزينة العمومية مصدر مهم و أول من بين مختلف مصادر التمويل التقليدية، ويتضح ذلك من خلال لجوء الحكومة الجزائرية الى الاقتراض الوطني سنة 2016 من خلال ما يعرف بالقرض السندي، بالإضافة الى التمويل الغير التقليدي ابتداء من سنة 2018 وذلك في ظل نضوب الموارد المالية لصندوق ضبط الايرادات الجزائري، في حين كان من المفترض أن يشكل أداة استقرار ودعم للاقتصاد الوطني في ظل ظروف الصدمة الخارجية السلبية لأسعار النفط التي شهدتها الأسواق المالية الدولية منذ منتصف جوان 2014، وهذا طبعا راجع الى غياب مصادر تمويل بديلة لهذا الصندوق و عدم استغلال هذه الفوائض و استثمارها من أجل تحقيق عوائد اضافية حيث تم الاحتفاظ بها في شكل سيولة نقدية جامدة تعرضت الى تدهور قيمتها المالية نتيجة ارتفاع معدلات التضخم .

الفصل الخامس

تقديم نموذج جديد لصندوق ضبط الإيرادات

الجزائري (الأفاق)

المبحث 01 : دوافع اقتراح نموذج جديد لصندوق ضبط الإيرادات الجزائري.

المبحث 02 : اطار الاستثمار و تخصيص الأصول.

المبحث 03: نموذج تطبيقي لمحفظه استثمارية مقترحة.

تمهيد الفصل الخامس:

انطلاقاً من نتائج تقييم صندوق ضبط الإيرادات الجزائري في جانب مصادر تمويله اتضح لنا مدى تأثير تقلبات أسعار النفط على الأصول المالية لهذا الأخير والذي تجلّى بوضوح في النضوب الكلي للموارد المالية لهذا الصندوق بحلول سنة 2017 وذلك في ظل صدمة انخفاض أسعار النفط الأخيرة المسجلة منذ منتصف سنة 2014 ، أما في جانب الاستخدامات استعرضنا تأثير الاقتطاعات المالية السنوية على تطور الأصول المالية لهذا الصندوق و الموجهة لأجل تمويل عجز الخزينة العمومية وتخفيض الدين العمومي منذ انشائه سنة 2000 ، و بالإضافة الدراسة المتعلقة بعرض تجارب لصناديق ثروة سيادية رائدة ، نرى أنه من الضروري إعادة النظر في كيفية عمل الصندوق وتسييره .

لهذا من خلال هذا الفصل سنقوم باقتراح نموذج جديد لصندوق ضبط الإيرادات الجزائري ، أي سنقوم بتقديم اقتراحات تتعلق بكيفية تسيير واستثمار الأصول المالية لهذا الأخير وكيفية استخدام الموارد المالية للصندوق بشكل فعال لصالح دعم وتطوير الاقتصاد الجزائري طبعاً مع تقديم المبررات التي تدعم اقتراحنا هذا بشكل عام ، كما ركزنا بشكل خاص على سياسة و اطار الاستثمار للصندوق بما في ذلك تقديم نموذج تطبيقي لمحفظة مرجعية استثمارية كفؤة باستخدام نموذج ماركويتز لاختيار المحفظة الكفؤة (Efficient Portfolio Selection)، ولهذا

قمنا تطرقنا الى المحاور التالية في هذا الفصل كما يلي:

- مبررات و دوافع اقتراح نموذج جديد لصندوق ضبط الإيرادات الجزائري .
- اطار الاستثمار و تخصيص الأصول .
- نموذج تطبيقي لمحفظة مرجعية استثمارية كفؤة .

المبحث الأول: مبررات و دوافع اقتراح نموذج جديد لصندوق ضبط الإيرادات الجزائري.

من خلال هذا المبحث سنبرز أهم الأسباب والمبررات التي دفعتنا الى اقتراح نموذج جديد لصندوق ضبط الإيرادات الجزائري في هذه الدراسة وذلك من خلال المطلب الأول ،بالإضافة الى الاقتراحات المتعلقة بتمويل الصندوق وكيفية استخدامه لدعم الاقتصاد الجزائري بشكل فعال من منظورنا وذلك من خلال المطلب الثاني .

المطلب الأول: مبررات و دوافع اعادة النظر في كيفية تسيير صندوق ضبط الإيرادات الجزائري .

من خلال تقييمنا لواقع وتجربة صندوق الإيرادات الجزائري في جانب الإيرادات و الاستخدامات منذ انشاءه سنة 2000 الى غاية الفترة الحالية 2016-2017 سنتطرق الى أهم الأسباب و الدوافع كالتالي:

-في جانب التمويل صندوق ضبط الإيرادات يعتمد على مصدر تمويل وحيد يتمثل في فوائض إيرادات الحماية البترولية ،حيث أن سعر البترول يعد متغير خارجي تحدده قوى العرض و الطلب في السوق المالية الدولية ،فقد استفاد الصندوق من تحويلات لفوائض مالية مهمة في ظل ارتفاع أسعار البترول منذ سنة 2000 الى غاية سنة 2013 حيث قدر¹ حجم الفوائض المالية خلال هذه الفترة بحوالي 17485.9 مليار دج ،في حين انخفض حجم الفوائض المالية المحولة الى الصندوق في ظل الصدمة السلبية للأسعار منذ سنة 2014 الى غاية 2016 من 1810 مليار دج الى 98 مليار دج سنة 2016، مما يجعل الأصول المالية لصندوق ضبط الإيرادات عرضة لتقلبات أسعار البترول .

-في جانب الاستخدامات صندوق ضبط الإيرادات يمول عجز الخزينة العمومية منذ سنة 2006 و الذي هو ناجم بشكل أساسي عن عجز متعمد للميزانية العامة في ظل سياسة مالية كينزية اتبعتها الدولة ، حيث بلغت حجم المبالغ المالية المقتطعة من أجل تمويل العجز على مستوى الخزينة العمومية حوالي 15955 مليار دج، بواقع 71% من مجموع المبالغ المالية الاجمالية للفترة 2000-2016 و الموجهة لتمويل العجز على مستوى الخزينة العمومية من خلال مصادر² التمويل المختلفة ،و بالتالي الصندوق يمول عجز ناجم عن ارتفاع النفقات خصوصا نفقات التسيير حيث تمثل 70% من النفقات الكلية للميزانية العامة مقابل 30% لنفقات التجهيز(نفقات رأس المال) وذلك خلال نفس الفترة ،كما أن إيرادات الميزانية العامة تتأثر بشدة بتقلبات سعر البترول في السوق المالية الدولية

¹تراوحت أسعار البترول خلال الفترة 2000-2013 من 28.6 دولار أمريكي لبرميل النفط سنة 2000 الى 109.1 دولار أمريكي سنة 2013.

²تمويل عجز الخزينة العمومية يتم من خلال الاصدار النقدي (التمويل البنكي)، القرض العام الداخلي (التمويل الغير البنكي)، الاقتراض الخارجي، الاقتراض الوطني و بالاضافة الى صندوق ضبط الإيرادات .

،حيث يمكننا القول أن هناك ازدواج في جانب مصدر تمويل نفقات الميزانية العامة فبالإضافة الى الجباية البترولية تم اللجوء الى السحب من صندوق ضبط الإيرادات وذلك خلال الفترة 2006-2016 باعتبار أن كل من المصدرين يرتبطان بتقلبات سعر البترول في السوق المالية الدولية ،وفيما يلي لدينا الجدول التالي يمثل معدلات تغطية النفقات الكلية من خلال كل من إيرادات الجباية البترولية القدرة حسب قانون المالية ،إيرادات الجباية العادية والاقتطاعات المالية من صندوق ضبط الإيرادات

جدول رقم(5-1) : يمثل معدلات تغطية النفقات الكلية للميزانية من خلال كل من إيرادات الجباية البترولية المقدره حسب قانون المالية ،إيرادات الجباية العادية المقدره حسب قانون المالية ،والاقتطاعات المالية من صندوق ضبط الإيرادات للفترة 2000-2016

السنة	حجم النفقات الكلية للميزانية (مليار دج)	إيرادات البترولية (م/حجم النفقات الجباية حسب(ق	الاقتطاعات المالية من ص ض ا/حجم النفقات الكلية	إيرادات الجباية العادية (ق م)/حجم النفقات الكلية
2000	1178,1	61%	-	34%
2001	1321	64%	-	42%
2002	1550,6	59%	-	43%
2003	1690,1	49%	-	41%
2004	1891,7	46%	-	39%
2005	2052	44%	-	40%
2006	2453	37%	4%	38%
2007	3108,5	31%	17%	31%
2008	4191	41%	18%	28%
2009	4246,3	45%	9%	32%
2010	4466,9	34%	18%	35%
2011	5853,5	26%	30%	33%
2012	7058,1	22%	32%	32%
2013	6024,1	27%	35%	38%
2014	6998,7	23%	42%	34%
2015	7656,3	23%	38%	37%

المصدر : من اعداد الطالبة الباحثة ،اعتمادا على الجدول رقم (4-21) الوضعية المختصرة لعمليات الخزينة العمومية 2000-2016،الجدول رقم (4-20) وضعية صندوق ضبط الإيرادات2000-2016،مديرية التوقعات و السياسات ،وزارة المالية ،اطلع عليه بتاريخ 2018/01/29.(قائمة الملاحق) .

من خلال الجدول رقم (5-1) نلاحظ أنه خلال الفترة 2000-2005 بلغ متوسط نسبة تغطية النفقات الكلية للميزانية من خلال إيرادات الحماية البترولية المقدرة حسب قانون المالية حوالي 54%، في حين بلغ متوسط نسبة تغطية النفقات الكلية من خلال إيرادات الحماية البترولية الفعلية للفترة 2006-2016 حوالي 55%، منها 31% من خلال إيرادات الحماية البترولية المقدرة حسب قانون المالية و 24% من خلال الاقتطاعات المالية من صندوق ضبط الإيرادات، وبالتالي يتم تمويل النفقات الكلية للميزانية في ظل¹ عجز متعمد بشكل كبير من خلال إيرادات الحماية البترولية عبر الاقتطاعات المالية من صندوق ضبط الإيرادات و الإيرادات الجبائية التي يتم تقديرها من خلال قانون المالية على أساس سعر مرجعي لبرميل النفط .

-تأثير الصدمة السلبية لأسعار البترول منذ سنة 2014 أدى الى الغاء الحد الأدنى الاجباري للصندوق و المحدد ب740 مليار دج من خلال قانون المالية لسنة 2017، و تراجع حجم الفوائض المالية المحولة لصندوق ضبط الإيرادات أدى الى نضوب الموارد المالية للصندوق حيث تراجع قائم صندوق ضبط الإيرادات بأكثر من 85% خلال الفترة 2014-2017، في حين لجأت السلطات المالية في الجزائر الى رفع السعر المرجعي لبرميل النفط الى 50 دولار أمريكي لإعداد قانون المالية لسنة 2017، بالإضافة الى لجوء السلطات المالية في الجزائر الى ما يعرف بالتمويل الغير التقليدي في ظل تراجع إيرادات الحماية البترولية والقرض السندي سنة 2016 من أجل تمويل عجز الخزينة العمومية في ظل الصدمة السلبية لأسعار النفط وانخفاض الشديد لحجم الموارد المالية للصندوق، حيث لم يتمكن من أداء الدور المنوط به باعتباره صندوق من المفترض أن يعمل على تحقيق الاستقرار في ظل ظروف تتسم بالتقلبات الحادة و السلبية لأسعار البترول .

-طبيعة حساب تمويل العجز باستخدام موارد صندوق ضبط الإيرادات المتداخلة مع بنود وحسابات الخزينة العمومية و الميزانية، تجعل من الصعب تحديد ما اذا كانت هذه الاقتطاعات المالية من الصندوق موجهة لتمويل نفقات التسيير أو نفقات التجهيز بشكل دقيق و واضح .

-تأثير معدلات التضخم على القيمة المالية لأصول صندوق ضبط الإيرادات حيث تم الاحتفاظ بها في شكل سيولة نقدية جامدة ، حيث نجد أن معدلات النمو الاسمية أقل من معدلات النمو الحقيقية للموارد المالية الغير المستخدمة لصندوق ضبط الإيرادات خصوصا في ظل معدلات التضخم المرتفعة ، في ظل عدم استغلال هذه الفوائض و استثمارها من أجل تحقيق عوائد اضافية .

¹ يتم اعداد ميزانية غير متوازنة حيث حجم النفقات أكبر من حجم الإيرادات، في ظل سياسة مالية توسعية .

-صندوق ضبط الإيرادات الجزائري يقع ضمن الحسابات الخاصة للخرزينة العمومية حيث لا يخضع لقواعد وقوانين اعداد الميزانية العامة للدولة وبالتالي لا يخضع للمساءلة أو الرقابة من طرف البرلمان ،حيث يحتل مراكز ترتيب متأخرة حسب مؤشرات تنقيط الحوكمة و الشفافية لصناديق الثروة السيادية ،حيث سجل درجة 1 من 10 حسب ¹مؤشر لينبرغ -مادول ، و26 من 100 حسب ²مؤشر ترومان ،طبعا هذا راجع الى طبيعة هذه الحسابات و قلة الافصاح عن المعلومات.

-التجارب الرائدة لصناديق الثروة السيادية التي قامت باستثمار الأصول الخاصة بها وتوظيفها حيث حققت عوائد اضافية ،بالإضافة الى تحقيق مزايا لصالح اقتصاداتها الوطنية وذلك حسب الأهداف المحددة و المسطرة لهذه الصناديق ،وفيما يلي جدول يمثل حجم الأصول المالية لصناديق ثروة سيادية رائدة بالإضافة الى تخصيص الأصول ضمن المحافظ المرجعية الخاصة بها .

¹ <http://www.swfinstitut.org/sovereign-wealth-fund-rankings>,consulté le 24/12/2016.

² Edwin m.truman,sarah stone , ,op.cit,p08.

جدول رقم(5-2) :حجم الأصول المالية لصناديق ثروة سيادية رائدة (النرويج ،أبوظبي، سنغافورة ،الصين)بالإضافة المحافظ المرجعية الاستثمارية الخاصة بها .

اسم الصندوق وسنة التأسيس	مصدر تمويله	الهدف من انشائه	المحفظة المالية المرجعية	حجم الأصول المالية (مليار دولار أمريكي)
صندوق الحكومي الاجمالي النرويجي (1990)	النفط	تحقيق الاستقرار ،وتوفير احتياطات وتمويل النفقات التقاعدية .	المؤشر المرجعي ابتداء من 1يناير2017: محفظة الأسهم :62.5% . محفظة السندات:37.5%	998
هيئة للاستثمار (1976)	النفط	استثمار الفوائض المالية و اتاحتها للحكومة حسب الحاجة	سوق الاسهم :من43%الى67% . السندات الحكومية :من10%الى20% . العقارات:من5%الى10% . أصول أخرى :من13%الى43%	828
شركة الاستثمار الحكومية لسنغافورة (1981)	غ- سلي	تحقيق عوائد مالية على المدى الطويل و الحفاظ على احتياطات سنغافورة وتعزيزها	الأسهم :65% . السندات:35%	746.73
شركة الاستثمار الصينية (2007)	غ- سلي	تنويع احتياطات النقد الأجنبي و تعظيم العوائد	المحفظة الاستثمارية (31ديسمبر2016) الأسهم العامة :45.87% أدوات الدخل الثابت:15.01% نقد و أصول أخرى:1.88% استثمارات طويلة المدى:37.24%	344

المصدر :من اعداد الطالبة ،اعتمادا على تجارب صناديق ثروة سيادية لكل من النرويج ،سنغافورة ،أبوظبي،الصين (الفصل الثاني)،حجم الأصول المسيرة لهذه الصناديق اعتمادا على الموقع التالي

<http://www.swfinstitut.org/sovereign-wealth-fund-rankings,consulte le 24/12/2016>.

المطلب الثاني: القواعد التنظيمية و السياسات الاستثمارية المقترحة

بعد أن استعرضنا أهم الأسباب والدوافع من أجل اجراء تعديلات لتغيير طريقة تسيير صندوق ضبط الإيرادات الجزائري وكيفية استخدامه في الاقتصاد الجزائري ،خصوصا في ظل الصدمة السلبية لأسعار النفط المسجلة منذ منتصف سنة 2014، سنقوم بطرح الاقتراحات المتعلقة بالنموذج الجديد لصندوق ضبط الإيرادات الجزائري كالتالي :

أولا -أهداف النموذج الجديد المقترح لصندوق ضبط الإيرادات الجزائري :

النموذج الجديد لصندوق ضبط الإيرادات الذي نحن بصدد اقتراحه سيضم أهداف متعددة و متداخلة كالتالي :

-صندوق استقرار :سنبقي على الهدف الأصلي للصندوق و المتمثل في ضبط فوائض إيرادات الجباية البترولية وذلك في ظل ظروف الصدمة الايجابية لأسعار البترول من خلال تحويل فوائض إيرادات الجباية البترولية واستثمارها طبعاً دون اللجوء الى الاقتطاعات المالية من الصندوق ،حيث يتم السحب أي الاقتطاعات المالية من الموارد المالية للصندوق بشكل استثنائي¹ في ظل ظروف الصدمة السلبية لأسعار النفط (كمثال عن ذلك الصدمة السلبية لأسعار النفط المسجلة منذ سنة 2014على مستوى الأسواق المالية الدولية) ،فقط من أجل تمويل نفقات² تتعلق بالتجهيز من خلال دعم استمرار وضمن عدم توقف أو تأثر المشاريع الاستثمارية التي تحقق النمو و تخلق فرص عمل ،نظراً لطبيعة الاقتصاد الجزائري و ارتباطه الشديد بإيرادات النفط ،وكتيجة حتمية ومتوقعة لتقلبات أسعار النفط في السوق المالية الدولية لقد أبقينا على هدف تحقيق الاستقرار وضبط الإيرادات على أن يتم بشكل منظم و مدروس .

-صندوق استثمار :وذلك من خلال استثمار الموارد المالية للصندوق من خلال محفظة استثمارية مرجعية لأجل تنويع مصادر تمويله والحصول على عوائد متجددة على المدى المتوسط ،و تحويل الموارد المالية الغير المتجددة الى أصول مستدامة وضمن حق الأجيال القادمة من الثروة النفطية على المدى الطويل ،والتوظيف الأمثل لهذه الموارد المالية لتجنب مخاطر تأثير التضخم على الأصول المالية لصندوق ضبط الإيرادات .

¹السحب من الصندوق في ظل ظروف الصدمة السلبية لأسعار النفط يجب أن يتم بأمر تنفيذي من خلال قانون المالية و ذلك لضمان السير الحسن لعمل الصندوق وضمن عدم تأثر السياسات الاستثمارية للصندوق بعمليات السحب المتكرر، حيث يكون السحب في هذه الحالة استثنائي وبترخيص من السلطات العليا للبلد .
²تمويل نفقات التجهيز من النفقات الميزانية الكلية .

وبالتالي حسب طبيعة أهداف النموذج المقترح للصندوق يعد صندوق ثروة سيادية¹ ذو التزامات مالية متنوعة (mixed liability fund)، و بالتالي الشكل الجديد للنموذج المقترح ارتئينا في دراستنا أن يأخذ التسمية التالية صندوق ضبط الإيرادات و الاستثمار الجزائري (fonds de régulation des recettes et l'investissement algérienne (FRRIA).

ثانيا-مصادر تمويل النموذج الجديد المقترح:

مصادر تمويل النموذج الجديد المقترح للصندوق ضبط الإيرادات و الاستثمار تكون كالتالي :

1- فوائض الجباية البترولية المحولة الى الصندوق المحددة على أساس الفرق بين إيرادات الجباية البترولية الفعلية و إيرادات الجباية البترولية المقدرة حسب قانون المالية على أساس سعر مرجعي مدروس لبرميل النفط .
ومن أجل تنظيم عملية تحويل فوائض إيرادات الجباية البترولية للصندوق نقترح أن يتم مراجعة السعر المرجعي لبرميل النفط ليتناسب حجم الجباية البترولية المقدرة حسب قانون المالية مع ارتفاع حجم نفقات الكلية للميزانية وفيما يلي الجدول التالي يوضح تطور السعر المرجعي لبرميل النفط ، الجباية البترولية المقدرة على أساس سعر مرجعي لبرميل النفط كل سنة مالية ، حجم النفقات الكلية ، حجم الاقتطاعات المالية لتمويل عجز الخزينة العمومية للفترة 2000-2016 (مليار دج).

¹ ANDREW ROZANOV, A liability –based approach to sovereign wealth fund ,op.cit,p15-18.

الجدول رقم (5-3): تطور السعر المرجعي لبرميل النفط، الجباية البترولية المقدرة على أساس سعر مرجعي لبرميل النفط كل سنة مالية، حجم النفقات الكلية، حجم الاقتطاعات المالية لتمويل عجز الخزينة العمومية للفترة 2000-2016 (مليار دج).

السنة	السعر المرجعي لبرميل النفط (\$))	الجبائية المقدرة حسب قانون المالية	حجم النفقات الكلية	الاقتطاعات المالية من ص ظ ا لتمويل عجز الخزينة العمومية
2000	19	720.0	1178.1	-
2001	19	840.6	1321.0	-
2002	19	916.4	1550.6	-
2003	19	836.0	1690.1	-
2004	19	862.2	1891.7	-
2005	19	899.0	2052.0	-
2006	19	916.0	2453.0	91.5
2007	19	973.0	3108.5	531.9
2008	19	1715.4	4191.0	758.1
2009	37	1927.0	4246.3	364.2
2010	37	1501.7	4466.9	791.9
2011	37	1529.4	5853.5	1761.4
2012	37	1519.0	7058.1	2283.2
2013	37	1615.9	6024.1	2132.4
2014	37	1577.7	6998.7	2965.6
2015	37	1722.9	7656.3	2886.5
2016	37	1682.5	7383.6	1387.9

المصدر: من اعداد الطالبية، اعتمادا على موقع مديرية التوقعات و السياسات، وزارة المالية، اطلع عليه بتاريخ 2018/01/29.

