



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة ابراهيم سلطان شيبوط - الجزائر 03-

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم علوم المالية والمحاسبة



أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه ل.م.د تخصص مالية وبنوك موسومة بعنوان:

محاولة تقييم تكلفة غياب صندوق ثروة سيادي في الجزائر

إشراف الأستاذة:

د. همّال فريدة

إعداد الطالب:

بقدي عبد القادر

أمام لجنة المناقشة

الصفة	مؤسسة الانتماء	الرتبة	لقب و اسم الأستاذ (ة)
رئيساً	جامعة الجزائر 03	أستاذ	سيواني عدلان
مشرفاً/مقراً	جامعة الجزائر 03	أستاذ محاضر أ	همّال فريدة
مناقشاً	جامعة الجزائر 03	أستاذ محاضر أ	قريسي ياسين
مناقشاً	جامعة الجزائر 03	أستاذ محاضر أ	هدار رانية
مناقشاً	جامعة بومرداس	أستاذ محاضر أ	أوكيل نسيمية
مناقشاً	جامعة الشلف	أستاذ محاضر أ	بونوة سمية

السنة الجامعية: 2026/2025

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

الإهداء

أهدي هذا العمل إلى من وهبوني صبرهم ودعائهم، إلى أسرتي العزيزة التي كانت نوراً في دربي، وإلى أساتذتي الكرام الذين أضاءوا عقولنا بعلمهم كما أهدى هذا البحث لكل قلب يسعى للمعرفة، وكل يد تبني مستقبلاً أفضل، راجياً من الله أن يجعل ثمرة جهدي هذا فائدة للعلم والإنسانية.

بقدي عبد القادر

شكر وعرفان

أتقدم بخالص الشكر وعظيم الامتنان إلى أساتذتي الكرام على توجيههم المستمر وإثرائهم العلمي، ودعمهم المتواصل الذي كان له الأثر الكبير في إنجاز هذا العمل. كما أتقدم بالشكر إلى أسرتي العزيزة على صبرهم وتشجيعهم الدائم وبالأخص آخر العنقود عبد النور، وإلى كل من قدم لي يد العون والمساعدة، سواء بالإرشاد العلمي

أو بالدعم النفسي والمعنوي

وأعبر عن عرفاني لكل من ساهم ولو بكلمة أو نصيحة في إثراء هذا البحث، سائلاً المولى عز وجل أن يجزيهم خير الجزاء على كل ما قدموه من دعم ومساندة.

تعتبر صادرات النفط المصدر الأساسي لإيرادات الدول ذات الاقتصاد الريعي، الذي يعد المصدر الوحيد في تمويل نفقاتها في مشاريع التنمية، غير أن الأخطار الاقتصادية المرتبطة بتقلب أسعار النفط في الأسواق العالمية تعتبر تهديدا حقيقيا لاستقرار اقتصاديات هذه الدول، الأمر الذي دفعها إلى إنشاء صناديق ثروة سيادية تسعى من خلالها إلى تنويع مصادر دخل الحكومة وذلك باستثمار الفوائض المالية التي تضح في هذه الصناديق. كما يعتبر النموذج النرويجي وصناديق دول الخليج لاسيما الإمارات العربية الأنجح في هذا المجال، أما في الجزائر فقد برز صندوق ضبط الإيرادات كصندوق ثروة سيادي غير أن دوره اقتصر على تحقيق الاستقرار الاقتصادي من خلال ضبط الإنفاق العام دون استثمار حقيقي يخلق دخل خارج الجباية البترولية.

جاءت هذه الدراسة لتحليل التجارب الدولية في تسييرها لصناديقها السيادية والتدقيق في استراتيجياتها الاستثمارية قصد إسقاطها على صندوق ضبط الإيرادات الجزائري وتقييم مدى تكلفة غياب صندوق ثروة سيادي جزائري من خلال استثمار أرصدة صندوق ضبط الإيرادات في السوق المالي الجزائري "بورصة الجزائر" عن طريق الاستثمار في الشركات المدرجة في مؤشر "دزاير-اندكس" وكذا سندات الخزينة العمومية المدرجة في السوق الثانوي وتقديم اقتراح إنشاء صندوق ثروة سيادي جزائري يتميز بحكومة رشيدة تتماشى مع معطيات الاقتصاد الوطني.

الكلمات المفتاحية: صناديق الثروة السيادية/ صندوق ضبط الإيرادات/ السوق المالي/ دزاير-اندكس/ الحكومة.

Abstract :

Oil exports constitute the primary source of revenue for rentier economies, as they represent the sole means of financing government expenditures related to development projects. However, the economic risks associated with fluctuations in global oil prices pose a real threat to the stability of these economies. This situation has prompted such countries to establish sovereign wealth funds aimed at diversifying government revenue sources through the investment of financial surpluses allocated to these funds. The Norwegian model and the sovereign wealth funds of the Gulf countries, particularly those of the United Arab Emirates are considered among the most successful in this field. In Algeria, the Revenue Regulation Fund emerged as a form of sovereign wealth fund; nevertheless, its role has been limited to achieving economic stability through the regulation of public spending, without engaging in genuine investment activities capable of generating income beyond hydrocarbon taxation.

This study aims to analyze international experiences in the management of sovereign wealth funds and to examine their investment strategies, with the purpose of applying relevant insights to the Algerian Revenue Regulation Fund. It also seeks to assess the cost of the absence of an Algerian sovereign wealth fund by exploring the potential investment of the Fund's reserves in the Algerian financial market "Algiers Stock Exchange", through investments in companies listed under the "Dzair Index" as well as government treasury bonds traded on the secondary market. Furthermore, the study proposes the establishment of an Algerian sovereign wealth fund characterized by sound governance practices that are consistent with the specific conditions of the national economy.

Keywords: Sovereign Wealth Funds / Revenue Regulation Fund/ Financial Market/ Dzair Index

/Gouvernance

فهرس المحتويات

إهداء

شكر وعرهان

ملخص

قائمة الجداول

قائمة الأشكال

قائمة الملاحق

قائمة الرموز والاختصارات

رقم الصفحة	العنوان
أ	مقدمة
11	الفصل الأول: التأسيس النظري لصناديق الثروة السيادية
12	المبحث الأول: ماهية وخصائص صناديق الثروة السيادية.
12	المطلب الأول: ماهية الثروة السيادية.
16	المطلب الثاني: دوافع وأهمية إنشاء صناديق الثروة السيادية.
18	المطلب الثالث: أهداف وأنواع صناديق الثروة السيادية.
26	المبحث الثاني: الإطار التنظيمي لصناديق الثروة السيادية.
26	المطلب الأول: الأسس القانونية التنظيمية و التأسيسية للصناديق الثروة السيادية.
28	المطلب الثاني إدارة صناديق الثروة السيادية ودور مدرائها الماليون.
30	المطلب الثالث: التحصيل الجبائي والتدقيق المحاسبي لصناديق الثروة السيادية.
32	المبحث الثالث: حوكمة صناديق الثروة السيادية ومؤشرات قياس أدائها.
32	المطلب الأول: ماهية الحوكمة.
34	المطلب الثاني: مبادئ ستنياغو ودورها في حوكمة صناديق الثروة السيادية.
38	المطلب الثالث: مؤشرات قياس أداء صناديق الثروة السيادية.
42	خلاصة الفصل الأول