من خلال الجدول رقم (5-3) نلاحظ أنه تم اعتماد سعر مرجعي 19 دولار أمريكي لبرميل النفط خلال الفترة 2000-2008 في حين تضاعف حجم النفقات الكلية حوالي 03 مرات من 1178 مليار دج الى 4191 مليار دج، ليتم تعديله ليرتفع الى 37 دولار أمريكي حيث تم اعتماده خلال الفترة 2009-2016 لإعداد قانون المالية مقابل تضاعف حجم النفقات الكلية حوالي مرتين خلال نفس الفترة، ومن أجل تغطية العجز الناجم عن ارتفاع حجم النفقات الكلية في ظل عجز موازني متعمد يتم اللجوء الى الاقتطاعات المالية من صندوق ضبط الإيرادات منذ سنة 2006 الى غاية 2016 في ظل تطور متواضع لحجم الجباية العادية، ومن أجل تنظيم حجم فوائض الجباية البترولية المحولة للصندوق وتجنب تداخل عمل الصندوق مع السياسات المالية للدولة، وتجنب الاقتطاعات المالية المتكررة لأجل تمويل عجز الخزينة العمومية التي تأثر على السياسات الاستثمارية للصندوق في

النموذج الذي نحن بصدد اقتراحه ،يجب أن يتم تعديل السعر المرجعي بشكل دائم حيث يتم الأخذ بعين الاعتبار تطور حجم كل من النفقات الكلية للميزانية و حجم الجباية العادية من جهة وتوقعات أسعار النفط في السوق المالية الدولية .

2-تحويل عائدات استثمار الموارد المالية للصندوق على أساس سنوي أي العوائد الفعلية المحققة من الاستثمار حسب المحفظة المرجعية المقترحة .

3-تسديدات الناتجة عن عملية الاقتراض من الصندوق لتمويل عجز الخزينة العمومية في ظل ظروف الصدمة السلبية لأسعار النفط.

مصدر تمويل الصندوق كل سنة =فوائض الجباية البترولية المحولة الى الصندوق كل سنة +عائدات استثمار الموارد المالية للصندوق (العائدات الفعلية للمحفظة الاستثمارية) كل سنة +تسديدات الناتجة عن عملية اقراض الخزينة العمومية.

ثالثا-كيفية استخدام الموارد المالية للنموذج الجديد المقترح :

في جانب استخدامات الموارد المالية للصندوق نقترح أن يتم تمويل عجز الخزينة العمومية في ظل ظروف استثنائية تتعلق بالتقلبات¹ الحادة و السلبية لأسعار البترول وفق الآلية التالية :

1-السحب أو الاقتطاعات المالية المباشرة في حالة تمويل النفقات التي تتعلق بالتجهيز لضمان عدم توقف أو تأثر المشاريع الاستثمارية الكبرى التي من شأنها تحقيق النمو وخلق فرص عمل ،على أن يتم صب هذا المبلغ المقتطع في حساب المشروع المراد تمويله و الذي تحدده السلطات المالية.

2-السحب أو الاقتطاعات المالية المباشرة في حالة تمويل نفقات استثنائية (تتعلق بظروف استثنائية أو² حالات طارئة)يتم تقدير الحاجة و ضرورة اللجوء الى هذه الاقتطاعات المالية من طرف السلطات المالية للدولة .

3- الاقتراض³ من الصندوق لتمويل عجز الخزينة العمومية على أساس معدلات فائدة محددة ،في هذه الحالة يجب المفاضلة بين وسائل التمويل التقليدية المختلفة لتمويل عجز الخزينة العمومية(التمويل البنكي ،التمويل الغير البنكي ،الاقتراض الخارجي و الاقتراض المحلي) هذا من جهة ،ومن جهة أخرى يجب أن تكون عملية الاقتراض (حجم المبلغ المقترض ومعدلات الفائدة ،المدة) مدروسة بحيث لا تأثر على السياسة الاستثمارية للصندوق ، طبعا آلية تمويل عجز الخزينة من خلال الاقتراض من الصندوق المقترحة في هذا النموذج يجب أن يتم اللجوء اليها في

¹ كمثال عن ظروف الصدمة الخارجية السلبية انخفاض أسعار البترول الذي شهدته الاسواق المالية الدولية و الذي أثر على وضعية الحسابات الخارجية و الاقتصاد بشكل عام ،حيث أن الاقتصاد الجزائري يرتبط بشكل كبير تقلبات أسعار النفط .

² حالات طارئة مثل الكوارث الطبيعية الزلازل أو الحروب .

³ سعد الله داود، الأزمات النفطية و السياسات المالية في الجزائر ،مرجع سبق ذكره ،ص 209.

حالة الصدمة السلبية لأسعار النفط، وكمثال عن ضرورة و التوقيت المناسب للجوء الى مثل هذه الألية هو اضطرار الحكومة اللجوء الى ألية التمويل الغير التقليدي من خلال قيام بنك الجزائر بشراء المباشر للسندات الصادرة عن الخزينة العمومية خلال مدة أقصاها 5سنوات من أجل تمويل الخزينة، وتمويل تسديد الدين العمومي الداخلي و تمويل الصندوق الوطني للاستثمار ابتداء من سنة 2018، حيث نعتبر أن ألية الاقتراض المقترحة لتمويل العجز أفضل من ألية التمويل الغير التقليدي التي تترتب عليها نقاط سلبية أبرزها التضخم .

يجب أن يتم تمويل عجز الخزينة العمومية في ظل التقلبات السلبية لأسعار النفط باعتبار أنه من أهداف النموذج الجديد للصندوق تحقيق الاستقرار، وأن يتم السحب أو الاقتراض بصدور مرسوم تنفيذي استثنائي منظم للعملية، أما في حالة الظروف الاقتصادية الملائمة التي تشمل في الارتفاع المتواصل لأسعار النفط مثل الذي تم تسجيله خلال لفترة 2000-2013 لا يتم السحب أو الاقتراض من الصندوق .

-بالنسبة لاستخدام موارد صندوق من أجل تخفيض حجم الدين العمومي نقترح أيضا أن يتم الغاء هذا البند، رغم أنه يمكن اعتبار تخفيض الدين العمومي خاصة المديونية الخارجية وانخفاض مؤشرات الدين العمومي نقطة ايجابية .

رابعا-الأسس المنظمة لحوكمة و شفافية النموذج الجديد المقترح:

من أجل تعزيز الحوكمة و الشفافية للصندوق نقترح أن يتم تغيير الطبيعة القانونية لصندوق ضبط الإيرادات من حساب خاص بالخزينة العمومية وتحويل الأصول المالية للصندوق ليتم ادارتها من قبل ادارة خاصة للبنك المركزي بتفويض من وزارة المالية باعتباره هو المالك القانوني .

وفيما يلي الجدول التالي يمثل نقاط القوة و نقاط الضعف لتسيير صندوق ضبط الإيرادات الجزائري والفرص و التهديدات المتعلقة بالنموذج المقترح الجديد للصندوق .

جدول رقم(5-4): نقاط القوة و الضعف لتسيير صندوق ضبط الإيرادات الجزائري و الفرص و التهديدات المتعلقة بالنموذج الجديد المقترح

نقاط القوة و الضعف لتسيير صندوق ضبط الإيرادات الجزائري الحالي	
نقاط القوة (ايجابية)	نقاط الضعف (سلبية)
<p>-أداة لامتنعاص فوائض الجباية البترولية في ظل ظروف الصدمة الايجابية المتعلقة بارتفاع أسعار البترول في السوق المالية الدولية .</p> <p>-تخفيض حجم الدين العمومي خاصة الديون الخارجية في ظل توقيت مناسب قبل الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 .</p>	<p>-مصدر تمويل وحيد:ارتباط شديد بتقلبات أسعار النفط في السوق المالية الدولية .</p> <p>-تدهور القيمة المالية لأصول الصندوق بسبب التضخم .</p> <p>-تداخل عمل الصندوق مع السياسة المالية للدولة في ظل تمويله لعجز الخزينة العمومية .</p> <p>-ضعف الشفافية و المسائلة المتعلقة بتسيير صندوق ضبط الإيرادات باعتباره حساب ينتمي الى الحسابات الخاصة بالخزينة .</p>
الفرص و التهديدات للنموذج المقترح (صندوق ضبط الإيرادات و الاستثمار)	
الفرص	التهديدات
<p>-الاستثمار في الأسواق المالية الدولية وتحقيق عوائد اضافية .</p> <p>-أداة لتحقيق الاستقرار في ظل الصدمة السلبية لأسعار النفط .</p> <p>-دعم وتطوير الاقتصاد الوطني</p>	<p>-المخاطر المتعلقة بالاستثمار في الأسواق المالية الدولية .</p>

المصدر :من اعداد الطالبة اعتمادا على ما سبق المطلب الأول و المطلب الثاني .

المبحث الثاني: اطار الاستثمار و تخصيص الأصول .

في هذا المبحث تطرقنا بالتفصيل الى سياسة الاستثمار المقترحة من خلال المطلب الأول وكيفية تخصيص الأصول في المحفظة من خلال المطلب الثاني .

المطلب الأول : سياسة الاستثمار المقترحة

في هذا المطلب نحن بصدد اقتراح السياسة الاستثمارية للنموذج المقترح صندوق ضبط الإيرادات و الاستثمار الجزائري بشكل مفصل وتقديم الأسباب و الدوافع التي تدعم اقتراحنا كالتالي :

- استثمار أصول صندوق ضبط الإيرادات و الاستثمار (FRRIA) من خلال الأسواق المالية الخارجية .

يتم استثمار الأصول المالية للصندوق من خلال الأسواق المالية الخارجية فقط وذلك لتوافر¹ فرص أكبر و أفضل للاستثمار مقارنة بالاستثمار في السوق المالية المحلية (بورصة الجزائر)، وذلك من أجل تحقيق عوائد أعلى على هذه الاستثمارات من خلال الأسواق المالية المتقدمة بدرجة أولى و الأسواق المالية الناشئة بدرجة ثانية، وفيما يلي الجدول يمثل نسبة القيمة السوقية الى الناتج الاجمالي المحلي الاسمي للسوق المالي الجزائري و أهم الأسواق المالية الخارجية.

جدول رقم (5-5): القيمة السوقية الى الناتج الداخلي الخام الاسمي لبعض الأسواق المالية الدولية لسنة 2016.

البلد	% القيمة السوقية / الناتج الداخلي الاجمالي الاسمي
الجزائر	0.3%
الولايات المتحدة الأمريكية	146.9%
المملكة المتحدة	109.7%
أستراليا	103.5%

¹ فرص الاستثمار من خلال الأسواق المالية الخارجية تتمثل في حركية تداول رؤوس الاموال وامكانية تحقيق عوائد اضافية على مستوى هذه الاسواق والاستفادة من الاستثمار في القطاعات الاقتصادية المرتبطة بهدف تحقيق التنوع الاقتصادي للجزائر خارج قطاع المحروقات مثل قطاع السياحة، الخدمات المالية، الصناعة من خلال امكانية نقل المعرفة و الخبرة عبر المؤسسات الاقتصادية التي تستثمر فيها الاصول المالية للصندوق .

هونغ كونغ	981.6%
الصين	65.4%
كندا	103.3%
فرنسا	91.9%
الامارات العربية المتحدة	63.5%

Source :<https://www.ceicdata.com/en/indicator/market-capitalization--nominal-gdp>, consulté le 14/02/2018.

من خلال الجدول السابق رقم (5-5) نلاحظ أن نسبة القيمة السوقية الى الناتج الداخلي الخام لبورصة الجزائر ضعيفة أقل من 1% مقارنة ببعض الأسواق المالية العالمية، وهذا يدل على ضعف فرص الاستثمار في بورصة الجزائر حيث تقدر عدد المؤسسات المدرجة¹ في بورصة الجزائر خمسة شركات تنشط في قطاعات الصناعات الغذائية و الصيدلانية، التأمينات و الصيدلة .

● الهدف من استثمار الأصول المالية للصندوق هو تحقيق أعلى عائد ممكن في اطار مستوى معتدل من المخاطر .

يتم استثمار الأصول المالية من أجل تحقيق عوائد اضافية و متجددة في اطار مستوى مخاطرة مقبول وتنوع مصادر تمويل الصندوق، حيث يتم تقدير معدل العائد ومستوى المخاطرة (تقلبات العائد) بما فيها المخاطرة² النظامية و المخاطرة³ الغير النظامية لكل استثمار من قبل الادارة المكلفة بالاستثمار، كبداية لعمل الصندوق يتم الاستثمار من أجل هدف تحقيق عوائد أعلى على الاستثمارات وبشكل متجدد على المدى المتوسط (10-15 سنة)، وفي حالة تجاوز عوائد الاستثمار و احتياطات الصندوق المبالغ الازمة لتحقيق هدف استقرار الاقتصاد الجزائري يتم الاستثمار من أجل⁴ الادخار لصالح الأجيال القادمة على المدى الطويل .

¹ http://www.sgbv.dz/ar/?page=ligne_societe; consulté le 06/06/2018.

² المخاطرة النظامية أو مخاطرة السوق ترتبط بالظروف و التطورات الاقتصادية و السياسات العامة الشاملة للنظام الاقتصادي العالمية.

³ المخاطرة الانظامية أو المخاطرة القابلة للتنوع ترتبط بظروف و العوامل الخاصة بالمنشأة .

⁴ استثمار الأصول المالية لصناديق الثروة السيادية لصالح الأجيال القادمة مثل هيئة أوظيفي للاستثمار وصندوق المعاشات الحكومي الاجمالي الترويحي .

في النموذج المقترح هدف¹ الاستثمار من أجل تحقيق عوائد أعلى ومتجددة من أجل تنويع مصادر تمويل الصندوق بالإضافة الى تحقيق هدف الاستقرار كمرحلة أولى ثم الانتقال الى هدف الاستثمار لتحويل الموارد المالية الغير المتجددة الى أصول مستدامة يعتمد على الظروف الاقتصادية للبلد بما فيها تحقيق اقتصاد متنوع و قوي خارج قطاع المحروقات ومؤشرات اقتصادية كلية ملائمة وتحسن المستوى المعيشي للأفراد.

- يتم استثمار الموارد المالية للصندوق وتخصيص الأصول على أساس محفظة مرجعية استثمارية .

يتم تنفيذ السياسة الاستثمارية لصندوق ضبط الإيرادات و الاستثمار (النموذج المقترح)، من خلال² إنشاء محفظة استثمار مرجعية (Benchmark Portfolio)، تضم أصناف لأصول مالية متنوعة تتوزع على عدة قطاعات اقتصادية و جغرافية حيث يجب تنويع المحفظة المرجعية لتقليل المخاطر، بالإضافة الى تحديد مجال للانحراف عن معدل العائد للمحفظة الاستثمارية المرجعية .

- استثمار الجزء الأكبر من الموارد المالية لصندوق ضبط الإيرادات و الاستثمار في الأسواق المالية الدولية و الاحتفاظ بالجزء المتبقي في شكل سيولة نقدية جاهزة كاحتياط .

في بداية عمل النموذج المقترح للصندوق يتم استثمار³ الجزء الأكبر 80% من أصوله وتوظيفها من أجل زيادة العائد في ظل مستوى مخاطرة مقبول، أما الجزء المتبقي 20% يتم الاحتفاظ به كاحتياط نقدي جاهز (سيولة نقدية) لمواجهة صعوبات قد تطرأ في ظل ظروف خاصة كارتفاع تكلفة الاقتراض الخارجي في الأسواق المالية أو صعوبة الحصول على سيولة نقدية حيث يعد السحب أو الاقتراض من الاحتياط النقدي خيار أفضل و كمثال على ذلك ظروف الأزمة المالية العالمية سنة 2008 حيث قامت بعض صناديق الثروة السيادية⁴ بإقراض البنوك المحلية لبلدانها مثل صندوق الثروة الوطني الروسي و صندوق السيادي الأسترالي ، أما بالنسبة للعوائد المتحققة من

¹هدف الاستثمار من أجل تحقيق عوائد اضافية ومتجددة و تحقيق الاستقرار الإيرادات في نفس الوقت يعد مرحلة انتقالية قبل الوصول لتحقيق هدف الاستثمار لصالح الاجيال القادمة يجب أن يترافق مع سياسة اقتصادية ومالية تهدف الى تحقيق اقتصاد قوي و متنوع خارج قطاع المحروقات من منظور استراتيجي لعمل الصندوق، وكنتيجة حتمية لتجارب صناديق ثروة سيادية حققت تطور وانتقال في أهداف صناديقها السيادية من صناديق استقرار الى صناديق ادخار و تطوير .

²تقوم الادارة المكلفة بالاستثمار بتفويض من وزارة المالية بإنشاء المحفظة المرجعية الاستثمارية التي تحقق معدل عائد معين ضمن مجال محدد لانحراف عن المؤشر المرجعي أدنى أو أعلى ،من أجل استثمار الموارد المالية للصندوق على أساس تخصيص الأصول (قطاعي، جغرافي، تنويع الأصول المالية) المحدد من خلال المحفظة المرجعية، يجب أن تعكس المحفظة المرجعية الأهداف و السياسات الاستثمارية للصندوق.

³النسب المقترحة الخاصة باستثمار الاصول المالية لصندوق ضبط الإيرادات و الادخار تم اعدادها على أساس تقدير خاص بالطالبة الباحثة، طبعاً في حالة التجسيد الفعلي للنموذج المقترح على أرض الواقع يتم وضع النسب على أساس تقديرات مهنية خاصة بالإدارة والهيفة المالكة، كما أن نسب استثمار الأصول المالية و نسب الادخار يمكن تغييرها .

⁴ Hélène Raymond, , op.cit ,149-150.

الاستثمارات على أساس سنوي نقتراح أن يتم اعادة استثمار 90% منها في حين يتم الاحتفاظ بالباقي 10% في شكل سيولة نقدية جاهزة .

المطلب الثاني :نموذج المحفظة المرجعية الاستثمارية المقترحة

في هذا المطلب نحن بصدد اقتراح محفظة مرجعية استثمارية للنموذج المقترح تناسب هدف تحقيق الاستقرار و الاستثمار للصندوق ،بالإضافة الى استخدام المفاهيم المرتبطة بنظرية المحفظة لماركويتر (portfolio theory) من خلال التنوع المدروس لأجل تخفيض مخاطرة المحفظة ،وفيما يلي الاقتراحات الخاصة بتكوين المحفظة المرجعية الاستثمارية للنموذج المقترح :

1-قواعد و أسس انشاء محفظة مرجعية استثمارية للنموذج المقترح :

بالنسبة لقواعد و أسس انشاء المحفظة المرجعية الاستثمارية للنموذج المقترح لصندوق الثروة السيادي ،اعتمدنا على نتائج بعض الدراسات الاقتصادية ،بالإضافة الى نتائج المقارنة بين تجارب صناديق الثروة السيادية الرائدة (النرويج ،أبوظبي ،سنغافورة والصين) ،وفيما يلي النقاط الأساسية التي ارتكزنا عليها في دراستنا لأجل وضع المحفظة المرجعية الاستثمارية المقترحة :

-أهداف انشاء صندوق الثروة السيادي: في النموذج المقترح حددنا هدفين أساسيين تحقيق الاستقرار والاستثمار وبالتالي تخصيص الأصول في المحفظة المرجعية يكون متوازن من خلال الاستثمار في أصول مالية ذات عوائد مرتفعة ومخاطرة مرتفعة على المدى الطويل مثل الأسهم و المشتقات المالية و الاستثمار في أصول مالية ذات عوائد مضمونة ومخاطرة محدودة مثل السندات الحكومية ذات التصنيف الائتماني العالي .

-تدخل الصندوق في السياسة العامة للدولة :أي أن طبيعة الالتزامات المالية لهذه الصناديق سواء كانت طارئة أو ثابتة تحدد سياسات الاستثمار وبالتالي تخصيص الأصول (أي وزن وفترة الأصل المالي داخل المحفظة المرجعية)،وباعتبار أن الالتزامات المالية لصندوق الثروة السيادي المقترح تعتبر طارئة اثر تقلبات أسعار البترول في السوق المالية الدولية يجب أن يتم استثمار جزء من المحفظة المرجعية في أصول مالية سريعة السيولة مثل (سندات الخزينة الأمريكية لليلة واحدة) أي الاستثمار من أجل السيولة .

-مصدر تمويل الصندوق: مصدر تمويل الصندوق(سلعي أو غير سلعي) يمثل محدد أساسي في نوع و طبيعة القطاعات الاقتصادية التي يتم استهدافها أو استثنائها، ففي حالة النموذج المقترح لصندوق الثروة السيادي نقترح أن لا يتم الاستثمار في قطاع الصناعات البترولية .

-هدف التنوع خارج قطاع المحروقات :بما أن الجزائر تسعى الى تنوع اقتصادها خارج قطاع المحروقات ،يمكن توجيه واستخدام صندوق الثروة السيادي نحو الاستثمار في القطاعات المرتبطة بالتنوع الاقتصادي خارج قطاع المحروقات وبالتالي يجب أن تضم المحفظة المرجعية استثمارات في الاقتصادات و المؤسسات التي تملك الملكية الفكرية و الميزات التنافسية بهدف نقل الخبرة و المعرفة لتطوير القطاعات الاقتصادية خاصة في مجال الصناعة .

-عامل الخبرة و التجربة لصناديق الثروة السيادية :يعتبران هذان ¹العاملان مهمان عند انشاء المحفظة المرجعية الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية، كمثال عن ذلك تجربة شركة الاستثمار الحكومية لسنغافورة GIC ² .

-الظروف الاقتصادية الدولية :ظروف و أداء الأسواق المالية الدولية وامكانية ظهور فرص استثمارية جديدة أو امكانية حدوث أزمات عالمية اقتصادية مثل ³ الأزمة الاقتصادية العالمية لسنة 2008، يجب أخذها بعين الاعتبار عند انشاء المحفظة المرجعية .

2-الاقتراحات الخاصة بتكوين المحفظة المرجعية الاستثمارية للنموذج المقترح :

فيما يلي الاقتراحات الخاصة بتكوين المحفظة المرجعية الاستثمارية للنموذج المقترح بشكل مفصل على أساس أنواع الأصول المالية ،التوزيع الجغرافي و أنواع القطاعات الاقتصادية :

2-1-فئات الأصول المالية

¹ حيث قامت العديد من صناديق الثروة السيادية بتطوير استراتيجياتها الاستثمارية و بالتالي المحفظة المرجعية الاستثمارية نتيجة عامل الخبرة و تراكم التجربة لعدة سنوات وهذا ما تم تسجيله عند قيامنا بدراسة تجارب صناديق ثروة سيادية رائجة لدول مثل شركة الاستثمار الحكومية السنغافورية GIC .

² اطار الاستثمار لشركة الاستثمار الحكومية السنغافورية مر بثلاثة مراحل أساسية :لأول عقدين من الزمن تم استثمار الأصول بشكل محافظ من أجل تحقيق سيولة مالية ،ابتداء من سنة 2000 تم التعرض لمزيد من المخاطر وقلت الحاجة الى تحقيق سيولة مالية من خلال الاستثمار وتنوع من خلال الاستثمار في الأسواق الناشئة و الأسواق الخاصة ،ابتداء من 01أفريل أصبح 2013 اطار الاستثمار للشركة يتكون من ثلاثة عناصر أساسية من خلال الاستثمار في الأسواق العامة ،الأسهم الخاصة و العقارات .

³ حيث في البداية أتاحت أزمة الرهن العقاري نهاية سنة 2007 فرصة أمام صناديق الثروة السيادية لاستثمار أشهر ثرواتها في أكبر المؤسسات المالية الدولية ،ومع تفاقم الأوضاع المالية العالمية سنة 2008 قامت هذه الصناديق السيادية بتغيير استراتيجياتها الاستثمارية و التوجه نحو الأسواق المالية المحلية لأجل تخفيف حدة الأزمة على اقتصاداتها المحلية ،و توفير السيولة المالية لاهم المؤسسات و القطاعات الاقتصادية المتواجدة في البلدان المالكة لهذه الصناديق .

جدول(5-6) :يمثل توزيع فئات الأصول المالية للمحفظة المرجعية الخاصة بالنموذج المقترح

وزن كل أصل في المحفظة المالية		فئات الأصول المالية
الحد الأدنى	الحد الأعلى	
30%	40%	الأسهم العامة
5%	10%	الأسهم الخاصة
30%	40%	السندات
15%	20%	العقارات
0%	5%	المشتقات المالية
0%	5%	نقد و سيولة

المصدر: من اعداد الطالبة .

-الأسهم :نقترح أن يتم تشكيل محفظة الأسهم على أساس مؤشر ¹ FTES RUSSEL الذي يصنف أسواق الأسهم الى أسواق الأسهم المتطورة ،الأسواق الناشئة المتقدمة ،الأسواق الناشئة الثانوية ،حيث يتم تخصيص من 35% الى 40% من الاستثمارات المالية الكلية للمحفظة في الأسهم ، منها 60% الى 80% استثمارات في أسواق الأسهم المتقدمة ،ومن 20% الى 40% استثمارات ² كاستثمارات في أسواق الأسهم الناشئة بما فيها المتقدمة و الثانوية .

-الأسهم الخاصة :وذلك من خلال الاستثمار في صناديق الأسهم الخاصة المتواجدة في الأسواق المالية المتقدمة أو الناشئة .

-السندات: نقترح أن تمثل نسبة الاستثمار في السندات من 30% الى 40% من الاستثمارات الكلية للمحفظة المرجعية ،حيث تمثل السندات أصل مالي قليل الخطورة ،بما فيها السندات الحكومية وسندات الشركات حيث يتم الاعتماد على مؤشرات تقييم السندات من قبل الوكالات المتخصصة في التصنيف الائتماني للسندات مثل fitsh و moody s ,standards and poor

¹ <http://www.ftserussell.com/files/research/indexing-world-2018>,consulte le 23/02/2018.

² Indexing the world,FTSE RUSSEL,article ,January 2018,p04.

-العقارات :وذلك من خلال الاستثمار في العقارات بشكل مباشر أو بشكل غير مباشر من خلال صناديق الخاصة بإدارة العقارات .

-المشتقات المالية :الاستثمار بشكل مباشر من خلال الأسواق المنظمة للمشتقات المالية Organized Derivatives Market أو من خلال الصناديق التي تتعامل بعقود¹ المشتقات المالية على نطاق واسع مثل² صناديق التحوط hedging fund،وفيما يلي جدول يمثل أكبر الأسواق المنظمة للمشتقات المالية من حيث حجم التداول للفترة لسنة 2012.

جدول رقم(5-7) :أكبر خمسة أسواق منظمة للمشتقات المالية من حيث عدد عقود المشتقات المالية المتداولة لسنة 2012.

الترتيب	السوق المالي	حجم تداول العقود (جانفي -ديسمبر 2012)
1	CME group	2.890.036.506
2	Eurex	2.291.465.606
3	National Stock of India	2.010.493.487
4	NYSE Euronext	1.951.376.420
5	Korea Exchange	1.835.617.727

Source :Exchange traded -derivatives ,charted institute for securities et investments , educational work book, edition 19,june 2013,p07.

2-2-التوزيع الجغرافي :

نقترح أن يتم التوزيع الجغرافي لاستثمارات المحفظة المرجعية كالتالي ،حيث أخذنا بعين الاعتبار تمركز كل من الأسواق المتطورة و الأسواق الناشئة في كل منطقة جغرافية :

¹تعرف المشتقات المالية على أنها عقود فرعية تبنى أو تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية (أوراق مالية ،عملات ...)لينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة وذلك في نطاق ما يطلق عليه بالهندسة المالية من أهم عقود المشتقات المالية لدينا :عقود الخيارات ،المقايضات ،العقود الأجلة و العقود المستقبلية .
²صناديق التحوط تمثل إحدى أدوات الاستثمار البديلة حيث تسعى هذه الأخيرة الى تحقيق عوائد إيجابية في ظل أي ظرف سوقي، من خلال وضع استراتيجيات تتناسب مع ظروف السوق وذلك من خلال الاستثمار في عقود المشتقات المالية حيث تتيح هذه الأخيرة التحوط و تسهيل عملية نقل و توزيع المخاطر .

جدول رقم (5-8): توزيع المحفظة المرجعية جغرافيا للنموذج المقترح الجديد

نسبة توزيع المحفظة المرجعية		المناطق الجغرافية
الأحد الأعلى	الحد الأدنى	
35%	30%	أمريكا الشمالية
45%	30%	أوروبا
25%	20%	آسيا و أستراليا
10%	5%	منطقة الشرق الأوسط و شمال أفريقيا

المصدر: من اعداد الطالبة .

-منطقة أمريكا الشمالية (الولايات المتحدة الأمريكية وكندا) و أوروبا تتمركز فيها أهم الأسواق المالية المتقدمة لذلك قمنا بتخصيص من 60% إلى 80% استثمارات في شمال أمريكا و أوروبا .

-منطقة آسيا و أستراليا: تتركز فيها معظم الأسواق الناشئة المتقدمة و الثانوية ماعدا بعض الأسواق المالية المتطورة¹ كسنغافورة و أستراليا لذلك قمنا بتخصيص من 20% إلى 25% من الوزن الكلي للمحفظة كاستثمارات في هذه المنطقة .

-منطقة الشرق الأوسط و شمال أفريقيا : تتميز بأنها أسواق² ناشئة ثانوية وقد تم تخصيص من 5% كحد أدنى إلى 10% كحد أعلى كاستثمارات في هذه المنطقة من الاستثمارات الكلية للمحفظة.

¹ السوق المالي لسنغافورة و أستراليا تعتبر أسواق مالية متقدمة حسب مؤشر FTSE RUSSEL .

² أسواق ناشئة ثانوية مثل الكويت .

2-3- القطاعات الاقتصادية :

يتم التنوع من خلال توزيع الاستثمارات على عدة قطاعات اقتصادية ،حيث نقترح ما يلي :

-تجنب الاستثمار في المؤسسات¹ المرتبطة بقطاع الصناعة النفطية ،باعتبار أن المصدر الأساسي لتمويل الصندوق هو إيرادات الجباية البترولية وذلك من أجل تحقيق التنوع و تجنب² خطر تقلبات أسعار النفط على كل من القطاعات المرتبطة بقطاع النفط و فوائض الجباية البترولية المحولة الى الصندوق ،وفيما يلي جدول يمثل تأثير أسعار أسهم أهم الشركات النفطية خلال صدمة انخفاض أسعار البترول المسجلة منذ سنة 2014.

جدول رقم(5-9) :أسعار أسهم الشركات النفطية خلال صدمة انخفاض أسعار البترول المسجلة منذ سنة 2014.

شركات تنشط في إنتاج المنتجات النهائية للنفط	شركات تنشط في استخراج النفط بشكل مباشر	شركات متكاملة تنشط في استخراج النفط و إنتاج المنتجات النهائية للبترول
Valero	Transocean	Exxon Mobile
+6.01%	-53.4%	-8.2%
Tesoro	Diamond Offshore	Chevron
+36.21%	-28.00%	-13.63%
Phillips 66	Patterson-UTI Energy	British Petroleum
-8.56%	-47.02%	-12.21%
Marathon Oil	Nabors Industries -52.38%	Total SA
+14.55%		-17.08%
Alon USA Energy	Anadarko Petroleum	Phillips 66
-8.08%	-23.58%	-8.57%

Source: Reuters, Data as of 2/9/2015, consulte le 23/02/2018.

¹المؤسسات المرتبطة بقطاع الصناعة النفطية بما فيها المؤسسات النفطية المنبع التي تقوم بالاستكشاف وإنتاج النفط الخام ،المؤسسات النفطية المصنبة التي تقوم بتكرار المنتجات النهائية و توزيعها مثل البنزين و الوقود.

²في هذه الحالة تتقلب عوائد المؤسسات الاقتصادية المرتبطة بالصناعات البترولية وإيرادات الجباية البترولية في نفس الاتجاه، حيث أن معامل الارتباط بين مصدر الأساسي لتمويل الصندوق وعوائد المؤسسات الاقتصادية النفطية موجب و قوي .

من خلال الجدول رقم (5-9) يمكن ملاحظة تأثير انخفاض أسعار البترول على أداء و عوائد الشركات التي تنشط في قطاع الصناعة النفطية من خلال انخفاض أسعار أسهم هذه الشركات ، خصوصا الشركات التي تنشط في انتاج و استخراج النفط بشكل مباشر .

-الاستثمار في القطاعات الاقتصادية التي تخدم هدف التنويع الاقتصادي للجزائر خارج قطاع المحروقات مثل قطاع الخدمات المالية (البنوك و المصارف)،قطاع الصناعات ،قطاع السياحة و الفنادق ،¹القطاعات المرتبطة بالبحوث العلمية و التكنولوجيا العالية .

-الاستثمار² في قطاع العقارات و البنية التحتية من أجل تحسين مستوى العوائد و تخفيض مستوى الخطر من خلال الاستثمار في العقارات المدرجة في البورصة أو صناديق خاصة لإدارة العقارات بحيث يشكل الاستثمار في قطاع العقارات وزن معين في المحفظة الاستثمارية المرجعية .

2-4-محفظة العملات :

نقترح أن يتم استثمار و تسيير الأصول المالية لصناديق الثروة السيادية باستخدام العملات الأساسية الدولار الأمريكي ،الأورو نظرا لوزن الكبير لهذه العملات في التبادلات التجارية الجزائرية في الخارج .

¹الاستثمار في المؤسسات و الاقتصاديات التي تملك الملكية الفكرية والميزة التنافسية.

²من خلال عرض تجارب صناديق ثروة سيادية في المطلب الثاني ،تم تخصيص جزء من استثمارات هذه الصناديق نحو قطاع العقارات لأن عوائد قطاع العقارات تمثل تحوط طبيعي كما تعتبر أصل حقيقي و آمن،خصوصا الاستثمار في قطاع العقارات المباشرة.

المبحث الثالث : نموذج تطبيقي للمحفظة المرجعية الاستثمارية المقترحة

في هذا الجزء من الدراسة سنقوم باختيار محفظة مرجعية استثمارية كفؤة للنموذج الجديد المقترح لصندوق الثروة السيادي الجزائري من بين مجموعة المحافظ المتاحة على أساس نموذج¹ لمحفظة مرجعية مقترحة من طرفنا، باستخدام نظرية الحد الكفؤ The Efficient Frontier Theorem، حيث سنوضح البيانات ومنهجية الدراسة في المطلب الأول، ومن خلال المطلب الثاني سنقوم بتفسير نتائج الدراسة التطبيقية .

المطلب الأول: البيانات و المنهجية .

في هذا المطلب سنوضح الجوانب المتعلقة بالدراسة المتمثلة في عينة مؤشرات الأسواق المالية ،كيفية جمع البيانات من جهة والمنهجية المستخدمة من خلال التطرق الى الأدوات الاحصائية المستخدمة لحساب العائد المتوقع و الانحراف المعياري لكل محفظة .

1-اختيارعينة الدراسة وجمع البيانات :

-يتكون مجتمع الدراسة من 09 أسواق مالية ،تتوزع جغرافيا حول أربعة مناطق كالتالي شمال أمريكا ،جنوب أمريكا ،أوروبا و آسيا، حيث أخذنا بعين الاعتبار أهمية التنوع الجغرافي عند اختيار و تشكيل المحفظة من جهة ،وتصنيف الأسواق المالية الى أسواق متطورة وأسواق ناشئة .

-لقد قمنا باختيار المؤشرات العامة لأسهم الأسواق المالية محل الدراسة من بينها 06 أسواق أسهم متطورة ، 02أسواق ناشئة متقدمة ،و01سوق ناشئة ثانوية ،وفيما يلي الجدول يمثل مؤشرات عينة الدراسة كالتالي :

¹نشير الى أنه في هذه الدراسة قمنا باقتراح محفظة مرجعية استثمارية تتنوع ما بين الاستثمار في أسواق الأسهم المتطورة ،أسواق الأسهم الناشئة المتقدمة ،وأسواق الاسهم الناشئة الثانوية ، حيث قمنا بتحديد الأوزان ،وطبيعة الأسواق المالية على أساس مؤشر FTSE RUSSELL،بناءا على تفضيلات استثمارية خاصة ومقترحة من طرفنا أيضا للنموذج المقترح لصندوق الثروة السيادي الجزائري والتي تطرقنا اليها في المبحث الثاني من خلال الفصل الخامس.

الجدول رقم(5-10): الأسواق المالية و مؤشرات عينة الدراسة .

العملة الأساسية للمؤشر	المؤشر	السوق المالي
الأسواق المتطورة حسب مؤشر FTSE RUSSEL		
الأورو EUR	CAC40	بورصة باريس -فرنسا
الدولار الأمريكي USD	S&P500	Standard &poors500-الولايات المتحدة الأمريكية
الين الياباني JPY	Nikkei 225	بورصة طوكيو -اليابان
الدولار الأمريكي USA	NASDAQ	سوق ناسداك الوطني -الولايات المتحدة الأمريكية
دولار هونغ كونغ HKD	Hang Sang	بورصة هونغ كونغ-الصين
الأورو EUR	DAX	بورصة فرانكفورت -ألمانيا
الأسواق الناشئة المتقدمة حسب مؤشر FTSE RUSSEL		
الريال البرازيلي BRL	Bovespa	بورصة سان باولو-البرازيل
الرينجيت الماليزي MYR	KLSE	بورصة كوالا لامبور-ماليزيا
الأسواق الناشئة الثانوية FTSE RUSSEL		
اليوان الصيني CNY	SSE composite	بورصة شنغهاي -الصين

المصدر: من اعداد الطالبة، اعتمادا على موقع <https://finance.yahoo.com>، اطلع عليه بتاريخ 2018/05/24.

-بالنسبة للبيانات التاريخية للأسهم، أي أسعار الاغلاق الأسبوعية للمؤشرات محل الدراسة ، لدينا 106مشاهدة لكل مؤشر سوق مالي تحصلنا عليها من خلال الموقع التالي (أنظر الى قائمة الملاحق) :

[-https://finance.yahoo.com](https://finance.yahoo.com)

-فترة الدراسة تغطي أسعار الاغلاق لمؤشرات الأسواق المالية محل الدراسة للفترة (2016/03/28-2018/03/28) .

2-المنهجية و الأدوات المستخدمة :

من أجل اختيار المحفظة الكفؤة المناسبة ،نقوم بحساب عائد ومخاطرة المحفظة بالاعتماد على الأدوات الاحصائية التالية باستخدام برنامج exel وبرنامج 7 eviews :

-معدل العائد المتحقق للموجود الفردي :return of individual asset

$$R_j = \frac{P_1 - P_0}{P_0}$$

-معدل العائد المتوقع للموجود الفردي :Expected rate of return

$$ER_j = \sum_{j=1}^n R_j / N$$

-مخاطرة الموجود الفردي :Risk of Individual Asset

تقاس المخاطرة بالانحراف المعياري standard deviation يعد مقياس مطلق للمخاطرة نستخدمه لحساب

مخاطرة مؤشرات الأسواق المالية ويحسب كالتالي :

$$\sigma_{R_j} = \sqrt{\sum_{j=1}^n (R_j - ER_j)^2 / n - 1}$$

أو من خلال مقياس احصائي آخر الذي هو معامل التباين coefficient of variation، ويعد مقياس

نسبي للمخاطرة نستخدمه لحساب مخاطرة المحفظة المالية، باعتبار أنه مقياس أدق لحساب المخاطرة، وتعطى صيغة

حسابها كالتالي :

$$CV R_j = \sigma_{R_j} / ER_j$$

-التباين المشترك بين أصلين : covariance between two asset

$$COV_{(J, I)} = \sum [(R_j - E(R)_j)(R_i - E(R)_i)] / N - 1$$

-معامل الارتباط بين أصلين : correlation between two asset

$$r_{R_J, R_I} = cov(R_J, R_I) / (\sigma_{R_J})(\sigma_{R_I})$$

-معدل العائد المتوقع للمحفظة portfolio expected rate of return:

$$ER_p = \sum_{j=1}^n W_j ER_j$$

-مخاطرة المحفظة portfolio Risk:

$$\sigma_p = \sqrt{w_1^2 \sigma_1^2 + w_2^2 \sigma_2^2 + 2w_1 w_2 (r_{1.2} \sigma_1 \sigma_2)}$$

المطلب الثاني :تفسير نتائج الدراسة التطبيقية .

من خلال هذا المطلب سنقوم بعرض وتفسير نتائج الدراسة التطبيقية المتعلقة بعائد و مخاطرة كل من مؤشرات الأسواق المالية والمحافظ الاستثمارية المشكلة ، وفيما يلي لدينا الجدول التالي يمثل نتائج العائد المتوقع ومخاطرة (الانحراف المعياري) بالعملة الأساسية لكل مؤشر.

جدول رقم (5-11) : العائد المتوقع و مخاطرة الاستثمار بالعملة الأساسية لمؤشر كل سوق مالي .

مؤشر السوق المالي	العائد المتوقع ER	الانحراف المعياري σ_R
CAC40	0,001921	0,020134
S&P500	0,002441	0,014735
Nikkei 225	0,08003	0,876697
NASDAQ	0,00365991	0,01818979

0,0220271	0,00394331	HKSE
0,02078414	0,00199771	DAX
0,02502488	0,00536235	Bovespa
0,02401229	0,00379167	KLSE
0,01801014	0,00063597	SSE

المصدر : من اعداد الطالبة اعتمادا على بيانات اسعار الاغلاق الأسبوعية للمؤشرات المختارة (أنظر الى الملاحق) رقم ،باستخدام برنامج Eviews7

من خلال نتائج الجدول رقم (5-11) نلاحظ أن أعلى عائد متوقع على الاستثمار تم تسجيله على مستوى مؤشر الياباني Nikkei225 بمقدار 8% في ظل مخاطرة مرتفعة تقدر ب0.876697، في حين تم تسجيل أقل عائد متوقع على مستوى مؤشر CAC40، بمقدار 0.19% في ظل مخاطرة تقدر ب0.02013.

وفيما يلي جدول يمثل معاملات الارتباط بين مؤشرات الأسواق المالية .

جدول رقم (5-12): معاملات الارتباط بين مؤشرات الأسواق المالية .

	SSE	S&P500	NIKKEI250	NASDAQ	KLSE	HKSE	DAX	CAC40	BOVESPA
BOVESPA	0.40	0.34	0.039	0.36	0.045	0.53	0.31	0.39	1
CAC40	0.33	0.68	-0.035	0.67	0.088	0.54	0.89	1	0.39
DAX	0.29	0.64	-0.043	0.61	0.15	0.49	1	0.89	0.31
HKSE	0.65	0.53	0.040	0.55	0.18	1	0.49	0.54	0.53
KLSE	0.051	0.14	0.047	0.10	1	0.18	0.15	0.088	0.045
NASDAQ	0.44	0.92	-0.047	1	0.10	0.55	0.61	0.67	0.36
NIKKEI250	0.019	-0.024	1	-0.047	0.047	0.040	-0.043	-0.035	0.039
S&P500	0.51	1	-0.024	0.92	0.14	0.53	0.64	0.68	0.34
SSE	1	0.51	0.019	0.44	0.051	0.65	0.29	0.33	0.40

المصدر : من اعداد الطالبة اعتمادا على بيانات أسعار الاغلاق الأسبوعية للمؤشرات المختارة (أنظر الى قائمة الملاحق)رقم ،باستخدام برنامج Eviews7.

من خلال الجدول رقم (5-12) نلاحظ أن :

- تم تسجيل ارتباط موجب و قوي جدا بين مؤشر S&P500 ومؤشر NASDAQ يقدر ب 0.92 وهذا راجع الى أن كلا المؤشرين يمثلان حالة السوق المالي الأمريكي .

-تسجيل ارتباط قوي وموجب بين كل من مؤشر CAC40 وDAX يقدر ب0.89 ويرجع هذا الى أن كلا المؤشرين يمثلان بلدين ينتميان الى نفس الموقع الجغرافي ،أي يمثلان الاقتصاديات الأوروبية (الاتحاد الاوروي) .

-تسجيل ارتباط قوي موجب بين كل من مؤشر SSE ومؤشر HKSE، يقدر معامل الارتباط ب 0.65، ويرجع هذا الى أن المؤشرين يمثلان¹ بلد واحد حيث تعتبر هونغ كونغ منطقة ادارية تابعة لجمهورية الصين الشعبية .

-أما على مستوى طبيعة الأسواق المالية سجلنا ارتباط قوي بين المؤشرات التي تمثل الأسواق المتطورة الأوروبية و الأسواق المتطورة الأمريكية مثل كل من مؤشر NASDAQ و CAC40 يقدر معامل الارتباط ب0,67 ومؤشر كل من S&P500 و DAX يقدر معامل الارتباط ب 0.64 ، وبدرجة أقل بين الأسواق الآسيوية

¹ في سنة 1997 أعيد ملكية مدينة هونغ كونغ الى جمهورية الصين الشعبية ،رغم ذلك فان هونغ كونغ تتمتع باستقلالية عالية ونظام سياسي مختلف عن البر الصيني ،حيث أن المدينة تحوز درجة من الاستقلالية في كل جوانب الدولة باستثناء العلاقات الدبلوماسية الدولية و البنية العسكرية ،تعد من أكبر المراكز المالية العالمية كما أن نظامها الاقتصادي يختلف عن النظام الاقتصادي الصيني حيث يعتبر اقتصاد رأسمالي حر .