فهرس المحتويات

44	الفصل الثاني: دراسة تحليلية لبعض صناديق الثروة السيادية الحديثة
45	المبحث الأول: واقع الصناديق السيادية العربية
45	المطلب الأول: صندوق مبادلة
53	المطلب الثاني: مؤسسة دبي للاستثمارات الحكومية ICD.
60	المبحث الثاني: صندوق المعاشات الحكومي العالمي النرويجي GPFG.
60	المطلب الأول: تقديم صندوق المعاشات الحكومي العالمي النرويجي.
62	المطلب الثاني: حوكمة وإدارة صندوق المعاشات الحكومي العالمي النرويجي.
71	المطلب الثالث: تقييم الأداء الاستثماري والمالي لصندوق المعاشات الحكومي العالمي النرويجي (GPFG)
71	المبحث الثالث: شركة ألبرتا لإدارة الاستثمارات " Alberta Investment Corporation "Management
71	المطلب الأول: تقديم شركة إدارة الاستثمارات "ألبرتا" (AIMCO)
73	المطلب الثاني: إدارة وحوكمة AIMCO
74	المطلب الثالث: تقييم الأداء الاستثماري و المالي لـ AIMCo
85	خلاصة الفصل الثاني
85	الفصل الثالث: محاولة تقييم تكلفة غياب صندوق ثروة سيادي جزائري
86	المبحث الأول: صندوق ضبط الإيرادات الجزائري
86	المطلب الأول: ماهية صندوق ضبط الإيرادات الجزائري
88	المطلب الثاني: تقييم أداء صندوق ضبط الإيرادات الجزائري خلال الفترة 2019-2023.
95	المبحث الثاني: محاولة التقييم من خلال تكوين محفظة أصول مالية.
95	المطلب الأول: محاولة التقييم من خلال مؤشر بورصة الجزائر دزاير-أندكس DZAIR INDEX
97	المطلب الثاني: محاكاة استثمار صندوق ضبط الإيرادات الجزائري في السوق المالي الجزائري "مؤشر اندكس"

فهرس المحتويات

104	المطلب الثالث: محاولة تقييم تكلفة الغياب من خلال سندات الخزينة الجزائرية.
111	المبحث الثالث: اقتراح إنشاء صندوق ثروة سيادي بالجزائر.
111	المطلب الأول: اقتراح نموذج لصندوق ثروة سيادي.
113	المطلب الثاني: حوكمة وإدارة الصندوق المقترح.
116	المطلب الثالث: الاستراتيجية الاستثمارية للصندوق المقترح وإدارة أصوله.
119	خلاصة الفصل الثالث.
121	خاتمة عامة

فهرس الجداول والأشكال

الصفحة	العنوان	رقم الجدول
25	أكبر 10 صناديق ثروة سيادية في العالم، نشأتها ومصدر و قيمة أصولها إلى سنة 2023	01-01
27	المصادر والأسس القانونية المؤسسة لصناديق الثروة السيادية	02-01
39	معايير و عناصر مؤشر ترومان لحوكمة صناديق الثروة السيادية	03-01
40	مكونات مؤشر لينبرغ - مادول للشفافية	04-01
46	ترتيب صناديق الثروة السيادية حسب مؤشر لينبرغ-مادول - فيفري 2019-	01-02
68	توزيع المحفظة الاستثمارية لصندوق المعاشات الحكومي العالمي النرويجي سنة 2023 حسب الأصول	02-02
81	عوائد شركة "AIMCo" للفترة 2019-2023 حسب القطاع	03-02
87	أهم قوانين المالية التي حددت الإدارة التشغيلية لصندوق ضبط الإيرادات الجزائري	01-03
89	وضعية الجباية البترولية المحصلة وموازنة الدولة خلال الفترة 2019-2023	02-03
93	تطور الديون العامة الداخلية والخارجية في الجزائر للفترة 2013-2023	03-03
94	مقارنة صندوق ضبط الإيرادات الجزائري بالصناديق السيادية قيد الدراسة	04-03
96	الشركات المدرجة في السوق الرئيسية لبورصة الجزائر 2025	05-03
101	عائد توزيعات الأرباح على حملة الأسهم "Dividendes"	06-03
105	سندات الخزينة العمومية المدرجة في بورصة الجزائر بين 2019-2023	07-03
107	القيمة المستقبلية والعائد الصافي من استثمار رصيد صندوق ضبط الإيرادات في سندات الخزينة العمومية المدرجة في بورصة الجزائر	08-03

قائمة الأشكال

الصفحة	العنوان	رقم الشكل
21	الشركات المساهمة في شركة دولفين للطاقة	01-01
48	تطور أصول صندوق "مبادلة" من 2019 إلى 2023	01-02
49	توزيع المحفظة الاستثمارية لصندوق مبادلة حسب فئات الأصول	02-02
50	توزيع المحفظة الاستثمارية لصندوق مبادلة جغرافيا	03-02
52	تطور استثمارات وعوائد صندوق مبادلة لفترة 2019-2023	04-02
55	توزيع المحفظة الاستثمارية لمؤسسة دبي للاستثمار جغرافيا	05-02
56	تطور أصول مؤسسة دبي للاستثمارات	06-02
57	توزيع المحفظة الاستثمارية لمؤسسة دبي للاستثمارات حسب قطاع الاستثمار	07-02
59	إيرادات مؤسسة دبي للاستثمارات الحكومية	08-02
65	توزيع المحفظة الاستثمارية لصندوق المعاشات الحكومي العالمي النرويجي جغرافيا	09-02
67	تطور رأس مال صندوق المعاشات الحكومي العالمي النرويجي GPFG للفترة 2019-2023	10-02
69	العائد على استثمارات GPFG خلال الفترة 2019-2023	11-02
75	التوزيع الجغرافي للمحفظة الاستثمارية لـ AIMCo	12-02
76	توزيع المحفظة الاستثمارية لـ "AIMCo" حسب فئات الأصول	13-02
79	تطور رأس مال محفظة "AIMCo" الاستثمارية للفترة بين 2019-2023	14-02
80	العوائد لإجمالية لشركة إدارة الاستثمارات "AIMCo" للفترة 2019-2023	15-02
90	تطور أرصدة صندوق ضبط الإيرادات الجزائري خلال 2019-2023	01-03
91	استخدام صندوق ضبط الإيرادات في تغطية عجز الموازنة العمومية خلال 2019-2023	02-03
98	تطور مؤشر "دزاير أندكس"	03-03
100	العائد الرأسمالي غير المحقق من عدم استثمار صندوق ضبط الإيرادات الجزائري في السوق المالي الجزائري	04-03
102	تطور المحفظة الاستثمارية المالية المقترحة	05-03
103	تطور العائد التراكمي الغير المحقق من عدم استثمار صندوق ضبط الإيرادات	06-03