المتطورة وكل من الأسواق الأمريكية و الأوروبية المتطورة مثل مؤشر HKSE و CAC40 حيث يقدر معامل الارتباط ب0.54 ومؤشر كل من HKSE و S&P500 حيث يقدر معامل الارتباط ب 0.53.

-المؤشر الياباني Nikkei250 يشكل الاستثناء حيث تم تسجيل ارتباط سالب ضعيف بين هذا المؤشر وكل من مؤشرات الأسواق المتطورة الأوروبية و الأمريكية ،وارتباط موجب ضعيف بين هذا المؤشر Nikkei250 والمؤشرات التي تمثل كل من الأسواق الناشئة المتقدمة و الأسواق الناشئة الثانوية .

-كما تم تسجيل معاملات ارتباط ضعيفة بين مؤشرات الأسواق المالية التي لا تنتمي الى نفس التصنيف (الأسواق الناشئة المتقدمة و الأسواق المتطورة)مثل مؤشر BOVESPA ومؤشر DAX يقدر معامل الارتباط ب0.31،و(الأسواق الناشئة المتقدمة و الأسواق الناشئة الثانوية)مثل مؤشر كل من KLSE و SSE حيث يقدر معامل الارتباط ب0.019 .

وبالتالي عند تشكيل المحفظة المرجعية لنموذج صندوق الثروة السيادي المقترح سنأخذ بعين الاعتبار عامل التنوع الجغرافي (الدولي)،بالإضافة الى تنوع الاستثمار في اقتصاديات متنوعة وذلك من خلال الأخذ بعين الاعتبار طبيعة الأسواق المالية حسب تصنيفها الى أسواق متطورة ،أسواق ناشئة متقدمة و أسواق ناشئة ثانوية .

وفيما يلي الجدول التالي يمثل مصفوفة التباين -التباين المشترك بين مؤشرات الأسواق المالية .

جدول رقم (5-13):مصفوفة التباين -التباين المشترك بين مؤشرات الأسواق المالية محل الدراسة .

	SSE	S_&P500	NIKKEI	NASDAQ	KLSE	HKSE	DAX	CAC40	BOVES PA
BOVES PA	0.000184 7374635 238582	0.00012823 146612473 48	0.00086974 324859848 21	0.00016420 194969636 96	2.752878 7418143 61e-05	0.00029630 536533180 7	0.00016622 086299084 7	0.00019658 421382109 83	0.000626 2446242 75158
CAC40	0.000121 7050571 914084	0.00020335 313227970 55	- 0.00063259 551794078 69	0.00024669 964341941 55	4.264934 0763282 17e-05	0.00024002 874641491 32	0.00037312 127831291 74	0.00040538 900970978 89	0.000196 5842138 210983
DAX	0.000109 0862660 559507	0.00019642 001752240 19	- 0.00080166 681251373 06	0.00023276 770689059 33	7.763608 8611452 23e-05	0.00022463 485351491 77	0.00043198 054903374 81	0.00037312 127831291 74	0.000166 2208629 90847
HKSE	0.000259 2729585 320258	0.00017505 771738895 09	0.00078625 350003978 03	0.00022232 909541683 31	9.818817 8043171 41e-05	0.00048519 317869210 59	0.00022463 485351491 77	0.00024002 874641491 32	0.000296 3053653 31807
KLSE	2.220979 3994953	5.05599026 4724398e-	0.00100682 912296810	4.63514188 383876e-05	0.000576 5899310	9.81881780 4317141e-	7.76360886 1145223e-	4.26493407 6328217e-	2.752878 7418143

	94e-05	05	3		544826	05	05	05	61e-05
NASDAQ Q	0.000145	0.00024687	-	0.00033086	4.635141	0.00022232	0.00023276	0.00024669	0.000164
	9354020	963405847	0.00075572	857113276	8838387	909541683	770689059	964341941	2019496
	819471	78	780104450	84	6e-05	31	33	55	963696
			53						
NIKKEI 250	0.000311	-	0.76859761	-	0.001006	0.00078625	-	-	0.000869
	9019076	0.00031285	6873625	0.00075572	8291229	350003978	0.00080166	0.00063259	7432485
	092853	125757251		780104450	68103	03	681251373	551794078	984821
		09	53				06	69	
S&P500	0.000136	0.00021712	-	0.00024687	5.055990	0.00017505	0.00019642	0.00020335	0.000128
	3769542	968983051	0.00031285	963405847	2647243	771738895	001752240	313227970	2314661
	978343	31	125757251	78	98e-05	09	19	55	247348
		09							
SSE	0.000324	0.00013637	0.00031190	0.00014593	2.220979	0.00025927	0.00010908	0.00012170	0.000184
	3650016	695429783	190760928	540208194	3994953	295853202	626605595	505719140	7374635
	724978	43	53	71	94e-05	58	07	84	238582

المصدر: من اعداد الطلبة اعتمادا على بيانات أسعار الاغلاق الأسبوعية للمؤشرات الختارة (أنظر الى الملاحق) رقم، باستخدام برنامج Eviews7

1-2- اختيار المحفظة الكفوءة وفقا لنموذج ماركويتز Efficient portfolio selection.

في هذا الجزء سنقوم بتشكيل مجموعة من المحافظ المتاحة التي يمكن بناؤها على أساس المحفظة المرجعية المقترحة، حيث اقترحنا أن يتم الاستثمار في المحفظة المرجعية كالتالي 60% أسواق الأسهم المتطورة، 30% الأسواق الناشئة المتقدمة، و10% أسواق ناشئة ثانوية، ونقوم باختيار المحفظة المرجعية الكفوءة في حالة تفضيل تعظيم المنفعة أي أعلى عائد متوقع للمحفظة وفي حالة تفضيل تخفيض المخاطرة أي المحفظة التي تحقق لنا مخاطرة منخفضة وذلك باستخدام نظرية الحد الكفوء لماركويتز The Efficient Frontier Theorem، وفيما يلي الجدول التالي يمثل مجموعة المحافظ المتاحة الممكن تشكيلها، العائد المتوقع و الانحراف المعياري لكل محفظة بالعملة الأساسية لكل مؤشر .

جدول (5-14): يمثل مجموعة المحافظ المتاحة الممكن تشكيلها، العائد المتوقع و الانحراف المعياري لكل محفظة بالعملة الأساسية لكل مؤشر

الرمز	المحافظ المتاحة	العائد المتوقع ERp	الانحراف المعياري σ_P	معامل التباين CV
A	60%CAC40+30%BOVESPA+10%SSE	0.002824	0.017378	6.15%
B	60%S&P500+30%BOVESPA+10%SSE	0.003136	0.014525	4.63%
C	60%DAX+30%BOVESPA+10%SSE	0.002872	0.017291	6.02%
D	60%HKSE+30%BOVESPA+10%SSE	0.004036	0.019570	4.84%
E	60%NASDAQ+30%BOVESPA+10%SSE	0.003868	0.016309	4.21%
F	60%Nikkei+30%BOVESPA+10%SSE	0.04969	0.526418	10.59%
G	60%CAC40+30%KLSE+10%SSE	0.002353	0.015231	6.47%
H	60% S&P500+30%KLSE+10%SSE	0.002665	0.013	6.5%
I	60% DAX +30%KLSE+10%SSE	0.002401	0.015959	6.64%
J	60% HKSE +30%KLSE+10%SSE	0.003565	0.017262	4.84%
K	60% NASDAQ +30%KLSE+10%SSE	0.003397	0.018973	5.58%
L	60% Nikkei +30%KLSE+10%SSE	0.049219	0.526451	10.69%

المصدر: من اعداد الطالبة اعتمادا على نتائج الجدول رقم (5-10)، باستخدام برنامج excel.

من خلال الجدول رقم (5-14):

لدينا نتائج العائد المتوقع و المخاطرة لمجموعة المحافظ المتاحة التي من الممكن بناؤها وفق¹ المحفظة المرجعية المقترحة ، حيث قمنا بتشكيل 12 محفظة من عينة مؤشرات الأسواق المالية محل الدراسة ،ومن أجل اختيار المحفظة الكفؤة المناسبة سنستخدم نموذج ماركويتز لاختيار المحفظة الكفؤة Efficient Portfolio Selection ، حيث سنختار المحفظة الكفؤة من المجموعة المتاحة التي تحقق الشرطين التاليين :

-الشرط الأول :توفر أعلى عائد متوقع لمختلف مستويات المخاطرة .

-الشرط الثاني :توفر أدنى مخاطرة لمختلف مستويات العائد المتوقع .

وفيما يلي الجدول التالي يوضح كيفية اختيار المحافظ الكفؤة من مجموعة المحافظ المتاحة باستخدام Efficient Portfolio Selection كما يلي :

¹المحفظة المرجعية المقترحة تتكون من 60%أسواق أسهم متطورة، 30%أسواق ناشئة متقدمة، 10%أسواق ناشئة ثانوية .

الجدول رقم (5-15):اختيار المحافظ الكفوة حسب نموذج ماركويتز efficient portfolio selection:

الشرط الأول: أعلى عائد متوقع لمختلف ¹ مستويات المخاطرة			
مستوى الخاطرة	المحافظ المتاحة	المحفظة الكفوة	
]0.003-0.002]	A.C.G.H.I	C	
] 0.004-0.003]	B.E.J.K	E	
] 0.005-0.004]	D	D	
] 0.05-0.04]	F.L	F	
الشرط الثاني: أدنى مخاطرة لمختلف ² مستويات العائد المتوقع			
مستوى العائد المتوقع	المحافظ المتاحة	المحفظة الكفوة	
] 0.05-0.04]	.B.D.E.J.	E	
] 0.07-0.06]	A.C.G.H.I.K	k	
] 0.11-0.10]	F.L	F	
المحافظ الكفوة التي تحقق الشرطين معا حسب نظرية اختيار المحفظة لماركويتز			
رمز المحفظة	تركيبة المحفظة الكفوة	العائد	المخاطرة
E	60%NASDAQ+30%BOVESPA+10%SSE	0.003868	4.21%
F	60%Nikkei+30%BOVESPA+10%SSE	0.04969	10.59%

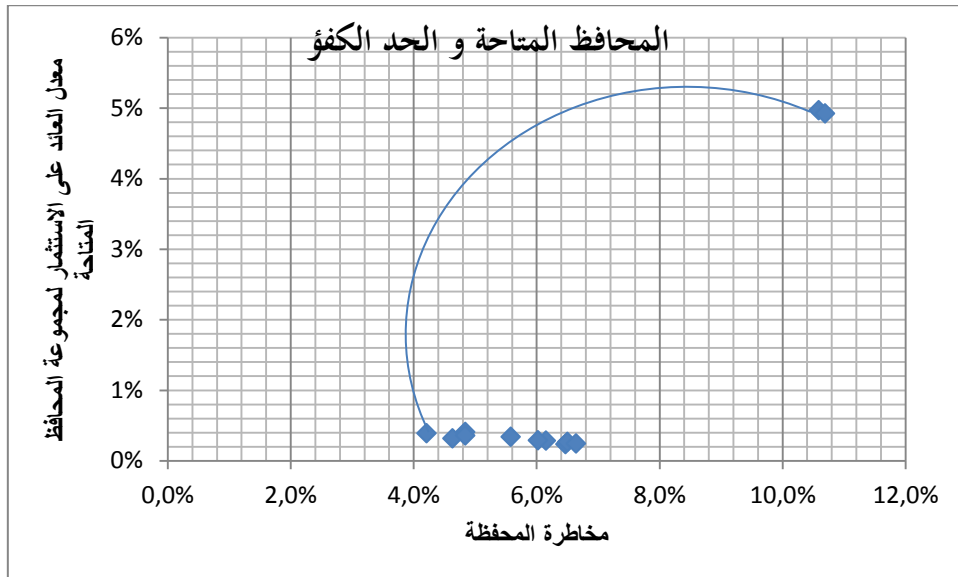
المصدر: من اعداد الطالبة اعتمادا على الجدول رقم (5-11).

¹ بالنسبة لمستويات المخاطرة قسمناها الى فئات حيث أننا أخذنا كل الأرقام بعد الفاصلة أي ستة أرقام بعين الاعتبار، من أجل تحديد الشرط الأول المتعلق باختيار أعلى عائد متوقع لمختلف مستويات المخاطرة بشكل أفضل، كما استخدمنا معامل التباين لقياس مخاطرة المحافظ المتاحة حيث يعتبر الانحراف المعياري مقياس وسيط لحساب معامل التباين. بالنسبة لمستويات العائد المتوقع قسمنا أيضا الى فئات حيث أننا أخذنا كل الأرقام بعد الفاصلة بعين الاعتبار، من أجل تحديد الشرط الثاني، المتعلق باختيار أدنى مخاطرة لمختلف² مستويات العائد المتوقع .

من خلال الجدول رقم (5-15):

قمنا باختيار المحافظ الكفؤة التي تحقق الشرطين معا، حيث نميز محافظتين المحفظة الأولى تتوزع ما بين مؤشر NASDAQ ومؤشر السوق المالي البرازيلي BOVESPA ومؤشر السوق الصينية SSE تحقق عائد على الاستثمار 0.038 أي 0.38% في ظل مخاطرة تقدر ب 6.15%، أما المحفظة الثانية تتوزع ما بين المؤشر الياباني Nikkei 250 ومؤشر السوق المالي البرازيلي BOVESPA ومؤشر السوق الصينية SSE تحقق عائد على الاستثمار ب 0.049 أي 4.96% في ظل مخاطرة مرتفعة تقدر ب 10.59%، وفيما يلي الشكل التالي يمثل اختيار المحفظة الكفؤة وفقا لنموذج ماركويتز Efficient Portfolio Selection والحد الكفؤ .

الشكل رقم(5-1): اختيار المحفظة الكفؤة وفقا لنموذج ماركويتز efficient portfolio selection –Markowitz model



المصدر: من اعداد الطالبة اعتماد على الجدول رقم (5-15).

الشكل رقم (5-1) يمثل نتائج الجدول السابق التي تتمثل في العائد المتوقع من الاستثمار والمخاطرة للمحافظ المتاحة، بالإضافة الى الحد الكفؤ حيث قمنا باستخراجه و تمثيله بيانيا اعتمادا على نظرية الحد الكفؤ the efficient frontier theorem التي مفادها أن المستثمر يختار المحفظة الكفؤة من المجموعة المتاحة التي تحقق الشرطين التاليين :

-توفر أعلى عائد متوقع لمختلف مستويات المخاطرة .

-توفر أدنى مخاطرة لمختلف مستويات العائد المتوقع .

من خلال الشكل رقم (5-1) نلاحظ أن المحافظ التي تقع على الحد الكفؤ تعتبر محافظ كفؤة ،حيث نميز وجود محفظتين ففي المجموعة الأولى تمثل المحافظ ذات معدلات العوائد العالية في ظل مخاطرة عالية ،المجموعة الثانية تمثل المحافظ ذات معدلات العوائد المنخفضة في ظل مخاطرة منخفضة، وهي نفس النتائج التي تحصلنا عليها من خلال الجدول السابق رقم (5-15)وبالتالي :

في حالة ما اذا فضلنا تعظيم المنفعة (العائد) نختار الاستثمار في المحفظة التي تقع في أعلى المنحنى التي تتوزع ما بين المؤشر الياباني Nikkei 250 ومؤشر السوق المالي البرازيلي BOVESPA ومؤشر السوق الصينية SSE تحقق عائد على الاستثمار يقدر ب0.049 أي 4.96% في ظل مخاطرة مرتفعة تقدر ب 10.59% .

في حالة ماذا فضلنا تخفيض مخاطرة المحفظة نختار المحفظة التي تتوزع ما بين مؤشر NASDAQ ومؤشر السوق المالي البرازيلي BOVESPA ومؤشر السوق الصينية SSE التي تحقق عائد على الاستثمار 0.038 أي 3.8% في ظل مخاطرة تقدر ب 6.15%.

خلاصة الفصل الخامس :

نعتبر أن إعادة النظر في طريقة تسيير عمل صندوق ضبط الإيرادات الجزائري خطوة ضرورية و ملحة ،لذلك قمنا من خلال هذا الفصل بتقديم نموذج جديد لصندوق ضبط الإيرادات، وذلك من خلال تقديم اقتراحات حول كيفية استخدام الموارد المالية للصندوق بشكل فعال و لصالح دعم وتطوير الاقتصاد الجزائري ،أما في جانب تجنب تأثير تقلبات سعر النفط على الاقتصاد الجزائري اقترحنا أن يتم استثمار الموارد المالية للصندوق من خلال الأسواق المالية الخارجية لتحقيق عوائد غير اعتيادية ايجابية Positive Abnormal Return وذلك من خلال اعداد محفظة مرجعية استثمارية مناسبة .

طبعاً يجب أن نشير الى أن هذه المقترحات الخاصة بكيفية تسيير الأصول المالية للصندوق و ادارتها ،يجب أن تتوافق مع وضع اطار قانوني وهيكل مؤسسي مناسب(الاستفادة من تجربة النرويج مثلاً) الذي يسمح بتنظيم كيفية عمل وتسيير الصندوق الذي نحن بصدد اقتراحه هذا من جهة ومن جهة أخرى يعكس مستوى عال من الحوكمة و الشفافية ،بالإضافة الى ضرورة توفر ارادة قوية لدى صناع القرار في الجزائر .

الجزء الثاني :تجربة صندوق ضبط الإيرادات الجزائري (الواقع و الأفق)

خاتمة الجزء الثاني:

يمكن أن نلخص أهم النتائج المتوصل إليها في الجزء الثاني المتعلق بدراسة وتقييم صندوق ضبط الإيرادات الجزائري كما يلي:

صندوق ضبط الإيرادات الجزائري يعتمد على مصدر وحيد يتمثل في فوائض الجباية البترولية ،حيث تتحدد أسعار البترول في الأسواق المالية وفق قوى العرض و الطلب ،وبالتالي تقلبات أسعار البترول تؤثر بشكل كبير على الوضعية المالية و تطور أصول صندوق ضبط الإيرادات الجزائري ،وهذا ما تم بالفعل تسجيله خلال الفترة 2014-2017 التي تميزت بانخفاض أسعار البترول في الأسواق المالية الدولية ،حيث انخفض حجم الفوائض المالية المحولة الى الصندوق بأكثر من 90% خلال هذه الفترة ،لذلك نرى أنه من الضروري أن يتم استثمار الأصول المالية للصندوق من خلال محافظ استثمار مرجعية من أجل تعظيم العائد على الاستثمار في ظل حجم مخاطرة مدروس ،وتوجيهه نحو الاستثمار في القطاعات المرتبطة بالتنوع الاقتصادي خارج قطاع المحروقات .

صندوق ضبط الإيرادات لم ينجح في تحقيق الأهداف المسطرة له و المتعلقة بتمويل العجز الموازي و تخفيض المديونية ،يتضح ذلك من خلال نضوب الموارد المالية للصندوق ابتداء من سنة 2018 واضطرار الحكومة الجزائرية اللجوء الى مصادر تمويل أخرى مثل القرض السندي سنة 2016 ،والتحويل الغير التقليدي ابتداء من سنة 2018 من أجل تغطية العجز الموازي لذلك اقترحنا أن يتم استخدام الموارد المالية لصندوق ضبط الإيرادات بشكل قانوني و مدروس وفق آلية الاقتراض أو السحب بشكل مباشر لتغطية نفقات المتعلقة بالتجهيز و التي تطرقنا إليها بالتفصيل في الفصل الخامس .

الخاتمة

الخاتمة :

صناديق الثروة السيادية تشكل قضايا مهمة سواء بالنسبة للبلدان المالكة لها فيما يتعلق بإدارة الأصول المالية لهذه الأخيرة، وكيفية توظيفها في الاطار العام لسياسات الاقتصاد الكلي ودور هذه الصناديق في دعم وتطوير اقتصاداتها المحلية، كما تشكل قضايا هامة بالنسبة لأسواق الدول المستقبلية لاستثمارات صناديق الثروة السيادية بشكل خاص ودورها في النظام المالي الدولي بشكل عام نظرا لحجم الأصول المالية التي تديرها (قدر حجم الأصول المالية¹ التي تديرها صناديق الثروة السيادية ب 7.45 تريليون دولار أمريكي في نهاية مارس 2018) وباعتبار أنها كيانات مالية فاعلة في الأسواق المالية الدولية وهذا ما تم تسجيله خلال الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، حيث برزت كمنقذ من خلال توفيرها السيولة المالية لأهم و أكبر المؤسسات المالية الغربية .

صناديق الثروة السيادية شكلت أيضا موضوع مهم بالنسبة للباحثين الاقتصاديين خصوصا في ظل الجدل القائم حول دورها في النظام المالي الدولي، حيث أن أهم و أول البحوث الأكاديمية حول صناديق الثروة السيادية ركزت على دراسة تأثير هذه الصناديق على المؤسسات و الأسواق المالية المستقبلية لاستثماراتها، ومن هذا المنطلق تأتي هذه الدراسة لتسلط الضوء على هذه الفئة من المستثمرين المؤسساتيين والتي تشكل أداة استثمار حكومية تهدف الى تحقيق عوائد مالية اضافية عن طريق استثمار الأصول المالية التي تديرها من خلال محافظ استثمار مرجعية عن طريق الأسواق المالية الدولية، كما قمنا بدراسة أداء و تطور صندوق ضبط الإيرادات الجزائري منذ انشاءه سنة 2000 الى غاية الفتر الحالية 2017-2018 باعتبار أنه صندوق ثروة سيادي يدير أموال عامة يتم انفاقها محليا بدلا من استثمارها من أجل تحقيق عوائد مالية.

اعتمدنا خطة مكونة من جزئين الجزء الأول من الدراسة يتمحور حول صناديق الثروة السيادية بشكل عام و استثماراتها في الأسواق الدولية حيث استعرضناه من خلال ثلاثة فصول حيث أننا في الفصل الأول استعرضنا الاطار النظري لصناديق الثروة السيادية وواقعها، حوكمة و شفافية هذه الصناديق، بالإضافة الى استعراض مساهمتها في النظام المالي الدولي من خلال تسليط الضوء على استثماراتها في الأسواق المالية الدولية، في الفصل الثاني استعرضنا الاطار النظري المتعلق بالأسواق المالية وكيفية تخصيص الأصول و الاستثمار في المحفظة المالية من خلال التطرق الى نظرية المحفظة الحديثة، أما في الفصل الثالث قمنا بعرض استعراض تجارب لصناديق ثروة سيادية نفطية تجربة الصندوق الحكومي الاجمالي النرويجي GPF وهيئة أبوظبي للاستثمار ADIA في الامارات العربية المتحدة، و صناديق ثروة سيادية غير نفطية وذلك من خلال عرض تجربة شركة الاستثمار السنغافورية GIC و شركة تماسك Temasek القابضة في سنغافورة و شركة الاستثمار الصينية CIC، كما قمنا بإجراء مقارنة بين تجارب هذه الصناديق

¹ <http://docs.preqin.com/reports/The-2018-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf>, consulte le 01/09/2018.