فهرس الجداول والأشكال

110	تطور العائد المستقبلي الإجمالي على سندات الخزينة العمومية	07-03
115	الهيكل التنظيمي لصندوق الثروة السيادي الجزائري " رأس مال مستقبل الجزائر- (AFC)"	08-03

قائمة الملاحق

رقم الملحق	العنوان
01	أبرز استثمارات صندوق مبادلة
02	أبرز استثمارات "مؤسسة دبي للاستثمارات" حسب القطاع
03	الهيكل التنظيمي لإدارة صندوق المعاشات الحكومي العالمي النرويجي
04	محاكاة استثمار صندوق ضبط الإيرادات الجزائري في السوق المالي الجزائري "مؤشر دزابير-أندكس"
05	الكودات والصيغ البرمجية المستعملة في نموذج المحاكاة الاستثمارية داخل Excel

قائمة الرموز
والاختصارات

قائمة الرموز والاختصارات

المعنى بالعربية	المعنى بالإنجليزية	الاختصار
صندوق الثروة السيادية	Sovereign Wealth Fund	SWF
الناتج المحلي الإجمالي	Gross Domestic Product	GDP
شركة إدارة الاستثمارات بمقاطعة ألبرتا - كندا	Alberta Investment Management Corporation	AIMCo
صندوق الاستثمارات العامة السعودي	Public Investment Fund	PIF
جهاز أبوظبي للاستثمار	Abu Dhabi Investment Authority	ADIA
صندوق المعاشات الحكومي العالمي - النرويج	Government Pension Fund - Global	NWF / GPF-G
شركة مبادلة للاستثمار - الإمارات	Mubadala Investment Company	Mubadala
مؤسسة الاستثمار الحكومي - سنغافورة	Government of Singapore Investment Corporation	GIC
جهاز قطر للاستثمار	Qatar Investment Authority	QIA
مؤسسة دبي للاستثمارات	Investment Corporation of Dubai	ICD
مؤسسة النقد العربي السعودي (سابقًا) - البنك المركزي السعودي	Saudi Arabian Monetary Authority	SAMA
منظمة الدول المصدرة للنفط	Organization of Petroleum Exporting Countries	OPEC
منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية	Organisation for Economic Co-operation and Development	OECD
صندوق النقد الدولي	International Monetary Fund	IMF
البنك الدولي	World Bank	WB
الاستثمار الأجنبي المباشر	Foreign Direct Investment	FDI
احتياطيات الصرف الأجنبي	Foreign Exchange Reserves	FX Reserves
الميزان التجاري	Balance of Trade	BOT
خام برنت	Brent Crude Oil	Brent
الدولار الأمريكي	US Dollar	USD
اليورو	Euro	EUR
تحالف أوبك + للدول المنتجة للنفط	OPEC Plus Countries	OPEC+
بنك النرويج لإدارة الاستثمارات	Norges Bank Investment Management	NBIM
معايير البيئة والحوكمة والمسؤولية الاجتماعية	Environmental, Social & Governance Standards	ESG
الصناديق المتداولة في البورصة	Exchange-Traded Fund	ETF
التصنيف السيادي للدول	Sovereign Credit Rating	Sovereign Rating
معهد صناديق الثروة السيادية	Sovereign Wealth Fund Institute	SWFI
مؤشر لينبرغ-مادول للحكومة والشفافية	Linberg-Maddoul-FIVI Index	Lipper/FIFI

قائمة الرموز والاختصارات

مؤشر فاينانشال تايمز للأسواق العالمية	Financial Times Stock Exchange Index	FTSE
مؤشر أسعار المستهلك	Consumer Price Index	CPI
إدارة معلومات الطاقة الأمريكية	U.S. Energy Information Administration	EIA
مؤشر فلان للحكومة	Funds Management Index	FMI
الطرح الأولي في البورصة	Initial Public Offering	IPO
شركة إدارة الأصول	Asset Management Company	AMC

مقدمة

1- تمهيد:

توفر صادرات النفط إيرادات ضخمة للدول المنتجة، تستخدم لتمويل مشاريع البنية التحتية، وتحسين الخدمات العامة ودعم التنمية الاقتصادية الشاملة، كما يلعب البترول دورًا أساسيًا في العلاقات الاقتصادية بين الدول، حيث يعتمد الاقتصاد العالمي بشكل كبير على إمدادات النفط، مما يجعله عنصرًا ذو أهمية استراتيجية كبرى من خلال مساهمته في دفع عجلة التطور التكنولوجي والصناعي.

تسعى الكثير من الدول المصدرة للبترول إلى إنشاء صناديق ثروة سيادية نظرًا لما لها من أثر وأهمية بارزة على الاقتصاد على الصعيد الوطني والعالمي، يرجع الاهتمام المتزايد بهذه الصناديق إلى ارتفاع قيمة تدفقات العوائد على الجباية البترولية بسبب ارتفاع سعر النفط في السوق العالمي.

برزت تجربة الدول العربية في مجال صناديق الثروة السيادية في دول الخليج خاصة في الإمارات العربية المتحدة، حيث تمثل صناديق الثروة السيادية المملوكة لحكومة الإمارات أكثر من 15% من إجمالي أصول الصناديق السيادية على مستوى العالم ومن أبرزها صندوق مبادلة للاستثمارات ومؤسسة دبي للاستثمارات الحكومية وغيرها، أما حصة الأكبر من أصول الصناديق السيادية عالميًا فهي من نصيب صندوق المعاشات الحكومي النرويجي، الذي بلغ حجم أصوله نحو 1.8 تريليون دولار في عام 2023، محققًا المركز الأول عالميًا من حيث الحجم ويُعتبر هذا الصندوق نموذجًا مثاليًا لنجاح صناديق الثروة السيادية، نظير التزامه بمعايير الحوكمة الرشيدة والسياسات الاستثمارية الحكيمة التي ساهمت في تحقيق إيرادات كبيرة خارج قطاع النفط والغاز تعتمد الجزائر على اقتصاد ريعي وهو ما يؤدي إلى ارتفاع درجة المخاطرة إذ أن تغير أسعار المحروقات في السوق العالمية عالية جدا مما قد يسبب صدمات خارجية تخل بالاقتصاد الوطني نظير الاعتماد المباشر على العوائد البترولية في تغطية احتياجاتها من جهة، ومن جهة أخرى نجد تهديد نزوب هذا المورد الطبيعي أو ما يعرف بظاهرة "المرض الهولندي" وكمحاولة لتفادي هذه الاختلالات أنشئت الجزائر صندوق ضبط الإيرادات الجزائري ليتولى مسؤولية إدارة الفوائض النفطية.