الجزء الثاني من الدراسة وهو الجزء التطبيقي يهدف الى دراسة و تقييم تجربة صندوق ضبط الايرادات الجزائري و الذي استعرضناه من خلال فصلين كالتالي الفصل الرابع قمنا بعرض تجربة صندوق ضبط الايرادات الجزائري من خلال اجراء تقييم مفصل عل أساس مصدر تمويله و طبيعة استخداماته، و مدى فعالية هذه الأهداف و المهام المرسومة له من الناحية الاقتصادية و مساهمتها في تحقيق دفع للاقتصاد الوطني، أما في الفصل الخامس و الأخير قمنا بتقديم تقديم اقتراحات تخص كيفية تسيير واستثمار الأصول المالية لصندوق ضبط الايرادات الجزائري، حيث ركزنا على سياسة الاستثمار وتخصيص الأصول في المحفظة المرجعية، وذلك انطلاقا من تجارب الصناديق السيادية الرائدة ونتائج تقييم الصندوق التي توصلنا اليها سابقا.

1-نتائج الدراسة: بناء على الأهداف المتوخاة من الدراسة ومحاولة للإجابة على الاشكالية توصلنا الى النتائج التالية

-صناديق الثروة السيادية عبارة عن أجهزة استثمار حكومية،تقوم بإدارة أموال عامة التي تنشأ نتيجة الفوائض المالية المحققة في ميزان المدفوعات أو الموازنة العامة للدولة من أجل تحقيق أهداف اقتصادية محددة من طرف الحكومات المالكة لهذه الصناديق،حيث يتم استثمار هذه الأصول المالية في الأسواق المالية المحلية لحكومات بلدانها الأصلية أو الأسواق المالية الخارجية من خلال محافظ استثمار مرجعية .

-صناديق الثروة السيادية بشكل عام تمثل مجموعة غير متجانسة الخصائص نظرا لاختلافات و الفروقات التي قد تميز صندوق ثروة سيادي عن آخر،وذلك على عدة مستويات يمكن أن نميز منها مصادر تمويل الصندوق نفطي أو غير نفطي،الأهداف الأساسية من انشائها والتي تتميز ما بين الادخار و الاستثمار ،طبيعة الالتزامات المالية لهذه الصناديق سواء كانت ثابتة،متنوعة،أو مفتوحة، بالإضافة الى الاطار المؤسسي و القانوني الذي يحدد كيفية تسيير هذه الوحدات الاستثمارية .

- ان التزام صناديق الثروة السيادية بمضمون المبادئ و الممارسات العامة(مبادئ سانتياغو) التي تم وضعها من قبل مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية منذ سنة2018 لا يزال متفاوتا، وهناك عدد كبير من صناديق الثروة السيادية لديها ترتيبات الحوكمة وسياسات الإفصاح المالي التي تتماشى مع المعايير التي وضعتها هذه المبادئ، وفي الوقت نفسه العديد من الصناديق وعلى الأخص في منطقة الخليج، لا تزال بحاجة إلى زيادة تعزيز سياسات الإفصاح المالي الخاصة بهم.

-صناديق الثروة السيادية مستثمر مؤسسي مهم على الساحة المالية الدولية،حيث تم تقدير الأصول المالية التي تديرها هذه الوحدات بحوالي 7.45 تريليون دولار أمريكي في نهاية مارس 2018حسب آخر تقرير ل Perquin sovereign wealth fund review،رغم أن وتيرة نمو هذه الأخيرة قد تباطأت خلال السنتين الأخيرتين خصوصا بالنسبة لصناديق الثروة السيادية النفطية لبعض دول الشرق الأوسط وشمال أفريقيا وهذا راجع الى انخفاض أسعار البترول و السحوبات المالية الكبيرة من هذه الصناديق من أجل تغطية عجز الموازنات المحلية في البلدان المالكة لهذه الصناديق .

-صناديق الثروة السيادية مستثمر فاعل ومؤثر في النظام المالي الدولي و يتضح ذلك جليا من خلال مساهمتها في تمويل أكبر المؤسسات المالية الغربية خلال بداية الأزمة المالية العالمية الأخيرة لسنة 2008 ،بالإضافة الى تدخلات هذه الصناديق في أسواق البلدان المالكة لها ، والتي تباينت ما بين تدخلات صناديق الثروة السيادية في أسواقها المحلية كمساهمين أو كمقرضين لتمويل البنوك أو مؤسسات أخرى غير مصرفية .

- صناديق الثروة السيادية بشكل عام تستهدف الاستثمار في الأسواق الأجنبية للاقتصاديات المتقدمة، قد يرجع ذلك الى طبيعة صناديق الثروة السيادية كمستثمر على المدى الطويل ،حيث تهدف الى الحفاظ على الثروة من أجل الأجيال القادمة وتنوع استثماراتها على المستوى العالمي وذلك من خلال الأسواق الأجنبية التي توفر فرص أفضل وأكبر لهذه الصناديق مقارنة بأسواقها المحلية، يمكن القول أن هذه الصناديق تستثمر في الأسواق الخارجية في الأوقات الجيدة و تستثمر في أسواقها المحلية عندما تتطلب الاقتصاديات المحلية الدعم من قبل هذه الأخيرة .

-من خلال ما سبق نستنتج أن صناديق الثروة السيادية أداة استثمار حكومية تستثمر أصولها المالية من خلال محافظ استثمارية مرجعية ،من أجل تحقيق عوائد أعلى على استثماراتها، وبالتالي ندعم صحة الفرضية الأولى المدرجة في الدراسة ،حيث أن الأهداف التي تقود قرارات ادارة المحافظ المالية لصناديق الثروة السيادية في السوق المالية الدولية تحددها حكومات الدول المالكة لهذه الصناديق بحيث تتماشى مع السياسات و الاهداف الاقتصادية الكلية التي تسعى الى تحقيقها.

- ويعرف مفهوم تسيير المحفظة المالية على أنها دليل أو منهجية تتيح للمستثمر اختيار أفضل الأوراق المالية المتوافرة من أجل تحقيق عائد متوقع في ظل مستوى مخاطرة معين ،حيث يعتبر قرار استراتيجي يتم اتخاذه من قبل مدراء المحافظ.

-لقد أدت نظرية المحفظة الحديثة MPT التي قدمها هاري ماركويتز Harry Markowitz 1952 دورا مهما في تفسير العلاقة بين المخاطرة و العائد ،حيث يسعى المستثمر الرشيد الى اختيار التوليفة المثلى ،حيث أنه بموجب هذه النظرية ليس المهم ارتفاع أو انخفاض العائد من موجود معين بل المهم هو العائد من المحفظة و مخاطرتها ،كما كما تم التطرق الى أثر التنوع المدروس في تخفيض المخاطرة وذلك من خلال تقديمه نظرية المحفظة الكفؤة ،وهي المحفظة التي تحقق أدنى مخاطرة ممكنة لأي مستوى من العائد وأعلى عائد ممكن لأي مستوى من المخاطرة.

- الفرق الأساسي و الجوهرى بين كل من نظرية تسعير الموجودات (الأصول) الرأسمالية CAMP ونموذج الأصول المرجحة APT ،يتضح أن نموذج APT له ميزة المرونة مقارنة مع نموذج CAMP الا أنه يعد صعب التطبيق نظرا لأنه توجد صعوبة في تحديد المتغيرات (العوامل) في النموذج ، في حين ان نموذج CAMP يركز على التنوع الكفؤ و يهمل المخاطر الغير النظامية ،يستخدم APT التنوع الساذج وبالتالي يهمل المخاطر النظامية .

- من خلال المقارنة بين تجارب كل من الصندوق الحكومي الاجمالي النرويجي GPF وهيئة أبوظبي للاستثمار ADIA في الامارات العربية المتحدة ،وصناديق ثروة سيادية غير نفطية (غير سلعية) التي تعتمد في مصادر تمويلها على فوائض الاحتياطات الأجنبية الرسمية وذلك من خلال عرض تجربة GIC و TEMASEK في سنغافورة و شركة الاستثمار الصينية CIC، وجدنا أن تخصيص الأصول في المحفظة المرجعية و بالتالي اطار الاستثمار يختلف من صندوق ثروة سيادي الى آخر ،وهذا يرجع الى اختلاف تفضيلات الاستثمار للملكي صناديق الثروة السيادية الممثلين في حكومات الدول ، حيث أن هذه التفضيلات الاستثمارية يمكن ارجاعها الى العوامل التالية المصدر الأساسي لتمويل الصندوق ،الهدف من انشاء صناديق الثروة السيادية و عامل الخبرة .

- من خلال المقارنة أيضا بين تجارب صناديق الثروة السيادية الرائدة وجدنا أنه كلما كان وضع الدولة أو البلد حسب مؤشرات الحوكمة العالمية جيد كلما انعكس بنفس القدر على مستوى شفافية صناديق الثروة السيادية التي تملكها، كما أن مستويات الشفافية و الحوكمة تتباين من صندوق الى آخر ،وقد أرجعنا هذا الى طبيعة الاطار القانوني و المؤسساتي التي يحكم تسيير هذه الصناديق.

- يعتبر قطاع المحروقات القطاع الرائد و الموجه للاقتصاد الجزائري ،ويتضح ذلك من خلال انخفاض سعر النفط المسجل على مستوى الأسواق المالية الدولية المسجل منذ منتصف جوان 2014، حيث أثر على الوضعية المالية العامة ،الحسابات الخارجية و الاقتصاد بشكل عام ،مما يعكس الاختلال و الضعف الهيكلي للاقتصاد الجزائري .

-قامت الجزائر بإنشاء صندوق ضبط الايرادات الجزائري سنة 2000 كأداة لمواجهة تقلبات أسعار البترول وامتصاص الصدمات الخارجية الايجابية لارتفاع الأسعار من خلال تحويل فوائض المالية العامة الى الصندوق ،و الصدمات السلبية لانخفاض الأسعار من خلال تمويل عجز الخزينة و الموازنة العامة للدولة .

-صندوق ضبط الايرادات الجزائري يصنف على أنه صندوق ثروة سيادي سلعي ،يمول من خلال فوائض ايرادات الجباية البترولية المحققة من خلال الفرق بين ايرادات الجباية البترولية المحققة فعلا لسنة مالية معينة n وايرادات الجباية البترولية المقدرة حسب قانون المالية لنفس السنة n.

-السعر المرجعي لبرميل النفط يتحدد من خلال قانون المالية ،ويخضع للمراجعة من طرف السلطات المالية ،وفقا لظروف اقتصادية عالمية تمثل أساسا في تقلبات أسعار النفط ،حيث تقرر رفع السعر المرجعي لبرميل النفط الى 50 دولار أمريكي من خلال قانون المالية لسنة 2016 ،وذلك في ظل الانخفاض المتواصل لأسعار النفط المسجل على مستوى الأسواق المالية الدولية منذ منتصف جوان 2014.

-نتائج الدراسة القياسية المتوصل اليها في المطلب الثاني من المبحث الثاني للفصل الرابع ،تدعم صحة الفرضية الثانية التي مفادها أن تقلبات أسعار البترول في الأسواق المالية الدولية تؤثر على وضعية وتطور الأصول المالية لصندوق ضبط الايرادات الجزائري، حيث أن ارتفاع سعر البترول ب1 دولار أمريكي يؤدي الى ارتفاع فوائض الجباية البترولية المحولة الى الصندوق ب423 مليون دولار أمريكي بافتراض ثبات العوامل الأخرى و العكس صحيح ،كما أن ارتفاع السعر المرجعي لبرميل النفط ب1 دولار أمريكي يؤدي الى انخفاض فوائض الجباية البترولية المحولة الى الصندوق ب786 مليون دولار أمريكي.

- كإجابة عن الفرضية الثالثة من خلال نتائج الدراسة المتوصل إليها في المطلب الثالث من المبحث الثاني للفصل الرابع، ننفي صحة الفرضية الثالثة المدرجة في هذه الدراسة التي مفادها أن صندوق ضبط الإيرادات الجزائري نجح في تحقيق الأهداف المسطرة له و المتمثلة في تمويل العجز الموازي و تخفيض المديونية حيث أن صندوق ضبط الإيرادات الجزائري لم يتمكن من أداء الدور المنوط به باعتباره أداة لتحقيق الاستقرار يتضح من خلال نضوب الموارد المالية لهذا الصندوق ابتداء من سنة 2018، و اضطرار الحكومة الجزائرية اللجوء الى مصادر أخرى مثل القرض السندي سنة 2016 والتمويل الغير التقليدي ابتداء من سنة 2018 من أجل تغطية عجز الخزينة العمومية

-الوضعية المالية الحالية لصندوق ضبط الإيرادات الجزائري و المتمثلة في نضوب الموارد المالية لهذا الصندوق ابتداء من بداية سنة 2018 تعد نتيجة حتمية و متوقعة في ظل الطريقة التي تم بها تسيير الصندوق منذ انشاءه سنة 2000، و بالتالي هذه النتائج تثبت صحة الفرضية الرابعة، وقد نادى العديد من الخبراء و الباحثين الاقتصاديين الى ادخال تعديلات على كيفية تسيير الصندوق بشكل يسمح له القيام بدور فعال لصالح دعم و تطوير الاقتصاد الجزائري ، و من هذا المنطلق قمنا بتقديم اقتراحات تتعلق بكيفية تسيير و استثمار الأصول المالية لهذا الأخير و كيفية استخدام الموارد المالية للصندوق بشكل فعال، انطلاقا من تقييمنا لتجربة صندوق ضبط الإيرادات الجزائري و تجارب لصناديق رائدة تطرقنا إليها في هذه الدراسة .

- من خلال الاقتراحات المقدمة لتعديل صندوق ضبط الإيرادات الجزائري ركزنا على سياسة و اطار الاستثمار كالتالي :

○ النموذج المقترح للصندوق المقدم في هذه الدراسة يعد صندوق ثروة سيادية ذو التزامات مالية متنوعة (mixed liability fund)، و بالتالي الشكل الجديد للنموذج المقترح هو صندوق ضبط الإيرادات و الاستثمار الجزائري fonds de régulation des recettes et l'investissement algérienne(FRRIA)

○ يتم استثمار الأصول المالية للصندوق من خلال الأسواق المالية الخارجية فقط وذلك لتوافر فرص أكبر و أفضل للاستثمار مقارنة بالاستثمار في السوق المالي المحلي (بورصة الجزائر).

○ يتم استثمار الأصول المالية من أجل تحقيق عوائد اضافية و متجددة في اطار مستوى مخاطرة مقبول وتنوع مصادر تمويل الصندوق، كبداية لعمل الصندوق يتم الاستثمار من أجل هدف تحقيق عوائد أعلى على الاستثمارات و بشكل متجدد على المدى المتوسط (10-15 سنة)، وفي حالة تجاوز عوائد الاستثمار و احتياطات الصندوق المبالغ الازمة لتحقيق هدف استقرار الاقتصاد الجزائري يتم الاستثمار من أجل الادخار لصالح الأجيال القادمة على المدى الطويل .

○ يتم تنفيذ السياسة الاستثمارية لصندوق ضبط الإيرادات و الاستثمار (النموذج المقترح)، من خلال انشاء محفظة استثمار مرجعية (benchmark portfolio)، تضم أصناف لأصول مالية متنوعة تنوزع على عدة

قطاعات اقتصادية و جغرافية حيث يجب تنويع المحفظة المرجعية لتقليل المخاطر، بالإضافة الى تحديد مجال للانحراف عن معدل العائد للمحفظة الاستثمارية المرجعية.

○ بما أن الجزائر تسعى الى تنويع اقتصادها خارج قطاع المحروقات، يمكن توجيه واستخدام صندوق الثروة السيادي نحو الاستثمار في القطاعات المرتبطة بالتنويع الاقتصادي خارج قطاع المحروقات، وبالتالي يجب أن تضم المحفظة المرجعية استثمارات في الاقتصادات و المؤسسات التي تملك الملكية الفكرية و الميزات التنافسية بهدف نقل الخبرة و المعرفة لتطوير القطاعات الاقتصادية خاصة في مجال الصناعة.

2-التوصيات: انطلاقا من النتائج المتوصل اليها، سنقدم بعض الاقتراحات حول صندوق الثروة السيادي الجزائري كالتالي

- ضرورة اعادة النظر في كيفية تسيير و استثمار الأصول المالية لصندوق ضبط الايرادات الجزائري، وطريقة توظيفه في السياسات الاقتصادية أجل تحقيق مزايا لصالح الاقتصاد الجزائري، وذلك من خلال الاستفادة تجارب صناديق ثروة سيادية رائدة على الساحة المالية الدولية، مع الأخذ بعين الاعتبار خصائص ومميزات الاقتصاد الجزائري .

- وضع اطار عام لسياسة الاستثمار ينظم كيفية تخصيص الأصول المالية و ادارتها من خلال محفظة مرجعية في ظل استراتيجية استثمارية تركز على الاستثمار في قطاعات مرتبطة بالتنويع الاقتصادي خارج قطاع المحروقات، بالإضافة الى الاستثمار في الاقتصاديات و المؤسسات التي تملك الميزة الفكرية و غيرها .

- استخدام مدراء خارجيين لإدارة الاستثمار، من خلال منح تفويض لمدراء ذوي خبرة في بعض القطاعات و الأسواق، وذلك من أجل الاستفادة من الخبرة و بناء مهارات وطنية .

- تعزيز الحوكمة و المساءلة من خلال تنظيم الاطار القانوني المنظم لعمل و سير صندوق ضبط الايرادات الجزائري، من خلال قيام وزارة المالية بمنح تفويض للبنك المركزي لإدارة الأصول المالية للصندوق (تجربة الصندوق الحكومي الاجمال الترويحي).

- تنظيم عملية السحب أو الاقتطاعات المالية من الصندوق، يجب أن تتم بأمر تنفيذي من خلال قانون المالية وذلك لضمان السير الحسن لعمل الصندوق، وضمان عدم تأثر السياسات الاستثمارية بعمليات السحب المتكرر.

- انشاء مكاتب تمثيلية لإدارة جزء من الأصول المالية في مناطق جغرافية مختلفة، كمثال على ذلك تجربة شركة الاستثمار الحكومية السنغافورية التي لها تواجد عالمي من خلال 10 مكاتب تمثيلية .

-الدخول في شراكة استثمارية سواء مع صناديق ثروة سيادية أخرى أو مع مستثمرين آخرين ،حيث مثلت حجم و عدد عقود الشراكة الثنائية لصناديق الثروة السيادية مع أطراف أخرى حوالي 53% و58% على التوالي سنة 2016 ،وذلك من أجل رفع مهارات و كفاءات المسيرين ، التعلم من الشركاء ،تغطية المخاطر.

3-أفاق الدراسة: تعتبر دراسة وفهم توجهات صناديق الثروة السيادية من الموضوعات الواعدة وذات الأهمية الكبرى ،خصوصا في ظل الاهتمام العالمي المتزايد بها ،وانشاء مراكز بحثية متخصصة في دراسة وتتبع أداء هذا النوع من المستثمر السيادي ،ولهذا سنطرح بعض الجوانب المتعلقة بصناديق الثروة السيادية التي لم نتطرق اليها في دراستنا كما يلي :

-الشراكة الاستثمارية بين صناديق الثروة السيادية ومستثمرين آخرين .

-صناديق الثروة السيادية و التنمية المستدامة .

-تقييم والمقارنة بين أداء المحافظ المالية لصناديق الثروة السيادية .

-استشراف أداء صناديق الثروة السيادية في الأسواق المالية الدولية .

قائمة

المراجع

قائمة المراجع

المراجع باللغة العربية:

1-الكتب:

- د.أسعد حميد عبيد العلي ،استراتيجيات الاستثمار في الخيارات المالية،دائرة المكتبة الوطنية ،الأردن،2012.
- د خالد أحمد فرحان المشهداني ،د رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي ،مدخل الى الأسواق المالية ،الطبعة العربية 2016،دار الأيام للنشر و التوزيع ،الأردن،2016.
- د حسين ع بختيار،د سحر فتح الله، الاقتصاد القياسي ،دار اليازوري للنشر و التوزيع ،عمان ،الأردن،2007.
- د خالد أحمد فرحان المشهداني ،د رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي ،مدخل الى الأسواق المالية ،الطبعة العربية 2016،دار الأيام للنشر و التوزيع ،الأردن،2016.
- أ دنيي يحيى ،المالية العمومية ،الطبعة الثانية2014 ،دار الخلدونية ،الجزائر،2014.
- د صفاء عبد الجبار الموسوي ،د واثق علي محي المنصوري ،اقتصاديات صناديق الثروة السيادية، دار الأيام للنشر و التوزيع ،الطبعة الأولى ،عمان ،الأردن ،2014.
- عبد الكريم أحمد قندوز ،المشتقات المالية ،الطبعة الأولى ،مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع ،الأردن،2012 .
- د علي واثق الموسوي ،الاستقرار الاقتصادي (الصناديق السيادية،الريع ،الموازنة العامة ،السوق)،الجزء الثاني ،دار الأيام للنشر و التوزيع ،عمان ،الأردن ،الطبعة الأولى ،2016.
- دمحمد علي ابراهيم العامري ،ادارة محافظ الاستثمار ،الطبعة الأولى ،اثراء للنشر و التوزيع ،2013.
- د.كمال رزيق، د. خالد رغب الخطيب ،أ. بن عيشوبة رفيقة، أثار الأزمة المالية العالمية على صناديق الثروة السيادية (دراسة حالة الدول العربية) الأزمة المالية العالمية و الأفاق المستقبلية ،الجزء الرابع ،الطبعة 2011،عمان ،الأردن،2011.

2-الأطروحات :

- بوفليح نبيل ،دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية الواقع و الأفاف مع الاشارة الى حالة الجزائر ،أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ،جامعة الجزائر2010،3-2011.

3-المقالات والتقارير

- استكشف أبو ظبي من خلال الحصاء ،دليل ،2015،مركز الاحصاء لأبوظبي ،2016 .
- التطور النقدي و الاقتصادي للجزائر ،التقرير السنوي 2015،بنك الجزائر ،نوفمبر 2016.

- التوجهات المالية و النقدية لسنة 2015 والتسعة الأشهر الأولى لسنة 2016 وسياسات التصدي و المرافقة في ظروف صدمة خارجية مستمرة، تدخل محافظ بنك الجزائر أمام المجلس الشعبي الوطني، 2017.
- أ راهم فريد أ. بوركاب نبيل، نهييار أسعار النفط :الاسباب و النتائج، المؤتمر الأول :السياسات الاستخدمية للموارد الطاقوية بين متطلبات التنمية القطرية وتأمين الاحتياجات الدولية، جامعة سطيف 1-كلية العلوم الاقتصادية و التجارية وعلوم التسيير، 2015.
- د زيرمي نعيمة، التجارة الخارجية الجزائرية و اصلاحات صندوق النقد الدولي، مجلة المالية و الأسواق، جامعة مستغانم.
- دعبو هدى، أعبو ربيعة، سياسات و استراتيجيات ادارة المحافظ الاستثمارية بالتطبيق على محافظ بنك الرياض بالسعودية، مقال، مجلة الابحاث في العلوم المالية و المحاسبية، العدد 04، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2017.
- علي جيران عبد العلي، أحمد جبار كعيد، تأثير استخدام استيرتيجية ادارة المحافظ الاستثمارية الساكنة على كفاءة الأسهم العادية (دراسة تطبيقية على في سوق العراق للأوراق المالية)، جامعة القاديسية، 2016.
- مجموعة العمل الدولية حول صناديق الثروة السيادية، تقرير حول المبادئ والممارسات المتعارف عليها، مبادئ سنتياغو، صندوق النقد الدولي، أكتوبر 2008 .
- مستجدات أفاق الاقتصاد الاقليمي (ادارة الشرق الأوسط و آسيا الوسطى)، التعايش مع انخفاض أسعار النفط في سياق تراجع الطلب، صندوق النقد الدولي، جانفي 2015.
- مستجدات أفاق الاقتصاد الاقليمي (ادارة الشرق الأوسط و آسيا الوسطى)، صندوق النقد الدولي، أفريل 2016.
- الموجز الاقتصادي الفصلي لمنطقة الشرق الأوسط و شمال أفريقيا، انخفاض أسعار النفط، البنك الدولي منطقة الشرق الأوسط و شمال أفريقيا، العدد الرابع، جانفي 2015.
- مستجدات أفاق الاقتصاد الاقليمي (ادارة الشرق الأوسط و آسيا الوسطى)، التعايش مع انخفاض أسعار النفط في سياق تراجع الطلب، صندوق النقد الدولي، جانفي 2015.
- مستجدات أفاق الاقتصاد الاقليمي (ادارة الشرق الأوسط و آسيا الوسطى)، صندوق النقد الدولي، أفريل 2016.

4-المواد و القوانين :

- المادة 26 و المادة 27 من قانون المالية سنة، الجريدة الرسمية العدد 77، ديسمبر 2016.
- المادة 10 من قانون المالية التكميلي لسنة 2000، الموافق ل 24 ربيع الأول 1421 - 27 جويلية لسنة 2000، الجريدة الرسمية العدد 37.

- المادة 66 المعدلة للمادة 10، قانون المالية لسنة 2004، الجريدة الرسمية العدد 29، 83 ديسمبر 2003 الموافق ل05 ذو القعدة 1424.
- المادة 25 المعدلة للمادة 10، قانون المالية التكميلي 2006، 20 جويلية 2006 الموافق ل24 جمادى الثانية 1427 الجريد الرسمية العدد 47.
- المادة 121 المعدلة للمادة 10، قانون المالية 2017، الجريدة الرسمية، العدد 29، 77 ديسمبر 2016 الموافق ل29 ربيع الأول 1438.

المراجع باللغة الأجنبية :

5-ouvrages:

- Andrée Farber et autres ,*finance « synthèse de coures & exercice corrigés »*, collection synthex pearson education , 2 e édition, france
- Caroline Bertin Delacour ,*les fonds souverains : ces nouveaux acteur a l'économie mondiale*, les echos editions, paris, 2009
- Edwin Truman, a *blue print for sovereign wealth fund best practices* , peterson institute, number 03, 2008.

6-Theses:

- Celeste Cecilia Lo Turco, *sovereign wealth funds: an opportunity for sustainable development if properly managed?*, phd dissertation doctoral program in political theory, luis guido carli, academic year 2013-2014.

7-Report :

- Imf, balance of payments and internationa investement positions manual, 6th edition, paragraphe 6.93.
- Martin A. Weiss , crs report for congress , *swf back ground and policy issues for congress*, september 3, 2008. p04. online: fpcstates.gov/documents/organization/110750.pdf.
- William Miracky, Bernardo Bortolotti , *sovereign wealth fund activity in 2009*, swf annual report 2009, monitor and feem, p07 .online : www.feem.it.
- Index of economic freedom , norway , the heritage foundation , 2017.
- Country Analysis Brief: norway , u.s .energy information administration , 28 december 2016.

- *Government Pension Fund Global* ,annual report 2012,norges bank investment management .
- Section 1-5 strategic benchmark index, government pension fund global management mandate,2015.
- Government pension fund global, annual report 2016.
- Bernardo Bortolotti, Veljko Fotak, William L. Megginson,*the rise of s w f :difinition, organization, and governance*, baffi center research paper,no2014 - 163,december 2014,p05.online www.unibocconi.it.
- Bernardo Bortolotti, Veljko Fotak ,Laura Pellizzola , "*the great reallocation*" sovereign wealth fund ,annual report 2013,p07. online: www.centrobaffi.unibocconi.it /sil.
- Bernardo Bortolotti et al , *the sky did not fall* ,sovereign wealth fund annual report 2015, sovereign investment lab ,www.bafficarefin.unibocconi.it/sil
- the city uk , uk, *the leading western centre for sovereign wealt fund*,report,june 2015
- councile of ethics for gpfg ,annual report 2015,oslo,norway.
- sovereign wealth funds santiago compliance index 2014, report ,october 2014,geoeconomica,p02 on :<http://www.geoeconomica.com/index.php/>.
- Veljko Fotak, Bill Megginson, Hui Li, *sovereign wealth fund losses in listed firm stock investments* , swf annual report 2008(weathering the storm sovereign wealth funds in the global economic crisis of 2008), italie, feem, april 2009.
- *Opec monthly oil market report*, vienna, austria ,18,january 2017.
- ECB economic bulletin, impact of the november 2016 opec agreement on the oil market– boxes, issue 8 / 2016.
- Trang Nguen,Olivia Stalin,Ababacar Diagne ,Leonard Aukea,*the capital asset pricing model and tha arbitrage pricing theory* ,report ,gothenburg university ,may 15,2017.
- Country Analysis Brief: Norway ,U.S .Energy Information Administration ,28 December 2016.
- Section 1-5 strategic benchmark index, *Government Pension Fund Global management mandate*.
- Councile of ethics for gpfg ,annual report 2015,oslo,norway ,2015.
- Gic,*report on the management of the government's portfolio*,2013-2014.

- *china annual investment corporation* ,annual report,2015.
- John Baffes, M. Ayhan Kose, Franziska Ohnsorge, and marc stocker, *the great plunge in oil prices: causes, consequences, and policy responses*, policy research notes ,development economics world bank group ,mars 2015.
- Andrew Jewell.Moez Souissi ,*algeria selected issues*,report no16/128,international monetary fund wachington,d.c.,may 2016.

8-review:

- Abu Dhabi Investment Authority ,adia review2015.
- Edwin M. Truman, Sarah E. Stone, *uneven progress on sovereign wealth fund transparency and accountability*, pb 16-18, peterson institute for international economics, october 2016 , on : www.piie.com.
- Lauren Mason, Amy Bensted, Oliver Sench, *sovereign wealth funds investing in real estate* ,article, 2015 preqin sovereign wealth fund review,may 2015.
- TEMASEK REVIEW ,*generational investing* ,2016.

9-articles:

- Steffen Kern ,*sovereign wealth funds-states investement rise*,deutsch bank reasearch ,september 10,2007..online www.dbreasearch.com.
- Serdar Çelik and Mats Isaksson, *institutional investors and ownership engagement*, oecd journal: financial market trends, volume 2013/
- Robert M. Kimmitt, *public footprints in private markets: sovereign wealth funds and the world economy*, foreign affairs, vol. 87, no. 1 (jan. - feb., 2008),p120. <http://www.jstor.org/stable/20020272>.
- Andrew Rozanov,*a liabilty -based approch to sovereign wealth fund* ,s w f assessing the impact ,state street,issue2,volumeiii,2008.
- Hélène Raymond, *the effect of sovereign wealth funds' investments on stocks markets*, articl, université paris ouest nanterre, france ,20 november 2008.
- Hélène Raymond, *sovereign wealth funds as domestic investors of last resort during crises*, international economics 123 (2010).
- Hélène Raymond, l'économie mondiale 2010s.
- Carole Nakhle, *sovereign wealth funds and preserving oil wealth*,article, crystal energy independent consultancy and advisory company, 26 september 2016.

- Augustas Deguits ,Lina Novickty ,*the efficient market hypothesis:acritical review of literature and methodology* ,vilinius university ,lithuania,issn 1392-1258.ekonomika2014vol.93(2).
- Thian Cheng Lim,*history of the efficient market hypothesis* ,international journal of management and business reasearch,2012,vol.1 .issue11(issn2226-8235).
- Neelam Kappor, financial portfolio management :overview and decision making in investment process, international journal of research vol 1.issue-10 ,issn 2348-6848,november 2014.
- Francis Génereux, *la baisse des prix du pétrole nuit-elle à l'économie américaine?*,étudeséconomiques,desjardins,27février2015.
- Surendranath R. Jory,Mark J. Perry,Thomas A. Hemphill, *the role of sovereignwealth funds in global financial intermediation*, article, thunderbird international business review, vol. 52, no. 6, november/december 2010.
- Andrew Rozanov,*a liabilty –based approch to sovereign wealth fund ,s w f assessing the impact* ,state street,issue2,volumeiii,2008.
- Indexing The World,*ftse russel*,article ,january 2018.
- Imen Ben Tahar ,*mathématiques de la modélisation de decision*, université paris dauphine,paris,2010-2011
- Moisson Jean Christophe,*méthodes and principes de gestion de portefeuille benchmarkée*.
- International forum of sovereign wealth funds, *santiago principles :15 case studies*,6th annual meeting in doha, november 2014.

10-working papers:

- Imf,*sovereign wealth fund-a work agenda*, february 29, 2008.
- Hamad Al Hurr Al Suwaidi.Jaime Caruana , " *generally accepted principles and practices (gapp) –santiago principles*", imf –international working group of sovereign wealth funds, 2008 .
- Blundell-Wignall, A., Y. Hu And J. Yermo, *sovereign wealth and pension fund issues*. oecd working papers on insurance and private pensions wo:14. “2008” . oecd publishing,p:02.online: www.oecd.org.

- Al-Hassan A., Papaioannou M., Skancke M., Sung C, *swf: aspects of governance structures and investment management*”, imf working paper13/231 , november 2013.
- I. Anthopoulos- C. Pitelis- .C. Liakou, the nature, *performance and economic impact of sovereign wealth fund*, working paper seriesno 135, january 2016, financialisation, economy, society and sustainable development.
- Javier Santiso, *sovereign development funds: key financial actors of the shifting wealth of nations*, working paper,devloppment center ocde ,october 2008.
- International forum of sovereign wealth funds, santiago principles :15 case studies,6th annual meeting in doha, november 2014.
- Richard Shrimbor , *The Impact Of Sovereign Wealth Funds Investements on Listed United States Companies* ,economics honors thesis,29 April 2009.

11–Occasional paper:

- Roland Beck , Michael Fidora, *the impact of sovereign wealth fund on global financial market*, occasional paper n 91,july2008,p06online. <http://www.ecb.europa.eu> .
- Tamara Gomes, *the impact of sovereign wealth funds on international financial stability*, discussion paper/document d’analyse14–2008, bank of canada, september 2008.

12–speeches:

- Egil Matsen , *the equity share in the government pension fund global*,speech ,norges bank,oslo,01 december 2016.

13–Journaux:

- Claire Jones, robust growth, *falling prices: a eurozone contradiction explained*, financial times,3may 2016.consulte le 17/03/2016.
- kang wu, *the impact of low oil prices on china*,the national bureau of asian research,07may2015,consulte le 17/03/2017.

14-Web sites:

- <https://www.regjeringen.no> . -موقع وزارة المالية النرويجي
- <https://www.nbim.no> . -موقع ادارة الاستثمار ص ث س النرويجي
- <http://www.swfinstitute.org> . -معهد صناديق الثروة السيادية
- <http://www.ifswf.org> . -المنتدى الدولي لصناديق الثروة السيادية
- <http://www.gic.com.sg> . -شركة الاستثمار الحكومية السنغافورية
- <http://www.heritage.org> . - موقع لمؤتمرات الحرية الاقتصادية
- <http://www.norges-bank.no> . -موقع البنك المركزي النرويجي
- <http://www.adia.ae> . - جهاز أبوظبي للاستثمار
- <http://www.temasek.com> . - شركة تماسك القابضة السنغافورية
- <http://www.worldbank.org> . -موقع البنك الدولي
- <http://www.dgpp-mf.gov.dz> . -موقع وزارة المالية الجزائر
- <http://www.sgbv.dz> . -موقع بورصة الجزائر

قائمة الملاحق

Situation du Fonds de Régulation des Recettes (FRR) 2000 - 2016

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
	Millions DA																
Reliquat année précédente	0	232 137	171 534	27 978	320 892	721 688	1 842 686	2 931 045	3 215 531	4 280 072	4 316 465	4 842 837	5 381 702	5 633 751	5 563 511	4 408 159	2 073 846
Fiscalité pétrolière LF	720 000	840 600	916 400	836 060	862 200	899 000	916 000	973 000	1 715 400	1 927 000	1 501 700	1 529 400	1 519 040	1 615 900	1 577 730	1 722 940	1 682 550
Fiscalité pétrolière recouvrée	1 173 237	964 464	942 904	1 284 974	1 485 699	2 267 836	2 714 000	2 711 848	4 003 559	2 327 675	2 820 010	3 829 720	4 054 349	3 678 131	3 388 050	2 275 132	1 781 100
Plus value sur fiscalité pétrolière	453 237	123 864	26 504	448 914	623 499	1 368 836	1 798 000	1 738 848	2 288 159	400 675	1 318 310	2 300 320	2 535 309	2 062 231	1 810 320	552 192	98 550
Avances Banque d'Algérie	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Disponibilités FRR avant prélèvements	453 237	356 001	198 038	476 892	944 391	2 090 524	3 640 686	4 669 893	5 503 690	4 680 747	5 634 775	7 143 157	7 917 011	7 695 982	7 373 831	4 960 351	2 172 396
Principal dette publique prélève	221 100	184 467	170 060	156 000	222 703	247 838	618 111	314 455	465 437	0	0	0	0	0	0	0	0
Remboursement avances Banque d'Algérie	0	0	0	0	0	0	0	607 956	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Principal dette publique à prélever	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Financement du déficit du Trésor*	0	0	0	0	0	0	91 530	531 952	758 180	364 282	791 938	1 761 455	2 283 260	2 132 471	2 965 672	2 886 505	1 387 938
Total des prélèvements	221 100	184 467	170 060	156 000	222 703	247 838	709 641	1 454 363	1 223 617	364 282	791 938	1 761 455	2 283 260	2 132 471	2 965 672	2 886 505	1 387 938
Reliquat après prélèvements	232 137	171 534	27 978	320 892	721 688	1 842 686	2 931 045	3 215 530	4 280 073	4 316 465	4 842 837	5 381 702	5 633 751	5 563 511	4 408 159	2 073 846	784 458

Source: DGT

(*) Art 25 LFC 2006

Situation Résumée des Opérations du Trésor SROT 2000-2016

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016*
	Millions DA																
Recettes budgétaires	1 124 924	1 389 737	1 576 684	1 525 551	1 606 397	1 713 992	1 841 925	1 949 050	2 902 448	3 275 362	3 074 644	3 489 810	3 804 030	3 895 315	3 927 748	4 552 542	4 943 672
Fiscalité pétrolière	720 000	840 600	916 400	836 060	862 200	899 000	916 000	973 000	1 715 400	1 927 000	1 501 700	1 529 400	1 519 040	1 615 900	1 577 730	1 722 940	1 682 550
Ressources ordinaires	404 924	549 137	660 284	689 491	744 197	814 992	925 925	976 050	1 187 048	1 348 362	1 572 944	1 960 410	2 284 990	2 279 415	2 350 018	2 829 602	3 261 122
Recettes fiscales	349 502	398 238	482 896	524 925	580 408	640 472	720 884	766 750	965 289	1 146 612	1 297 944	1 527 093	1 908 576	2 031 019	2 091 456	2 354 648	2 422 902
Recettes ordinaires	15 407	43 706	74 639	57 289	42 133	35 077	44 430	75 372	113 899	67 580	64 390	78 910	77 876	83 700	75 984	247 481	171 245
Recettes d'ordre, dons et legs										56	83	20	61	21	122	61	31
Recettes exceptionnelles	40 015	107 193	102 749	107 277	121 656	139 443	160 611	133 928	107 860	134 114	210 527	354 387	298 477	164 675	182 456	227 412	666 944
Dépenses budgétaires	1 178 122	1 321 028	1 550 646	1 690 175	1 891 769	2 052 037	2 453 014	3 108 569	4 191 051	4 246 334	4 466 940	5 853 569	7 058 173	6 024 131	6 995 769	7 656 331	7 383 649
Fonctionnement	856 193	963 633	1 097 716	1 122 761	1 251 055	1 245 132	1 437 870	1 673 931	2 217 775	2 300 023	2 659 078	3 879 206	4 782 634	4 131 536	4 494 327	4 617 009	4 591 437
Equipement	321 929	357 395	452 930	567 414	640 714	806 905	1 015 144	1 434 638	1 973 276	1 946 311	1 807 862	1 974 363	2 275 539	1 892 595	2 501 442	3 039 322	2 792 212
Solde budgétaire	-53 198	68 709	26 038	-164 624	-285 372	-338 045	-611 089	-1 159 519	-1 288 603	-970 972	-1 392 296	-2 363 759	-3 254 143	-2 128 816	-3 068 021	-3 103 789	-2 439 977
Solde des comptes d'affectation (hors FRR)	-659	-19 999	-11 214	186 948	109 870	-128 957	-4 076	18 875	31 226	-4 277	34 686	24 077	74 614	53 352	-27 723	60 670	66 050
Solde des opérations budgétaires	-53 857	48 710	14 824	22 324	-175 502	-467 002	-615 165	-1 140 644	-1 257 377	-975 249	-1 357 610	-2 339 682	-3 179 529	-2 075 464	-3 095 744	-3 043 119	-2 373 927
Interventions du Trésor	-524	6 516	-30 889	-32 580	-11 810	-5 163	-32 145	-141 310	-123 781	-138 452	-138 866	-129 165	-66 668	-130 481	-90 250	-129 221	-111 858
Solde global du Trésor (hors FRR)	-54 381	55 226	-16 065	-10 256	-187 312	-472 165	-647 310	-1 281 954	-1 381 158	-1 113 701	-1 496 476	-2 468 847	-3 246 197	-2 205 945	-3 185 994	-3 172 340	-2 485 785
Financement	54 381	-55 226	16 065	10 256	187 312	472 165	647 310	1 281 954	1 381 158	1 113 701	1 496 476	2 468 847	3 246 197	2 205 945	3 185 994	3 172 340	2 485 785
Financement bancaire	-175 344	-136 962	58 129	31 231	-287 500	118 745	-76 202	-275 389	-346 373	93 460	30 146	-19 829	51 546	-165 461	18 676	152 546	232 519
Financement non bancaire	105 680	85 335	32 827	-86 034	57 726	221 298	172 573	213 650	508 146	655 258	674 339	727 998	913 836	241 112	204 084	136 614	205 412
Fonds de régulation des recettes (FRR)	221 100	106 974	0	156 000	470 256	247 838	709 641	1 454 362	1 223 617	364 282	791 938	1 761 455	2 283 260	2 132 471	2 965 672	2 886 506	1 387 938
Financement externe	-97 055	-110 573	-74 891	-90 941	-53 170	-115 716	-158 702	-110 669	-4 232	701	53	-777	-2 445	-2 177	-2 438	-3 326	102 084
Emprunt National																	557 832

Source: DGT



Indicateurs associés à la Situation des Opérations du Trésor 2000 - 2016

2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------

Indicateurs de recettes " Ratios (%) "																	
Recettes budgétaires/PIB	27,3	32,9	34,9	29,0	26,1	22,7	21,7	20,8	26,3	32,9	25,6	23,9	23,5	23,4	22,8	27,4	28,9
Ressources ordinaires/PIB HH	16,2	19,7	21,7	20,4	19,4	19,4	20,0	18,5	19,6	19,7	20,1	21,0	21,4	19,5	18,7	21,0	22,6
Recettes fiscales/Totales Recettes	31,1	28,7	30,6	34,4	36,1	37,4	39,1	39,3	33,3	35,0	42,2	43,8	50,2	52,1	53,2	51,7	49,0
Recettes fiscales/PIB HH	13,9	14,3	15,9	15,5	15,2	15,2	15,6	14,6	16,0	16,7	16,6	16,3	17,9	17,4	16,6	17,5	16,8
Indicateurs de recettes " Variation annuelle (%) "																	
Recettes budgétaires	18,4	23,5	13,5	-3,2	5,3	6,7	7,5	5,8	48,9	12,8	-6,1	13,5	9,0	2,4	0,8	15,9	8,6
Fiscalité pétrolière budgétisée	28,5	16,8	9,0	-8,8	3,1	4,3	1,9	6,2	76,3	12,3	-22,1	1,8	-0,7	6,4	-2,4	9,2	-2,3
Ressources ordinaires	3,7	35,6	20,2	4,4	7,9	9,5	13,6	5,4	21,6	13,6	16,7	24,6	16,6	-0,2	3,1	20,4	15,3
Indicateurs de dépenses " Ratios (%) "																	
Dépenses budgétaires/PIB	28,6	31,3	34,3	32,2	30,8	27,1	28,9	33,2	37,9	42,6	37,3	40,1	43,5	36,2	40,6	46,1	43,2
Fonctionnement/PIB	20,8	22,8	24,3	21,4	20,3	16,5	16,9	17,9	20,1	23,1	22,2	26,6	29,5	24,8	26,1	27,8	26,9
Equipement /PIB	7,8	8,5	10,0	10,8	10,4	10,7	11,9	15,3	17,9	19,5	15,1	13,5	14,0	11,4	14,5	18,3	16,3
Fonctionnement/dépenses budgétaires	72,7	72,9	70,8	66,4	66,1	60,7	58,6	53,8	52,9	54,2	59,5	66,3	67,8	68,6	64,2	60,3	62,2
Indicateurs de dépenses " Variation annuelle (%) "																	
Dépenses budgétaires	22,5	12,1	17,4	9,0	11,9	8,5	19,5	26,7	34,8	1,3	5,2	31,0	20,6	-14,7	16,1	9,4	-3,6
Fonctionnement	10,5	12,5	13,9	2,3	11,4	-0,5	15,5	16,4	32,5	3,7	15,6	45,9	23,3	-13,6	8,8	2,7	-0,6
Equipement	72,2	11,0	21,1	25,3	12,9	25,9	25,8	41,3	37,5	-1,4	-7,1	9,2	15,3	-16,8	32,2	21,5	-8,1
Autres indicateurs (%)																	
Solde budgétaire/PIB	-1,3	1,6	0,6	-3,1	-4,6	-4,5	-7,2	-12,4	-11,7	-9,7	-11,6	-16,2	-20,1	-12,8	-17,8	-18,7	-14,3
Solde global du Trésor (hors FRR)/PIB (%)	-1,3	1,3	-0,4	-0,2	-3,0	-6,2	-7,6	-13,7	-12,5	-11,2	-12,5	-16,9	-20,0	-13,2	-18,5	-19,1	-14,6