تعود تجربة الجزائر مع صناديق الثروة السيادية إلى سنة 2000 من خلال إنشاء صندوق ضبط الإيرادات الجزائري الذي يعتبر صندوق سيادي جزائري حسب تصنيف معهد صناديق الثروة السيادية، أنشئ هذا الصندوق بغية التسيير الأمثل للفوائض المالية الخارجة عن احتياجات الحكومة الجزائرية المترتبة عن ارتفاع سعر برميل النفط بالمقارنة مع السعر المرجعي المحدد في تقدير نفقات واحتياجات الدولة في موازاتها العامة.

بموجب المادة 10 من قانون المالية التكميلي لسنة 2000 والذي يعتبر القانون المؤسس لصندوق ضبط الإيرادات الجزائري تطرق المشرع إلى توضيح أهداف إنشاء هذا الصندوق، منها ما هو قصير المدى كاستخدام صندوق ضبط الإيرادات كأداة لتحقيق

الاستقرار الاقتصادي من خلال تقليل اللجوء إلى الاستدانة الخارجية والمساهمة في سداد الديون الخارجية المترتبة عن الحكومة و تمويل العجز الموازني، أما على المدى الطويل فنجد في جانب مصادر إيرادات الصندوق "العوائد المالية المحققة من ارتفاع أسعار البترول" والتي تعتبر فائض عن توقعات الحكومة في قوانين المالية لكل سنة، كما نجد أيضا "العوائد الأخرى المترتبة عن تشغيل الصندوق" والمقصود بها استثمار الأصول المالية التي يملكها هذا الصندوق بغرض خلق ثروة خارج المحروقات إلى أن واقع هذا الصندوق يقتصر على ضبط الإنفاق الحكومي دون تحقيق أي عوائد تذكر لغيابه التام على الصعيد الاستثماري محليا كان أو خارجيا.

من هذا المنطلق سنحاول في بحثنا هذا التطرق إلى أبرز وأنجع التجارب في مجال صناديق الثروة السيادية من خلال عرض دراسة تقييمية لأدائها الاستثماري ومدى التزامها بمعايير الحوكمة والشفافية وهيكلها التنظيمية كما سنسلط الضوء على تطورات أصول هذه الصناديق وتحليلها ومعرفة العوامل المؤثرة في ذلك ليتسنى لنا إبراز إمكانيات خلق تنوع في إيرادات الدول المالكة لصناديق الثروة السيادية خارج المحروقات من خلال محاولة تقييم تكلفة غياب صندوق ثروة سيادي جزائري مستثمر وفعال عن طريق استخدام أرصدة صندوق ضبط الإيرادات الجزائري في تكوين محفظة مالية محلية تستثمر داخل السوق الثانوي في بورصة الجزائر "مؤشر دزاير-اندكس" ، تزامنا مع إعادة بعث التداول من جديد خاصة مع إدراج مجموعة من المؤسسات العمومية الكبرى مثلة في بنوك عمومية ومؤسسات إنتاجية كبرى تنشط في قطاعات استراتيجية من جهة وإدراج الخزينة العمومية لسندات بمعدلات فائدة مخفضة على الاستثمار طويل المدى، بهدف خلق تنوع في إيرادات الدولة خارج العوائد النفطية.

كما سنحاول أيضا اقتراح إنشاء صندوق ثروة سيادي جزائري جديد يهدف إلى خلق الثروة من خلال الاستثمار والحفاظ على حق الأجيال القادمة في توزيع عادل لهذه الثروات القابلة للنضوب، بوضع هيكل تنظيمي محكم يتسم بشفافية عالية ومسائلة شعبية.

2-أهمية الموضوع:

تتجلى أهمية البحث في كونه يعالج موضوع بارز في البيئة الاقتصادية العالمية، حيث تضاربت الأفكار بين مختلف الباحثين حول آثار صناديق الثروة السيادية على اقتصاديات الدول المالكة لها، كونها الجهة التي تدير الفوائض النفطية التي تحقق من خلالها تنوع في الإيرادات وتساهم في خلق الثروة؛ وباعتبار الجزائر دولة تعتمد على الجباية البترولية في مواجهة النفقات الحكومية فإنها بحاجة ماسة إلى إيجاد بديل يساهم في تنوع الإيرادات لتجنب التغير المفاجئ لأسعار المحروقات في السوق العالمية وكذا نضوب هذا المورد الطبيعي خاصة بعد نفاذ رصيد صندوق ضبط الإيرادات الجزائري في العديد من السنوات الأخيرة الذي يمكن إعادة هيكلته من خلال اقتراح إنشاء صندوق سيادي جزائري يتماشى مع المعايير والضوابط التي تنظم تشغيل الصناديق السيادية في العالم.

3- أهداف البحث:

يهدف هذا الموضوع إلى تقييم تكلفة غياب صندوق سيادي جزائري من خلال الفرص المتاحة في السوق المالي الجزائري من خلال إنشاء محفظة استثمارية مالية تستثمر في بورصة الجزائر كما يهدف أيضا إلى اقتراح إنشاء صندوق ثروة سيادي من خلال إعادة هيكلة وتنظيم صندوق ضبط الإيرادات الجزائري بغية الاستغلال الأمثل للفوائض المالية من خلال الاستثمار قياسا على مجموعة من التجارب الرائدة في العالم في مجال صناديق الثروة السيادية.

4- الدراسات السابقة:

تطرق مجموعة من الباحثين إلى إثراء موضوع الصناديق السيادية من خلال الإسهامات الكبيرة في بحوثهم الأكاديمية التي يسعون من خلالها إظهار اثر هذه الصناديق على اقتصاديات الدول المالكة لها من خلال دراسة ابرز التجارب الدولية في هذا المجال، يمكن أن نذكر أبرز الدراسات فيما يلي:

-الدراسة الأولى: دراسة عبد المجيد قدي، مقال بعنوان "الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة" منشور بمجلة اقتصاديات شمال افريقيا سنة 2009، ركز الباحث على إبراز أهمية الصناديق السيادية في النظام المالي العالمي خاصة خلال الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 من خلال دراسة مواقف الدول الغربية كما تطرق لمصادر تمويل الصناديق وطرق تنميتها، حيث استخلص الدور الايجابي لصناديق السيادية في معالجة أزمة الرهن العقاري وذلك باستعمال موارد الصناديق كقروض لإنقاذ المؤسسات المالية من الإفلاس مما يساهم في الحد من هذه الأزمة.

-الدراسة الثانية: قريسي ياسين، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية بجامعة الجزائر 03 سنة 2017 بعنوان "تحويل الفوائض النفطية إلى محفظة مالية دولية في إطار صندوق سيادي، دراسة أهم التجارب الدولية خلال الفترة 2009-2014 مع إمكانية تطبيقها في الجزائر"، قام الباحث من خلالها بإبراز فعالية صناديق الثروة السيادية كآلية لتسيير احتياطات الصرف لبعض الدول المالكة لهذه الصناديق عن طريق إنشاء محفظة مالية دولية تستثمر في البورصات العالمية بغية التنوع في مداخل هذه الصناديق. تم استعمال نموذج VAR لدراسة أثر أسعار البترول على أصول هذه الصناديق ونموذج GARCH للتنبؤ بتقلبات المحفظة المالية، ثم إسقاط هذه التجارب على الجزائر من خلال إنشاء محفظة مالية باستخدام أرصدة صندوق ضبط الإيرادات الجزائري ليستخلص الباحث إلى إمكانية تحقيق عوائد من هذه المحفظة المالية المقترحة وبالتالي تحقيق تنوع اقتصادي.

-الدراسة الثالثة: قوتال ابتسام، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية بجامعة الجزائر 03، سنة 2018 بعنوان "فرص نجاح إقامة صندوق سيادي في الجزائر"، قامت الباحثة بعرض مختلف التجارب الدولية في ميدان الصناديق

السيادية ودراسة مدى أثرها على اقتصاديات الدول المالكة لها خلال الأزمة النفطية، ودرست متطلبات إنشاء صندوق ثروة سيادي جزائري في ظل المعطيات الاقتصادية للجزائر على خطى هذه التجارب الدولية يساهم في الإدارة المثلى للجباية البترولية. خلصت الدراسة إلى إمكانية إنشاء صندوق ثروة سيادي جزائري نظرا لاحتياطي الصرف الذي تحوزه الدولة واستثماره من خلال إنشاء محفظة مالية دولية تضمن حق الأجيال القادمة في الثروة.

الدراسة الرابعة: دراسة **caroline bertin delacour** كتاب بعنوان **les fonds souverains – ces nouveaux acteurs de l'economie mondiale** ألفه سنة 2009، تطرق فيه الكاتب الى الظهور العالمي للصناديق السيادية حيث يناقش كيف أصبحت هذه الكيانات أدوات مالية مؤثرة في الأسواق العالمية خصوصًا بعد الأزمات الاقتصادية من خلال الإجابة على بعض الأسئلة الجوهرية مثل من يملك هذه الصناديق، من يراقبها، هل يجب تشجيع تدخلها أم الحذر منها، كما يعرض في هذا الكتاب النقاشات حول شرعية هذه الصناديق، وتأثيرها على السيادة الاقتصادية للدول المستقبلة للاستثمارات من خلال تحليل دقيق لحوكمة نماذج متغيرة من النرويج إلى الصين، مرورًا بالخليج، يسلط الضوء على اختلاف الأهداف والاستراتيجيات حيث توصل الكاتب إلى كيفية تحول الصناديق السيادية إلى أدوات مالية ذات تأثير كبير في الاقتصاد العالمي، خاصة بعد الأزمات المالية، وذلك بسبب زيادة حجمها وتأثيرها في الأسواق، مع التركيز على دول مثل الصين الإمارات، والنرويج، الى أن الكتاب ركز على تجارب الدول الكبرى (النرويج، الصين، الخليج)، لكنه لا يتناول بعمق كيف يمكن للدول النامية مثل الجزائر أن تصمم صندوقًا سياديًا يتماشى مع اقتصادها الوطني.

الدراسة الخامسة: دراسة منجزة من طرف **khalida.alswellem ;angela commine ;malanrietveld ;katherin et weedie** بعنوان **"A Comparative Study of Sovereign Investor Models: Sovereign Fund Profiles"** إنتاج مشترك بين **harvard kennedy school** ومركز التنمية الدولية **BELFER**. قام الباحثون في هذه الدراسة بتحليل مقارنة لـ 15 صندوق ثروة سيادي عبر 12 دولة، باستخدام إطار تحليلي موحد من خلال تصنيف نماذج صناديق السيادية حسب الأهداف الحوكمة، تخصيص استثمار الأصول. توصلت نتائج الدراسة الى أنه لا يوجد نموذج واحد مثالي للصناديق السيادية لأنها تختلف أهدافها هيكلها، واستراتيجياتها حسب السياق الوطني. كما يجب على الدول أن تصمم صناديقها السيادية بناءً على أهدافها الوطنية، مع الالتزام بمبادئ الحوكمة الرشيدة، وتكييف النماذج العالمية مع واقعها المؤسسي والاقتصادي، إلا أن هذه الدراسة لا تتناول الواقع المؤسسي للدول ذات القدرات الإدارية المحدودة مثل الجزائر كما أنها لا تقدم نماذج قانونية أو تنظيمية قابلة للتطبيق مباشرة ولا تربط بين الصناديق السيادية والتحول الرقمي أو أهداف التنمية المستدامة.

-الدراسة السادسة: دراسة حبارك سمير أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية بجامعة الجزائر 03، سنة 2020 بعنوان، "تأثير الأزمات المالية المعاصرة على استراتيجيات صناديق الثروة السيادية دراسة حالة صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر"، تعرض الباحث إلى الأثر الذي لعبته الأزمات الاقتصادية العالمية في تغيير استراتيجيات استثمار صناديق الثروة السيادية، حيث توصل الباحث إلى أن جل صناديق الثروة السيادية قامت بإنشاء محافظ استثمارية من الأصول التقليدية غير الاستثمارات المباشرة بغية تحقيق عوائد كبيرة، كما خلصت الدراسة إلى أن الجزائر لا تستثمر الفوائض المالية الخارجة عن احتياجات الدولة ممثلة في أرصدة صندوق ضبط الإيرادات الجزائري الأمر الذي يبينه نفاذ رصيده في عدة سنوات جراء استخدامه في تمويل العجز الموازني للحكومة خلال تذبذب أسعار المحروقات. لم تقدم الدراسة اقتراحات لإنشاء صندوق ثروة سيادي جزائري كما أن الباحث لم يقيم الفرصة الضائعة من عدم استثمار هذه الأرصدة قياسا على تجارب بعض الدول.