تاريخ أسعار اغلاق و افتتاح المؤشرات العامة للأسواق المالية محل الدراسة الفترة (2016/03/28) الى (2018/03/28)

Nikkei 225 (^N225)

Osaka - Osaka Delayed Price. Currency in JPY
Add to watchlist

Date	Open	High	Low	Close*	Adj Close**	Volume
Mar 26, 2018	20,423.37	21,317.32	20,347.49	21,159.08	21,159.08	366,400
Mar 19, 2018	21,537.90	21,659.04	20,559.61	20,617.86	20,617.86	337,400
Mar 12, 2018	21,826.10	21,971.16	21,555.49	21,676.51	21,676.51	344,700
Mar 05, 2018	21,047.81	21,884.45	20,937.26	21,469.20	21,469.20	433,200
Feb 26, 2018	22,134.64	22,502.05	21,088.96	21,181.64	21,181.64	415,100
Feb 19, 2018	21,903.66	22,152.85	21,626.85	21,892.78	21,892.78	355,800
Feb 12, 2018	21,633.34	21,866.37	20,950.15	21,720.25	21,720.25	382,800
Feb 05, 2018	22,921.16	22,967.69	21,078.71	21,382.62	21,382.62	673,500
Jan 29, 2018	23,707.14	23,787.23	23,092.85	23,274.53	23,274.53	457,800
Jan 22, 2018	23,797.84	24,129.34	23,592.28	23,631.88	23,631.88	387,200
Jan 15, 2018	23,827.98	24,084.42	23,685.02	23,808.06	23,808.06	397,300
Jan 08, 2018	23,948.97	23,952.61	23,588.07	23,653.82	23,653.82	360,300
Jan 01, 2018	23,073.73	23,730.47	23,065.20	23,714.53	23,714.53	204,100
Dec 25, 2017	22,909.41	22,954.45	22,736.43	22,764.94	22,764.94	233,500
Dec 18, 2017	22,770.44	22,990.42	22,728.06	22,902.76	22,902.76	398,900
Dec 11, 2017	22,894.30	22,994.33	22,478.32	22,553.22	22,553.22	431,500
Dec 04, 2017	22,843.53	22,864.33	22,119.21	22,811.08	22,811.08	428,500
Nov 27, 2017	22,657.08	22,994.31	22,363.94	22,819.03	22,819.03	464,500
Nov 20, 2017	22,279.98	22,677.34	22,215.07	22,550.85	22,550.85	293,700
Nov 13, 2017	22,607.56	22,757.40	21,972.34	22,396.80	22,396.80	507,500
Nov 06, 2017	22,612.96	23,382.15	22,435.34	22,681.42	22,681.42	586,900
Oct 30, 2017	22,047.95	22,540.25	21,840.07	22,539.12	22,539.12	456,300
Oct 23, 2017	21,709.30	22,016.50	21,614.51	22,008.45	22,008.45	500,600
Oct 16, 2017	21,221.27	21,503.85	21,187.93	21,457.64	21,457.64	437,700
Oct 09, 2017	20,680.54	21,211.29	20,663.08	21,155.18	21,155.18	349,400
Oct 02, 2017	20,400.51	20,721.15	20,363.28	20,690.71	20,690.71	347,100
Sep 25, 2017	20,439.43	20,454.29	20,213.66	20,356.28	20,356.28	410,500
Sep 18, 2017	20,128.18	20,481.27	20,122.00	20,296.45	20,296.45	432,600
Sep 11, 2017	19,441.39	19,933.40	19,437.14	19,909.50	19,909.50	458,700
Sep 04, 2017	19,615.96	19,628.40	19,239.52	19,274.82	19,274.82	426,300
Aug 28, 2017	19,502.23	19,735.96	19,280.02	19,691.47	19,691.47	413,600
Aug 21, 2017	19,509.53	19,561.32	19,351.92	19,452.61	19,452.61	370,400
Aug 14, 2017	19,545.58	19,824.12	19,433.09	19,470.41	19,470.41	435,600
Aug 07, 2017	20,059.29	20,085.90	19,660.22	19,729.74	19,729.74	364,300
Jul 31, 2017	19,933.45	20,113.73	19,891.90	19,952.33	19,952.33	511,800
Jul 24, 2017	19,973.67	20,176.39	19,901.88	19,959.84	19,959.84	435,300
Jul 17, 2017	20,074.41	20,157.11	19,943.14	20,099.75	20,099.75	334,100
Jul 10, 2017	20,070.44	20,200.88	20,023.03	20,118.86	20,118.86	418,000
Jul 03, 2017	20,056.32	20,197.16	19,856.65	19,929.09	19,929.09	462,900
Jun 26, 2017	20,132.81	20,266.59	19,946.51	20,033.43	20,033.43	518,200
Jun 19, 2017	19,974.30	20,318.11	19,949.88	20,132.67	20,132.67	439,000
Jun 12, 2017	19,920.77	20,015.16	19,755.34	19,943.26	19,943.26	544,500
Jun 05, 2017	20,135.42	20,224.54	19,896.35	20,013.26	20,013.26	570,900
May 29, 2017	19,697.18	20,239.81	19,570.13	20,177.28	20,177.28	518,900
May 22, 2017	19,670.48	19,850.93	19,585.54	19,686.84	19,686.84	442,800
May 15, 2017	19,753.46	19,998.49	19,449.73	19,590.76	19,590.76	628,800
May 08, 2017	19,709.01	19,989.94	19,705.13	19,883.90	19,883.90	674,400
May 01, 2017	19,154.03	19,464.30	19,144.62	19,445.70	19,445.70	219,200
Apr 24, 2017	18,890.38	19,289.43	18,840.13	19,196.74	19,196.74	580,000
Apr 17, 2017	18,239.84	18,648.28	18,224.68	18,620.75	18,620.75	444,200
Apr 10, 2017	18,800.22	18,850.80	18,285.73	18,335.63	18,335.63	456,400
Apr 03, 2017	18,988.00	19,068.62	18,517.43	18,664.63	18,664.63	697,900
Mar 27, 2017	18,985.59	19,251.30	18,909.26	18,909.26	18,909.26	631,900
Mar 20, 2017	19,510.89	19,547.51	18,973.75	19,262.53	19,262.53	487,000
Mar 13, 2017	19,545.74	19,656.48	19,454.17	19,521.59	19,521.59	591,200
Mar 06, 2017	19,409.18	19,623.72	19,198.78	19,604.61	19,604.61	546,400
Feb 27, 2017	19,130.51	19,668.01	18,995.55	19,469.17	19,469.17	646,600
Feb 20, 2017	19,161.33	19,419.22	19,115.11	19,283.54	19,283.54	646,000
Feb 13, 2017	19,513.78	19,519.44	19,173.53	19,234.62	19,234.62	684,900
Feb 06, 2017	19,069.72	19,395.99	18,805.32	19,378.93	19,378.93	609,400
Jan 30, 2017	19,371.28	19,390.97	18,830.89	18,918.20	18,918.20	640,600

NASDAQ Composite (^IXIC)

Nasdaq GIDS - Nasdaq GIDS Delayed Price. Currency in USD
Add to watchlist

Date	Open	High	Low	Close*	Adj Close**	Volume
Mar 29, 2018	6,984.655	7,120.464	6,935.778	7,063.445	7,063.445	2,151,956,100
Mar 26, 2018	7,125.200	7,255.540	6,901.070	7,063.450	7,063.450	9,725,220,000
Mar 19, 2018	7,419.200	7,421.230	6,992.670	6,992.670	6,992.670	11,018,080,000
Mar 12, 2018	7,581.040	7,637.270	7,463.190	7,481.990	7,481.990	11,886,280,000
Mar 05, 2018	7,222.890	7,560.810	7,205.310	7,560.810	7,560.810	58,225,720,000
Feb 26, 2018	7,373.300	7,438.090	7,084.830	7,257.870	7,257.870	11,172,700,000
Feb 19, 2018	7,209.030	7,338.640	7,194.840	7,337.390	7,337.390	7,648,540,000
Feb 12, 2018	6,936.680	7,303.260	6,879.690	7,239.470	7,239.470	10,399,080,000
Feb 05, 2018	7,165.960	7,277.360	6,630.670	6,874.490	6,874.490	14,468,560,000
Jan 29, 2018	7,484.470	7,500.610	7,238.180	7,240.950	7,240.950	11,554,350,000
Jan 22, 2018	7,338.040	7,505.770	7,332.810	7,505.770	7,505.770	10,623,380,000
Jan 15, 2018	7,307.190	7,336.380	7,205.930	7,336.380	7,336.380	8,638,700,000
Jan 08, 2018	7,135.380	7,265.260	7,111.520	7,261.060	7,261.060	8,160,110,000
Jan 01, 2018	6,937.650	7,137.040	6,924.080	7,136.560	7,136.560	8,201,500,000
Dec 25, 2017	6,928.920	6,955.380	6,903.390	6,903.390	6,903.390	5,596,930,000
Dec 18, 2017	6,980.400	7,003.890	6,935.420	6,959.960	6,959.960	9,444,840,000
Dec 11, 2017	6,847.640	6,945.820	6,844.880	6,936.580	6,936.580	11,095,710,000
Dec 04, 2017	6,897.130	6,899.230	6,734.130	6,840.080	6,840.080	10,142,120,000
Nov 27, 2017	6,889.910	6,914.190	6,737.160	6,847.590	6,847.590	10,978,820,000
Nov 20, 2017	6,789.280	6,890.020	6,779.490	6,889.160	6,889.160	6,121,150,000
Nov 13, 2017	6,727.390	6,806.670	6,667.310	6,782.790	6,782.790	9,857,290,000
Nov 06, 2017	6,763.300	6,795.520	6,687.280	6,750.940	6,750.940	10,691,880,000
Oct 30, 2017	6,693.770	6,765.140	6,677.150	6,764.440	6,764.440	10,572,340,000
Oct 23, 2017	6,641.570	6,708.130	6,517.930	6,701.260	6,701.260	10,354,490,000
Oct 16, 2017	6,622.550	6,640.030	6,558.530	6,629.050	6,629.050	8,629,420,000
Oct 09, 2017	6,597.370	6,616.580	6,561.780	6,605.800	6,605.800	8,877,000,000
Oct 02, 2017	6,506.080	6,590.180	6,484.140	6,590.180	6,590.180	9,502,930,000
Sep 25, 2017	6,403.110	6,497.980	6,343.960	6,495.960	6,495.960	9,826,840,000
Sep 18, 2017	6,460.100	6,477.770	6,400.810	6,426.920	6,426.920	9,148,560,000
Sep 11, 2017	6,411.180	6,464.270	6,410.710	6,448.470	6,448.470	10,136,760,000
Sep 04, 2017	6,414.820	6,426.510	6,334.590	6,360.190	6,360.190	7,576,920,000
Aug 28, 2017	6,286.010	6,449.650	6,228.730	6,435.330	6,435.330	8,282,150,000
Aug 21, 2017	6,216.320	6,308.720	6,177.190	6,265.640	6,265.640	7,766,670,000
Aug 14, 2017	6,306.110	6,374.560	6,193.380	6,216.530	6,216.530	9,089,160,000
Aug 07, 2017	6,361.060	6,423.350	6,214.410	6,256.560	6,256.560	9,649,530,000
Jul 31, 2017	6,394.690	6,396.590	6,313.430	6,351.560	6,351.560	9,829,040,000
Jul 24, 2017	6,387.820	6,460.840	6,318.620	6,374.680	6,374.680	9,993,120,000
Jul 17, 2017	6,320.350	6,398.260	6,291.070	6,387.750	6,387.750	8,799,320,000
Jul 10, 2017	6,156.030	6,321.760	6,141.830	6,312.470	6,312.470	8,716,060,000
Jul 03, 2017	6,173.290	6,177.360	6,081.960	6,153.080	6,153.080	6,662,910,000
Jun 26, 2017	6,292.730	6,303.450	6,087.810	6,140.420	6,140.420	10,802,440,000
Jun 19, 2017	6,196.850	6,269.370	6,186.940	6,265.250	6,265.250	13,277,490,000
Jun 12, 2017	6,153.560	6,237.530	6,107.850	6,151.760	6,151.760	11,567,860,000
Jun 05, 2017	6,305.470	6,341.700	6,137.680	6,207.920	6,207.920	10,732,610,000
May 29, 2017	6,204.180	6,308.760	6,164.070	6,305.800	6,305.800	7,661,490,000
May 22, 2017	6,098.250	6,217.340	6,097.240	6,210.190	6,210.190	8,436,870,000
May 15, 2017	6,128.110	6,170.160	5,996.810	6,083.700	6,083.700	10,234,640,000
May 08, 2017	6,100.660	6,133.000	6,075.680	6,121.230	6,121.230	9,707,070,000
May 01, 2017	6,067.560	6,102.720	6,053.280	6,100.760	6,100.760	10,008,930,000
Apr 24, 2017	5,979.960	6,074.040	5,970.250	6,047.610	6,047.610	9,498,070,000
Apr 17, 2017	5,821.550	5,926.230	5,818.200	5,910.520	5,910.520	8,215,100,000
Apr 10, 2017	5,883.430	5,907.850	5,805.150	5,805.150	5,805.150	6,692,550,000
Apr 03, 2017	5,9					

Jan 23, 2017	18,938.45	19,486.68	18,783.16	19,467.40	19,467.40	661,500	Feb 27, 2017	5,835.040	5,911.790	5,817.220	5,870.750	5,870.750	10,277,730,000
Jan 16, 2017	19,219.13	19,255.41	18,650.33	19,137.91	19,137.91	653,700	Feb 20, 2017	5,850.200	5,867.890	5,800.550	5,845.310	5,845.310	7,370,390,000
Jan 09, 2017	19,414.83	19,484.90	19,069.02	19,287.28	19,287.28	476,400	Feb 13, 2017	5,753.190	5,838.580	5,748.740	5,838.580	5,838.580	9,688,010,000
Jan 02, 2017	19,298.68	19,615.40	19,277.93	19,454.33	19,454.33	417,100	Feb 06, 2017	5,656.950	5,743.430	5,649.390	5,734.130	5,734.130	9,392,290,000
Dec 26, 2016	19,394.41	19,478.58	18,991.59	19,114.37	19,114.37	554,700	Jan 30, 2017	5,635.860	5,666.840	5,576.090	5,666.770	5,666.770	9,902,970,000
Dec 19, 2016	19,345.84	19,592.90	19,307.14	19,427.67	19,427.67	469,400	Jan 23, 2017	5,546.640	5,669.610	5,522.690	5,660.780	5,660.780	8,906,500,000
Dec 12, 2016	19,183.82	19,439.97	19,054.00	19,401.15	19,401.15	784,700	Jan 16, 2017	5,555.160	5,574.350	5,527.220	5,555.330	5,555.330	6,986,380,000
Dec 05, 2016	18,349.92	19,042.48	18,227.39	18,996.37	18,996.37	844,700	Jan 09, 2017	5,527.580	5,584.260	5,496.820	5,574.120	5,574.120	9,043,580,000
Nov 28, 2016	18,302.58	18,746.28	18,222.82	18,426.08	18,426.08	820,500	Jan 02, 2017	5,425.620	5,536.520	5,397.990	5,521.060	5,521.060	7,272,940,000
Nov 21, 2016	18,038.09	18,482.94	18,007.79	18,381.22	18,381.22	571,900	Dec 26, 2016	5,470.760	5,512.370	5,371.890	5,383.120	5,383.120	5,354,300,000
Nov 14, 2016	17,467.49	18,043.72	17,455.78	17,967.41	17,967.41	866,700	Dec 19, 2016	5,441.200	5,489.470	5,432.770	5,462.690	5,462.690	7,584,620,000
Nov 07, 2016	17,126.03	17,621.73	16,111.81	17,374.79	17,374.79	969,700	Dec 12, 2016	5,428.220	5,486.750	5,394.420	5,437.160	5,437.160	11,341,080,000
Oct 31, 2016	17,360.89	17,473.12	16,801.98	16,905.36	16,905.36	550,200	Dec 05, 2016	5,283.580	5,450.160	5,269.570	5,444.500	5,444.500	10,165,370,000
Oct 24, 2016	17,216.56	17,461.03	17,162.21	17,446.41	17,446.41	569,700	Nov 28, 2016	5,387.920	5,403.860	5,238.210	5,255.650	5,255.650	9,592,730,000
Oct 17, 2016	16,871.84	17,288.89	16,821.49	17,184.59	17,184.59	522,000	Nov 21, 2016	5,336.780	5,398.920	5,334.160	5,398.920	5,398.920	6,016,930,000
Oct 10, 2016	16,936.31	17,074.46	16,727.78	16,856.37	16,856.37	448,400	Nov 14, 2016	5,246.330	5,346.800	5,192.050	5,321.510	5,321.510	10,523,200,000
Oct 03, 2016	16,566.03	16,971.28	16,554.83	16,860.09	16,860.09	525,500	Nov 07, 2016	5,128.990	5,302.680	5,122.770	5,237.110	5,237.110	11,744,380,000
Sep 26, 2016	16,707.45	16,756.43	16,285.41	16,449.84	16,449.84	619,300	Oct 31, 2016	5,205.090	5,206.710	5,034.410	5,046.370	5,046.370	9,814,630,000
Sep 19, 2016	16,403.22	16,823.63	16,399.65	16,754.02	16,754.02	450,600	Oct 24, 2016	5,290.310	5,311.500	5,178.760	5,190.100	5,190.100	8,652,020,000
Sep 12, 2016	16,748.36	16,802.00	16,359.78	16,519.29	16,519.29	572,200	Oct 17, 2016	5,213.690	5,264.270	5,196.030	5,257.400	5,257.400	7,836,950,000
Sep 05, 2016	17,131.52	17,156.36	16,836.65	16,965.76	16,965.76	603,400	Oct 10, 2016	5,318.460	5,340.520	5,169.760	5,214.160	5,214.160	8,081,560,000
Aug 29, 2016	16,631.06	16,946.49	16,616.65	16,925.68	16,925.68	615,600	Oct 03, 2016	5,300.290	5,330.810	5,266.800	5,292.400	5,292.400	8,367,060,000
Aug 22, 2016	16,599.26	16,663.64	16,320.43	16,360.71	16,360.71	491,500	Sep 26, 2016	5,275.730	5,325.880	5,251.320	5,312.000	5,312.000	9,207,020,000
Aug 15, 2016	16,866.89	16,932.11	16,452.62	16,545.82	16,545.82	563,400	Sep 19, 2016	5,263.550	5,342.880	5,222.910	5,305.750	5,305.750	9,129,430,000
Aug 08, 2016	16,462.29	16,943.67	16,455.57	16,919.92	16,919.92	502,000	Sep 12, 2016	5,098.030	5,254.780	5,097.800	5,244.570	5,244.570	10,946,550,000
Aug 01, 2016	16,415.31	16,677.49	15,921.04	16,254.45	16,254.45	750,800	Sep 05, 2016	5,260.000	5,287.610	5,125.910	5,125.910	5,125.910	7,704,880,000
Jul 25, 2016	16,655.81	16,821.43	16,174.35	16,569.27	16,569.27	748,800	Aug 29, 2016	5,223.800	5,263.390	5,189.360	5,249.900	5,249.900	7,806,150,000
Jul 18, 2016	16,612.09	16,938.96	16,514.66	16,627.25	16,627.25	487,700	Aug 22, 2016	5,231.460	5,275.740	5,191.860	5,218.920	5,218.920	7,924,990,000
Jul 11, 2016	15,375.94	16,607.32	15,375.94	16,497.85	16,497.85	827,600	Aug 15, 2016	5,242.180	5,271.360	5,197.230	5,238.380	5,238.380	8,271,270,000
Jul 04, 2016	15,554.04	15,805.31	15,106.52	15,106.98	15,106.98	632,900	Aug 08, 2016	5,223.540	5,238.540	5,193.800	5,232.890	5,232.890	7,953,300,000
Jun 27, 2016	15,153.08	15,781.69	14,987.79	15,682.48	15,682.48	760,800	Aug 01, 2016	5,167.420	5,227.230	5,109.800	5,221.120	5,221.120	9,865,790,000
Jun 20, 2016	15,839.06	16,389.17	14,864.01	14,952.02	14,952.02	738,400	Jul 25, 2016	5,096.990	5,175.810	5,082.660	5,162.130	5,162.130	9,954,480,000
Jun 13, 2016	16,319.11	16,335.38	15,395.98	15,599.66	15,599.66	716,100	Jul 18, 2016	5,034.990	5,103.520	5,028.240	5,100.160	5,100.160	8,676,950,000
Jun 06, 2016	16,373.32	16,830.92	16,322.64	16,601.36	16,601.36	613,800	Jul 11, 2016	4,976.540	5,045.180	4,976.540	5,029.590	5,029.590	8,487,020,000
May 30, 2016	16,973.72	17,251.36	16,525.47	16,642.23	16,642.23	644,100	Jul 04, 2016	4,837.060	4,959.000	4,786.010	4,956.760	4,956.760	7,186,460,000
May 23, 2016	16,671.28	16,957.56	16,417.84	16,834.84	16,834.84	567,400	Jun 27, 2016	4,664.430	4,880.170	4,574.250	4,862.570	4,862.570	10,766,600,000
May 16, 2016	16,391.92	16,841.04	16,391.92	16,736.35	16,736.35	675,700	Jun 20, 2016	4,856.690	4,910.040	4,698.420	4,707.980	4,707.980	11,309,470,000
May 09, 2016	16,226.57	16,814.64	16,159.31	16,412.21	16,412.21	739,100	Jun 13, 2016	4,868.510	4,894.850	4,778.780	4,800.340	4,800.340	10,100,200,000
May 02, 2016	16,357.10	16,357.10	15,975.47	16,106.72	16,106.72	332,600	Jun 06, 2016	4,950.460	4,980.140	4,880.610	4,894.550	4,894.550	8,558,780,000
Apr 25, 2016	17,613.56	17,613.56	16,652.74	16,666.05	16,666.05	707,200	May 30, 2016	4,938.480	4,971.360	4,909.210	4,942.520	4,942.520	7,509,330,000
Apr 18, 2016	16,521.25	17,572.49	16,254.20	17,572.49	17,572.49	824,400	May 23, 2016	4,771.570	4,933.500	4,763.910	4,933.500	4,933.500	8,703,080,000
Apr 11, 2016	15,761.57	16,928.67	15,525.49	16,848.03	16,848.03	744,400	May 16, 2016	4,728.860	4,791.250	4,678.380	4,769.560	4,769.560	9,377,250,000
Apr 04, 2016	16,087.76	16,238.51	15,471.80	15,821.52	15,821.52	776,200	May 09, 2016	4,736.350	4,812.190	4,708.260	4,717.680	4,717.680	8,872,810,000
Mar 28, 2016	17,078.03	17,078.03	16,113.01	16,164.16	16,164.16	467,100	May 02, 2016	4,786.550	4,821.570	4,684.280	4,736.160	4,736.160	9,564,750,000
*Close price adjusted for splits.**Adjusted close price adjusted for both dividends and splits.							Apr 25, 2016	4,891.480	4,915.000	4,740.840	4,775.360	4,775.360	9,883,930,000
							Apr 18, 2016	4,919.360	4,969.320	4,872.020	4,906.230	4,906.230	9,054,970,000
							Apr 11, 2016	4,873.390	4,961.300	4,808.910	4,938.220	4,938.220	8,571,870,000
							Apr 04, 2016	4,911.210	4,921.510	4,831.490	4,850.690	4,850.690	8,691,280,000
							Mar 28, 2016	4,756.550	4,917.090	4,749.780	4,914.540	4,914.540	7,110,830,000