-الدراسة السابعة: أوسعيد سمير، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية بجامعة الجزائر 03، سنة 2023 بعنوان "إمكانية التحول من صندوق استقرار إلى صندوق استثمار -حالة صندوق ضبط الإيرادات-" تطرق الباحث من خلالها إلى أهم القرارات الاستثمارية التي يمكن أن تتخذها إدارة صناديق الثروة السيادية وما يواجهها من تحديات، من خلال عرض أهم التجارب الرائدة للدول المالكة للصناديق السيادية حيث تم إسقاط هذه التجارب على الجزائر من خلال صندوق ضبط الإيرادات الجزائري، توصل الباحث في نتائجه إلى إمكانية تحقيق عائد من خلال تكوين محفظة مالية استثمارية في الأسواق المالية الأجنبية كما اثبت أن إدارة هذا الأخير لا تعكس نية الاستثمار كونه لا يخضع لنظام إداري كفيء وحوكمة رشيدة، الأمر الذي حفز الباحث على اقتراح صندوق سيادي جزائري فعال يملك استراتيجية استثمارية تخلق نوع من جديد من العوائد، إلا أن هذه الدراسة اهتمت بالأسواق المالية الأجنبية وأهملت الفرص المحلية من خلال الدخول إلى السوق المالي الجزائري والاستثمار فيه. أظهرت أغلب الدراسات الاهتمام بالجانب التنظيمي وإطار حوكمة صناديق الثروة السيادية في العالم ودراسة إمكانية إنشاء محفظة مالية استثمارية تستثمر في الأسواق المالية الأجنبية لكنها أهملت السوق المالي الجزائري دون مراعاة الخصوصيات الاقتصادية في الجزائر، كما افتقرت هذه الدراسات إلى وضع هيكل تنظيمي ينظم عمل صندوق سيادي جزائري مستقبلا . ومساهمة منا لرفع جودة هذا الموضوع ومن خلال الاستفادة من الأفكار المطروحة في الدراسات السابقة والمفارقة بين التنظير العلمي والتطبيق المحلي، سنحاول تقييم تكلفة غياب صندوق ثروة سيادي جزائري من خلال إنشاء محفظة مالية استثمارية تستثمر في السوق المالي الجزائري، واقتراح إنشاء صندوق ثروة سيادي جزائري بهيكل تنظيمي قابل للتنفيذ.

5- إشكالية البحث:

كيف يمكن تقييم تكلفة غياب صندوق ثروة سيادي في الجزائر، في ظل الاعتماد الكبير على عائدات المحروقات وتذبذب أسعارها؟

6- الأسئلة الفرعية:

- 1- هل يؤثر غياب صندوق ثروة سيادي في تسيير إيرادات الدولة في الجزائر؟
- 2- هل تساهم صناديق الثروة السيادية في خلق الثروة وتنويع مصادر الدخل للدول المالكة لها؟
- 3- هل يمكننا تقييم تكلفة الفرصة الضائعة من غياب صندوق ثروة سيادي في الجزائر من خلال الفرص المتاحة في السوق المالي الجزائري؟
- 4- هل يمكن إنشاء صندوق ثروة سيادي جزائري في ظل المعطيات الاقتصادية الحالية؟

7- الفرضيات:

- 1- يساهم صندوق ضبط الإيرادات الجزائري بطريقة مباشرة وغير مباشرة في تسيير الفوائض من إيرادات الحكومة المترتبة عن الجباية البترولية؛
- 2- تساهم صناديق الثروة السيادية في تحقيق تنويع اقتصادي للدول المالكة لها كما أنها تحقق نوع من الأمان في الحفاظ على ثروة الأجيال القادمة؛
- 3- يمكن تقييم تكلفة الفرصة الضائعة من غياب صندوق سيادي جزائري من خلال الفرص المتاحة في السوق المالي الجزائري واستثمار أرصدة صندوق ضبط الإيرادات الجزائري في بورصة الجزائر والتدخل في السوق الثانوي أين يتم تداول أسهم الشركات المدرجة في البورصة وسندات الخزينة العمومية المدرجة؛
- 4- لا يمكن للجزائر إنشاء صندوق ثروة سيادي لعدم وجود فرص استثمارية متاحة في الاقتصاد الوطني، خاصة مع المعطيات الاقتصادية الحالية؛

8 - دوافع اختيار الموضوع:

- يندرج هذا الموضوع ضمن طبيعة التخصص في العلوم الاقتصادية "مالية وبنوك"؛
- إعطاء نظرة استشرافية للقائمين على صندوق ضبط الإيرادات الجزائري كمحاولة لإيجاد آلية تضمن الاستغلال الأمثل لإدارة الفوائض المالية المحققة من الجباية البترولية؛

- اقتراح إنشاء صندوق سيادي يهتم بمستقبل الأجيال القادمة كآلية للتحوط ضد أخطار تقلبات أسعار النفط ونضوب هذا المورد الطبيعي؛

- زيادة التحصيل المعرفي والمقروئية لموضوع صناديق الثروة السيادية إضافة إلى الدراسات السابقة؛

9- منهج الدراسة:

بغية الإجابة عن الإشكالية والأسئلة الفرعية المتعلقة بالموضوع، ارتأينا استخدام المنهج المقارن والذي يقارن الجزائر بدول مثل النرويج والامارات العربية المتحدة وكندا التي تمتلك صناديق ثروة سيادية، والمنهج الوصفي في الجانب النظري لصناديق الثروة السيادية لمعرفة المفاهيم والتعريفات المرتبطة بموضوعنا، بالإضافة إلى المنهج التحليلي الذي استخدم في تقديم البيانات المختلفة المتعلقة بالدراسة التقييمية لبعض صناديق الثروة السيادية كتجارب دولية، وأيضا في دراسة معطيات الاقتصاد الوطني من خلال تقييم إمكانية استثمار صندوق ضبط الإيرادات الجزائري في بورصة الجزائر.

10- خطة البحث:

للإجابة على إشكالية البحث، تم تقسيم البحث إلى ثلاثة فصول:

الفصل الأول يعد تأصيل نظري لصناديق الثروة السيادية من خلال المفاهيم والتعريفات المرتبطة بموضوعنا حتى يتسنى توظيفها فيما بعد ضمن السياق المناسب لها، قسمنا هذا الفصل بدوره الى ثلاثة مباحث تناولنا في المبحث الأول ماهية الصناديق السيادية وخصائصها أما المبحث الثاني جاء لضبط الأطر التنظيمية لهذه الصناديق وفي المبحث الثالث تطرقنا لمعايير حوكمة الصناديق من خلال مجموعة من المؤشرات تعنى بحوكمة صناديق الثروة السيادية .

أما الفصل الثاني سنقوم بدراسة تقييمية لبعض صناديق الثروة السيادية الحديثة قمنا باختيار مجموعة من الصناديق السيادية لدول عربية كالإمارات العربية المتحدة من خلال صندوق مبادلة (MUBADALA) ومؤسسة دبي للاستثمارات الحكومية (ICD) وصندوق التقاعد النرويجي (GPF) ممثلا عن التجربة الأوروبية وشركة إدارة الاستثمارات "الألبرتا" بكندا « AIMCo » ممثلا عن الصناديق السيادية لأمریکا الشمالية، باعتبارها صناديق سيادية حديثة وغنية وتعتبر من بين الصناديق الأكبر في العالم من حيث إدارة حجم أصول وكذلك باعتبارها صناديق تعتمد على العائدات النفطية كمورد رئيسي لها ، كان ذلك من خلال تقييم الأداء الاستثماري لهذه الصناديق المذكورة

في الفصل الثالث، وبعد تقديم صندوق ضبط الإيرادات الجزائري ومعرفة استخداماته الحقيقية في الاقتصاد الوطني، سنقوم بمحاولة تقييم تكلفة غياب صندوق ثروة سيادي جزائري من خلال تقييم الفرصة الضائعة من عدم استثمار صندوق ضبط الإيرادات

الجزائري باعتباره صندوق سيادي في الفرص الاستثمارية المتاحة في السوق المالي الجزائري في مؤشر البورصة الجزائرية "دزاير- اندكس" أولا وفي سندات الخزينة العمومية المدرجة في السوق المالي الثانوي ثانيا، وهذا لمعرفة مدى تأثير غياب صندوق ثروة سيادي جزائري على تسيير إيرادات الدولة خاصة والاقتصاد الوطني عامة، كما سنحاول اقتراح إنشاء صندوق ثروة سيادي يعنى بحماية ثروة الأجيال القادمة اقترحنا تسميه: "رأس مال مستقبل الجزائر (AFC)"

11- صعوبات الدراسة:

خلال إعدادنا لهذه الدراسة واجهتنا جملة من الصعوبات يمكن حصرها فيما يلي:

- قلة المعطيات خاصة المالية منها ؛
- صعوبة الإفصاح المباشر عن الاستراتيجيات الاستثمارية المتبعة من قبل صناديق الثروة السيادية قيد الدراسة والاكتفاء بالتلميح فقط من قبل القائمين على الهيئات الاستثمارية؛
- غياب الشفافية التامة حول القوائم المالية لصناديق الثروة السيادية؛
- تضارب المعطيات المالية فيما يخص صندوق ضبط الإيرادات الجزائري؛
- عدم تقدير متخذي القرار في تسيير أرصدة صندوق ضبط الإيرادات الجزائري للأبحاث العلمية السابقة واقتراحات الحلول في هذا المجال؛

12- الإطار الزمني والمكاني:

فيما يخص الإطار المكاني تم التطرق في هاته الدراسة إلى مجموعة من النماذج الناجحة لصناديق الثروة السيادية تمثلت في صندوق مبادلة ومؤسسة دبي للاستثمارات الحكومية ممثلين لصناديق الثروة السيادية العربية بدولة الإمارات العربية المتحدة وصندوق المعاشات الحكومي العالمي النرويجي ممثلا للنموذج الأوروبي ومؤسسة ألبرتا لإدارة الاستثمارات بكندا عن التجربة الحديثة لدول أمريكا الشمالية، من خلال دراسة تقييمية لأداء هذه الصناديق كما قمنا بدراسة حالة صندوق ضبط الإيرادات الجزائري. أما الإطار الزمني لهذا البحث فقد تم الاهتمام بالسنوات الأخيرة بالاعتماد على التقارير السنوية لهذه الصناديق انطلاقا من سنة 2018 إلى 2023 في الدراسة التقييمية التي تم فيها عرض أهم المعطيات المالية للصناديق الأربعة كون هذه الفترة عرفت أزمة كوفيد 19 التي كان لها اثر كبير على الاقتصاد العالمي لإظهار مدى مساهمة صناديق الثروة السيادية في التصدي لمثل هذه الأزمات وتوفير الحلول المالية للدول المالكة لها، كما تطرقنا أيضا إلى دراسة حالة صندوق ضبط الإيرادات الجزائري منذ سنة 2019 في محاولة منا لتقييم تكلفة غيابه عن الاستثمار مع تقديم نظرة استشرافية للسنوات القادمة آفاق 2038.

الفصل الأول

التأصيل النظري لصناديق الثروة

السيادية

تمهيد:

إن ما تحققه الدول من فوائض سواء في رصيد ميزانها التجاري جراء التعامل مع العالم الخارجي، أو عن فوائض من تقديرات الموازنة العامة للدولة، أي فوائض عن الاحتياجات التمويلية للاقتصاد، جاءت فكرة إنشاء صناديق ثروة سيادية لإدارة تلك الفوائض واستثمارها لمواجهة تقلبات أسعار النفط، خاصة في الدول النفطية وإيجاد حلول استثمارية من خلال الاستغلال الأمثل للعوائد النفطية والفوائض المالية، خاصة في مراحل ارتفاع أسعار النفط.

ولتبيان مدى الأهمية الاقتصادية التي تكتسبها الصناديق السيادية للدول المالكة لها، وتوضيح واقع هذه الصناديق سيتم التطرق إلى المحاور التي نراها ضرورية لهذا الفصل، حيث قسم الفصل إلى ثلاثة مباحث، المبحث الأول يتطرق لإعطاء نظرة واسعة عن الصناديق السيادية مبرزاً لأهم خصائصها، أما المبحث الثاني فيخصص لإظهار الإطار التنظيمي لصناديق الثروة السيادية، والمبحث الثالث سيدرس جانب حوكمة صناديق الثروة السيادية.

المبحث الأول: ماهية وخصائص صناديق الثروة السيادية.

تعد صناديق الثروة السيادية من بين الأدوات المالية الهامة التي تعتمد عليها الدول لإدارة فائض الموارد الوطنية وتحقيق الاستقرار الاقتصادي على المدى البعيد، وتتميز هذه الصناديق بخصائص متعددة، أبرزها تنوع الأصول، القدرة على الاستثمار طويل الأجل، والمساهمة في دعم التنمية الاقتصادية والاجتماعية، وفي هذا المبحث، سنتناول ماهية صناديق الثروة السيادية وخصائصها الرئيسية لتكوين رؤية واضحة حول دورها وأهميتها في اقتصاديات الدول المالكة لها.

المطلب الأول: ماهية صناديق الثروة السيادية

تعتبر صناديق الثروة السيادية آلية من آليات الدول في إدارة الادخار والاستثمار منذ القديم حيث يعود أول ظهور لها إلى منتصف القرن العشرين، حيث تختلف من حيث النشأة والحيز الجغرافي إلى أنه لم يستخدم وصف ثابت لها ذلك، بينما يوجد اختلاف حول مفهوم هذه الصناديق.

الفرع الأول: تعريف و نشأة صناديق الثروة السيادية و نشأتها.