HANG SENG INDEX (^HSI)

HKSE - HKSE Delayed Price. Currency in HKD

Add to watchlist

Date	Open	High	Low	Close*	Adj Close**	Volume
Mar 29, 2018	30,154.18	30,252.95	29,819.63	30,093.38	30,093.38	-
Mar 26, 2018	30,267.07	30,985.75	29,819.63	30,093.38	30,093.38	8,743,495,100
Mar 19, 2018	31,370.47	31,978.14	29,930.23	30,309.29	30,309.29	11,122,750,300
Mar 12, 2018	31,536.30	31,709.99	31,121.66	31,501.97	31,501.97	9,835,037,100
Mar 05, 2018	30,524.26	30,996.21	29,852.42	30,996.21	30,996.21	9,685,425,800
Feb 26, 2018	31,528.29	31,798.98	30,453.82	30,583.45	30,583.45	12,084,499,700

DAX PERFORMANCE-INDEX (^GDAXI)

XETRA - XETRA Delayed Price. Currency in EUR

Date	Open	High	Low	Close*	Adj Close**	Volume
Mar 29, 2018	11,956.34	12,151.31	11,942.28	12,096.73	12,096.73	-
Mar 26, 2018	11,919.64	11,984.50	11,726.62	11,787.26	11,787.26	99,857,900
Mar 19, 2018	12,346.51	12,369.77	11,818.70	11,886.31	11,886.31	563,180,800
Mar 12, 2018	12,453.30	12,459.90	12,162.47	12,389.58	12,389.58	692,389,800
Mar 05, 2018	11,831.57	12,407.98	11,830.98	12,346.68	12,346.68	501,227,400
Feb 26, 2018	12,566.05	12,601.46	11,877.66	11,913.71	11,913.71	495,720,300
Feb 19, 2018	12,495.07	12,513.32	12,283.70	12,483.79	12,483.79	439,526,700

May 08, 2017	24,604.29	25,211.28	24,476.20	25,156.34	25,156.34	8,096,604,000	Mar 06, 2017	11,956.81	12,067.07	11,917.78	11,963.18	11,963.18	479,066,800
May 01, 2017	24,773.80	24,773.80	24,358.72	24,476.35	24,476.35	5,390,161,800	Feb 27, 2017	11,858.14	12,082.59	11,780.83	12,027.36	12,027.36	420,241,900
Apr 24, 2017	24,185.76	24,717.44	23,958.18	24,615.13	24,615.13	7,636,119,200	Feb 20, 2017	11,831.71	12,031.11	11,722.35	11,804.03	11,804.03	390,531,900
Apr 17, 2017	24,268.17	24,276.31	23,723.87	24,042.02	24,042.02	5,979,909,900	Feb 13, 2017	11,697.99	11,848.04	11,684.91	11,757.02	11,757.02	397,365,900
Apr 10, 2017	24,302.01	24,378.38	23,994.13	24,261.66	24,261.66	5,866,179,200	Feb 06, 2017	11,628.03	11,711.55	11,479.78	11,666.97	11,666.97	441,417,000
Apr 03, 2017	24,236.56	24,400.80	23,982.40	24,267.30	24,267.30	8,382,052,200	Jan 30, 2017	11,786.31	11,792.33	11,535.31	11,651.49	11,651.49	445,010,700
Mar 27, 2017	24,235.69	24,470.66	24,105.38	24,111.59	24,111.59	8,573,612,800	Jan 23, 2017	11,545.97	11,893.08	11,508.83	11,814.27	11,814.27	438,553,500
Mar 20, 2017	24,312.57	24,656.65	24,207.10	24,358.27	24,358.27	9,488,174,700	Jan 16, 2017	11,537.45	11,644.88	11,425.14	11,630.13	11,630.13	426,096,700
Mar 13, 2017	23,643.30	24,385.81	23,567.93	24,309.93	24,309.93	10,315,180,700	Jan 09, 2017	11,606.89	11,692.27	11,491.87	11,629.18	11,629.18	441,675,600
Mar 06, 2017	23,600.49	23,816.23	23,438.86	23,568.67	23,568.67	7,863,989,600	Jan 02, 2017	11,426.38	11,637.37	11,414.82	11,599.01	11,599.01	360,053,000
Feb 27, 2017	23,941.81	24,080.87	23,511.60	23,552.72	23,552.72	9,541,879,900	Dec 26, 2016	11,457.91	11,481.66	11,404.82	11,481.06	11,481.06	159,954,600
Feb 20, 2017	24,066.00	24,216.53	23,909.15	23,965.70	23,965.70	9,638,665,400	Dec 19, 2016	11,384.03	11,480.18	11,380.12	11,449.93	11,449.93	322,488,700
Feb 13, 2017	23,664.53	24,161.39	23,614.47	24,033.74	24,033.74	13,900,647,200	Dec 12, 2016	11,198.42	11,451.57	11,141.86	11,404.01	11,404.01	598,608,500
Feb 06, 2017	23,239.29	23,718.47	23,149.70	23,574.98	23,574.98	10,448,583,100	Dec 05, 2016	10,494.64	11,231.69	10,493.62	11,203.63	11,203.63	278,665,000
Jan 30, 2017	23,211.88	23,439.02	22,997.46	23,129.21	23,129.21	3,842,115,600	Nov 28, 2016	10,655.92	10,691.67	10,402.59	10,513.35	10,513.35	-
Jan 23, 2017	22,926.30	23,397.09	22,861.29	23,360.78	23,360.78	6,351,556,300	Nov 21, 2016	10,697.95	10,767.73	10,595.14	10,699.27	10,699.27	-
Jan 16, 2017	22,895.36	23,151.75	22,657.35	22,885.91	22,885.91	6,403,922,600	Nov 14, 2016	10,750.62	10,802.39	10,604.32	10,664.56	10,664.56	-
Jan 09, 2017	22,561.11	22,971.49	22,476.35	22,937.38	22,937.38	7,106,660,300	Nov 07, 2016	10,410.56	10,793.97	10,174.92	10,667.95	10,667.95	-
Jan 02, 2017	21,993.36	22,605.66	21,883.82	22,503.01	22,503.01	5,960,676,600	Oct 31, 2016	10,658.67	10,730.48	10,212.53	10,259.13	10,259.13	-
Dec 26, 2016	21,562.70	22,069.62	21,488.82	22,000.56	22,000.56	6,445,058,500	Oct 24, 2016	10,743.87	10,827.72	10,583.57	10,696.19	10,696.19	-
Dec 19, 2016	21,945.84	21,955.94	21,491.83	21,574.76	21,574.76	7,042,659,800	Oct 17, 2016	10,544.69	10,748.41	10,491.28	10,710.73	10,710.73	88,963,500
Dec 12, 2016	22,860.27	22,863.61	21,965.68	22,020.75	22,020.75	9,964,277,500	Oct 10, 2016	10,496.01	10,692.36	10,349.06	10,580.38	10,580.38	-
Dec 05, 2016	22,580.75	23,076.24	22,375.28	22,760.98	22,760.98	7,285,969,400	Oct 03, 2016	10,492.97	10,646.72	10,465.35	10,490.86	10,490.86	-
Nov 28, 2016	22,738.94	23,012.28	22,559.20	22,564.82	22,564.82	10,172,932,100	Sep 26, 2016	10,555.19	10,575.34	10,189.94	10,511.02	10,511.02	-
Nov 21, 2016	22,313.04	22,804.26	22,227.80	22,723.45	22,723.45	7,509,451,600	Sep 19, 2016	10,349.87	10,705.40	10,326.75	10,626.97	10,626.97	-
Nov 14, 2016	22,344.23	22,499.39	22,114.02	22,344.21	22,344.21	7,465,553,000	Sep 12, 2016	10,380.46	10,507.04	10,262.19	10,276.17	10,276.17	-
Nov 07, 2016	22,682.71	23,048.32	21,957.71	22,531.09	22,531.09	9,640,882,100	Sep 05, 2016	10,712.17	10,780.42	10,539.31	10,573.44	10,573.44	-
Oct 31, 2016	22,845.82	23,268.05	22,587.59	22,642.62	22,642.62	6,037,515,900	Aug 29, 2016	10,503.88	10,693.64	10,441.81	10,683.82	10,683.82	-
Oct 24, 2016	23,431.63	23,631.34	22,847.73	22,954.81	22,954.81	6,784,023,300	Aug 22, 2016	10,528.88	10,656.25	10,443.48	10,587.77	10,587.77	-
Oct 17, 2016	23,164.54	23,500.82	22,978.01	23,374.40	23,374.40	4,645,936,200	Aug 15, 2016	10,719.14	10,802.32	10,490.96	10,544.36	10,544.36	-
Oct 10, 2016	24,013.84	24,064.50	23,006.12	23,233.31	23,233.31	7,455,234,200	Aug 08, 2016	10,407.50	10,742.84	10,403.47	10,713.43	10,713.43	-
Oct 03, 2016	23,652.83	24,004.09	23,500.71	23,851.82	23,851.82	6,125,458,300	Aug 01, 2016	10,426.36	10,459.34	10,092.53	10,367.21	10,367.21	-
Sep 26, 2016	23,554.83	23,828.60	23,239.36	23,297.15	23,297.15	8,274,435,300	Jul 25, 2016	10,155.20	10,381.90	10,125.22	10,337.50	10,337.50	-
Sep 19, 2016	23,486.62	24,058.65	23,394.95	23,686.48	23,686.48	9,368,568,900	Jul 18, 2016	10,079.03	10,195.65	9,923.64	10,147.46	10,147.46	-
Sep 12, 2016	23,596.03	23,652.41	23,155.73	23,335.59	23,335.59	7,323,762,600	Jul 11, 2016	9,744.80	10,109.86	9,690.18	10,066.90	10,066.90	-
Sep 05, 2016	23,576.31	24,364.00	23,530.36	24,099.70	24,099.70	10,144,376,700	Jul 04, 2016	9,797.66	9,808.99	9,304.01	9,629.66	9,629.66	-
Aug 29, 2016	22,904.20	23,306.48	22,762.73	23,266.70	23,266.70	9,340,679,500	Jun 27, 2016	9,516.92	9,806.47	9,214.10	9,776.12	9,776.12	-
Aug 22, 2016	22,941.53	23,036.07	22,702.61	22,909.54	22,909.54	8,192,925,400	Jun 20, 2016	9,850.59	10,340.84	9,226.15	9,557.16	9,557.16	-
Aug 15, 2016	22,765.23	23,193.90	22,765.23	22,937.22	22,937.22	11,007,119,000	Jun 13, 2016	9,715.78	9,755.23	9,432.87	9,631.36	9,631.36	-
Aug 08, 2016	22,324.18	22,816.75	22,260.07	22,766.91	22,766.91	8,952,710,200	Jun 06, 2016	10,105.09	10,312.53	9,819.12	9,834.62	9,834.62	-
Aug 01, 2016	22,027.65	22,260.95	21,725.38	22,146.09	22,146.09	5,684,830,600	May 30, 2016	10,293.43	10,365.24	10,040.87	10,103.26	10,103.26	-
Jul 25, 2016	22,071.77	22,300.51	21,830.46	21,891.37	21,891.37	8,443,288,300	May 23, 2016	9,891.38	10,298.76	9,773.80	10,286.31	10,286.31	-
							May 16, 2016	10,016.79	10,080.31	9,773.72	9,916.02	9,916.02	-
							May 09, 2016	9,929.19	10,106.93	9,767.94	9,952.90	9,952.90	-
							May 02, 2016	10,091.17	10,153.90	9,737.00	9,869.95	9,869.95	-
							Apr 25, 2016	10,379.16	10,399.30	10,038.97	10,038.97	10,038.97	-
							Apr 18, 2016	9,933.70	10,474.38	9,920.90	10,373.49	10,373.49	-
							Apr 11, 2016	9,595.56	10,098.44	9,524.66	10,051.57	10,051.57	-
							Apr 04, 2016	9,789.77	9,907.05	9,484.75	9,622.26	9,622.26	-

Apr 10, 2017	9.58	9.75	9.51	9.51	9.33	2,324,200
Apr 03, 2017	0.17 Dividend					
Apr 03, 2017	9.75	9.93	9.46	9.53	9.19	5,476,500
Mar 27, 2017	9.77	9.97	9.66	9.78	9.43	7,439,400
Mar 20, 2017	9.50	10.00	9.45	9.75	9.40	7,338,300
Mar 13, 2017	9.05	9.77	9.05	9.50	9.16	13,858,200
Mar 06, 2017	9.00	9.24	8.98	9.05	8.72	11,058,500
Feb 27, 2017	9.00	9.15	8.70	9.09	8.76	6,108,400
Feb 20, 2017	8.80	9.00	8.20	9.00	8.68	2,345,700
Feb 13, 2017	8.72	8.82	8.72	8.81	8.49	11,474,200
Feb 06, 2017	8.86	8.86	8.70	8.75	8.43	4,287,500
Jan 30, 2017	8.89	8.90	8.81	8.86	8.54	970,400
Jan 23, 2017	8.89	8.89	8.81	8.89	8.57	996,400
Jan 16, 2017	8.88	8.89	8.81	8.87	8.55	1,386,700
Jan 09, 2017	8.81	8.93	8.79	8.90	8.58	905,400
Jan 02, 2017	8.85	8.89	8.76	8.88	8.56	1,162,700
Dec 26, 2016	8.82	8.89	8.70	8.85	8.53	6,621,200
Dec 19, 2016	8.85	8.90	8.76	8.82	8.50	4,647,300
Dec 12, 2016	8.65	8.90	8.60	8.84	8.52	5,022,200
Dec 05, 2016	8.48	8.69	8.47	8.65	8.34	2,326,800
Nov 28, 2016	8.48	8.62	8.40	8.47	8.16	8,842,000
Nov 21, 2016	8.55	8.55	8.47	8.48	8.17	2,811,000
Nov 14, 2016	8.67	8.90	8.50	8.55	8.24	1,032,600
Nov 07, 2016	8.55	8.88	8.53	8.70	8.39	1,282,700
Oct 31, 2016	8.64	8.67	8.51	8.55	8.24	1,053,200
Oct 24, 2016	8.82	9.00	8.55	8.70	8.39	1,669,800
Oct 17, 2016	8.77	9.03	8.73	9.03	8.70	1,435,800
Oct 10, 2016	8.99	8.99	8.74	8.76	8.44	1,390,200
Oct 03, 2016	8.82	9.00	8.81	8.99	8.67	314,700
Sep 26, 2016	8.74	9.10	8.68	8.82	8.50	1,678,000
Sep 19, 2016	8.91	8.91	8.70	8.74	8.43	1,674,900
Sep 12, 2016	8.79	8.99	8.70	8.91	8.59	990,300
Sep 05, 2016	8.70	8.86	8.67	8.79	8.47	3,965,800
Aug 29, 2016	8.87	8.88	8.65	8.70	8.39	1,855,600
Aug 22, 2016	8.84	8.90	8.83	8.88	8.56	1,923,600
Aug 15, 2016	9.18	9.20	8.81	8.83	8.51	700,600
Aug 08, 2016	8.93	9.43	8.93	9.26	8.93	5,227,500
Aug 05, 2016	0.17 Dividend					
Aug 01, 2016	8.62	9.04	8.62	9.00	8.51	3,597,000
Jul 25, 2016	8.88	8.89	8.60	8.76	8.28	3,345,400
Jul 18, 2016	8.87	8.95	8.65	8.89	8.41	6,121,500
Jul 11, 2016	8.65	8.91	8.65	8.88	8.40	4,662,100
Jul 04, 2016	8.54	8.70	8.54	8.60	8.13	408,000
Jun 27, 2016	8.61	8.62	8.51	8.58	8.11	831,500
Jun 20, 2016	8.60	8.79	8.55	8.61	8.14	187,300
Jun 13, 2016	7.57	7.57	7.57	7.57	7.16	-
Jun 06, 2016	7.57	7.57	7.57	7.57	7.16	-
May 30, 2016	7.57	7.57	7.57	7.57	7.16	-
May 23, 2016	7.57	7.57	7.57	7.57	7.16	-
May 16, 2016	7.57	7.57	7.57	7.57	7.16	-
May 09, 2016	7.57	7.57	7.57	7.57	7.16	-
May 02, 2016	7.57	7.57	7.57	7.57	7.16	-
Apr 25, 2016	7.57	7.57	7.57	7.57	7.16	-
Apr 18, 2016	7.57	7.57	7.57	7.57	7.16	-
Apr 11, 2016	7.57	7.57	7.57	7.57	7.16	-
Apr 04, 2016	7.57	7.57	7.57	7.57	7.16	-
Apr 01, 2016	0.18 Dividend					
Mar 28, 2016	7.57	7.57	7.57	7.57	6.99	-

*Close price adjusted for splits.**Adjusted close price adjusted for both dividends and splits

source :<https://finance.yahoo.com>

الملخص :

تهدف هذه الدراسة الى ابراز واقع صناديق الثروة السيادية على مستوى الساحة المالية الدولية وكيفية توظيفها من أجل دعم و تطوير اقتصاديات البلدان المالكة لها، بالإضافة الى دراسة وتقييم تجربة صندوق ضبط الايرادات الجزائري منذ انشاءه سنة 2000 الى غاية الفترة الحالية 2017-2018.

أهم نتائج الدراسة المتوصل اليها تدعم صحة الفرضية الثانية التي مفادها أن تقلبات أسعار البترول في الأسواق المالية الدولية تؤثر على وضعية و تطور الأصول المالية لصندوق ضبط الايرادات الجزائري، كما أن هذا الأخير لم يتمكن من أداء الدور المنوط به باعتباره أداة لتحقيق الاستقرار الاقتصادي، لذلك نرى أنه من الضروري اعادة النظر في كيفية تسيير و استثمار الأصول المالية لصندوق ضبط الايرادات الجزائري، وذلك من خلال استثمار الأصول المالية للصندوق من خلال تكوين محفظة استثمار مرجعية .

الكلمات المفتاحية: صناديق الثروة السيادية، ادارة المحافظ المالية، الاستثمار، صندوق ضبط الايرادات الجزائري، الأسواق المالي الدولية .

Résumé:

Cette étude vise à mettre en évidence la réalité des fonds souverains au niveau de l'arène financière internationale et la façon de les utiliser afin de soutenir et de développer les économies de leurs pays propriétaires respectifs, ainsi que d'étudier et d'évaluer l'expérience de Fonds Du Régulation Des Recettes Algérien (FRR) depuis sa création en 2000 jusqu'à la période actuelle 2017-2018.

Les résultats les plus importants obtenus par l'étude confirme la validité de la deuxième hypothèse selon laquelle la volatilité des prix du pétrole sur les marchés financiers internationaux affectent le statut et le développement des actifs financiers du FRR, et que ce dernier n'a pas été en mesure de remplir le rôle assigné comme un outil pour parvenir à la stabilité économique, nous voyons donc il est nécessaire d'ajuster les objectifs de FRR en investissant ses actifs financiers sur les marchés financiers mondiaux afin d'accroître ses rendements et de sécuriser ses ressources financières renouvelables en créant un portefeuille de référence (indice de référence) .

Mots-clés: Fonds souverains, gestion de portefeuille, investissement, Fonds du régulation des recettes (FRR), marchés financiers internationaux.

Abstract:

This study aims to highlight the reality of sovereign wealth funds at the level of the international financial arena and how to employ them in order to support and develop the economies of their respective owners countries, as well as to study and evaluate the experience Algerian Revenue regulation fund (RRF) Fund since its inception in 2000 until the current period 2017-2018.

The most important results reached by the study supports the validity of the second hypothesis that the volatility of oil prices in the international financial markets affect the status and development of the financial assets of the RRF, and that the latter was not able to perform the role assigned as a tool for achieving economic stability, so we see It is necessary adjusting its objectives by investing its financial assets in the international financial markets in order to increase returns and secure renewable financial resources by creating a reference portfolio (benchmark).

Keywords: sovereign wealth funds, financial portfolio management, investment, Algerian Revenue regulation fund (RRF) , international financial markets.