1/تعريف صناديق الثروة السيادية: إن تنوع الأصول التي تندرج تحت صناديق الثروة السيادية واختلافها أدى إلى إيجاد صعوبة في توحيد مصطلح هذه الصناديق لذا تعددت التعاريف التي تطرقت إلى موضوع الصناديق السيادية بين باحثين و هيئات ومنظمات دولية، وعليه يمكن ذكر أهم هذه التعاريف فيما يلي:

أولاً: تعريف الباحثين: إن الوقوف على تعريف الباحثين لهذا المصطلح يعد خطوة أساسية لفهمه، لذا نعرض فيما يلي أهم التعريفات.

➤ **تعريف جيلي ميرسون Gille Morisson :** يعرفها على أنها تلك الصناديق التي تنشئها الحكومة وتتصرف في فوائضها بالعملة الوطنية والأجنبية، لأهداف مختلفة أهمها دفع معاشات التقاعد والادخار للأجيال القادمة. (Morisson, 2008, pp. 2-3).

➤ **تعريف ايدوين ترومان Edwin.M truman:** هو باحث في "معهد بيترسون للاقتصاد الدولي" بواشنطن، يعرفها على أنها أصول مالية محلية وأجنبية تديرها الحكومة لتحقيق عوائد مالية واقتصادية.. (Truman, 2008, p. 01)

➤ **تعريف كالري لويري KaLry lowery:** وهو نائب رئيس الشؤون الدولية، يعتبرها آلية من آليات الاستثمار التي توظفها الحكومة لتبادل الممتلكات الأجنبية خارج الاحتياطات الرسمية. (Stephen Jen, 2007, p. 07).

➤ **تعريف محمد العريان:** يعرفها على أنها شركة ذات استثمارات طويلة المدى تابعة للدولة، وهي من الشركات الاستثمارية المهيأة للتنقل بين الأسواق المالية العالمية. (العريان، 2010، صفحة 44).

ثانياً: **تعريف الهيئات و المنظمات الدولية:** سنخصص هذا الجزء لتقديم تعاريف للهيئات والمنظمات الدولية باعتبارها فاعلاً رئيسياً في الساحة العالمية.

➤ **تعريف صندوق النقد الدولي (IMF):** يعرفها على أنها عبارة عن صناديق استثمار لأغراض خاصة تعود ملكيتها للحكومة، و تخدم أهداف اقتصادية كلية من خلال استراتيجيات استثمارية في إدارة وتوظيف الأصول المالية الأجنبية لتحقيق العوائد. (Sovereign Wealth Funds, 2008, pp. 5-6).

➤ **تعريف منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD):**

تعتبرها وسائل للاستثمار مملوكة للحكومة، يتم تمويلها من موجودات العملة الأجنبية، أو من عوائد الموارد الطبيعية بشكل مستقل عن الاحتياطات الرسمية للحكومة. (منيف ع.، 2009، صفحة 14).

➤ **تعريف معهد صناديق الثروة السيادية:** إنها صناديق استثمارية تملكها الحكومات تتكون مواردها من أصول مالية ناتجة عن فوائض في ميزان المدفوعات أو فوائض عن الموازنة العامة للدولة، أو عمليات الاستثمار خارج الاحتياطات القانونية والشركات الاستثمارية الحكومية وصناديق التقاعد (حكيم، 2019، صفحة 93).

➤ **تعريف البنك الألماني (DEUTSCHE BANK):** يعرفها البنك الألماني على أنها صناديق استثمارية حكومية تملكها الدولة، يتم تمويلها من خلال احتياطي الصرف الأجنبي، بهدف تحقيق التنمية الاقتصادية وكذا مجموعة من الأهداف كاستقرار الميزانية العامة للدولة والادخار للأجيال القادمة. (Kern, 2008, p. 02).

➤ **تعريف معهد ماكينزي الدولي (McKinsey Global Institute):** يعتبرها صناديق مموله من طرف البنوك المركزية، بغرض تعظيم العوائد ضمن معدلات مخاطرة محددة (منيف م.، صناديق الثروة السيادية و دورها في ادارة الفوائض النفطية، 2009، صفحة 63).

على ضوء التعريفات السابقة يتضح أنه لا يوجد تعريف شامل ودقيق لصناديق الثروة السيادية لاختلاف مصادر تمويل هذه الصناديق، فمنها من يتم تمويلها من خلال العوائد على البترول كحالة الدول العربية النفطية، ومنها من يأتي من فائض ميزان المدفوعات كالصين وغيرها.

لهذا يمكن تعريف صناديق الثروة السيادية على أنها هيئات استثمارية تعود ملكيتها للدولة، وتقوم بإدارة الفوائض المالية الناتجة عن ميزان المدفوعات وفوائض في الموازنة العامة للدولة وعمليات الخوصصة، وتتكون أصولها المالية أساساً من احتياطات الصرف حيث يمكن أن تكون هذه الأصول على شكل أدوات مالية مختلفة كالأسهم و السندات. تتم إدارة هذه الأصول المالية بصفة مستقلة على السياسات النقدية والبنوك المركزية، حسب استراتيجيات وأهداف محددة مسبقاً بغرض تحقيق عوائد اقتصادية كلية كتحقيق الاستقرار المالي والتنمية المستدامة والعدالة بين الأجيال.

2/نبذة تاريخية عن نشأة صناديق الثروة السيادية:

جاءت فكرة إنشاء الصناديق السيادية لأول مرة منذ القرن الرابع عشر في شبه الجزيرة الإيطالية، حيث كانت تسمى بالصناديق الخاصة لدى نقابات الضرائب التجارية، وكانت مهمتها تسديد الديون العامة في تلك المدن، تليها بريطانيا في القرن الثامن عشر بفكرة الصندوق، وكانت مهمته كذلك القضاء على الديون الوطنية، يتم تمويله من فائض الموازنة العامة للدولة، لكنه لم يكن مستقلاً عن الخزينة في إدارة رصيده. (واثق، 2016، صفحة 06).

كما جاءت فكرة استثمار فوائض العوائد المالية عام 1847 مع القيصر الروسي، حيث قام استثمار 50 مليون فرنك روسي بفرنسا على غرار تحقيق روسيا فوائض مالية جراء عمليات تصدير القمح إلى فرنسا. (قريسي، 2017، صفحة 37).

عام 1953 عرف أول ظهور لصندوق ثروة سيادي بشكله الحالي في دولة الكويت، والذي يعود لهيئة الاستثمار الكويتية « **KAI** » **Kuwait Investment Authority** الذي تقوم حكومة الكويت بتحويل 10% من عوائد البترول إليه سنوياً، ثم انتشرت هذه الظاهرة في عدة بلدان مثل الولايات المتحدة الأمريكية، بتأسيس الصندوق السيادي لولاية تكساس سنة 1954 وصندوق أرخبيل كيريباتي Kiribati سنة 1956 يليه صندوق نيومكسيكو سنة 1958، بعده في كندا من خلال صندوق كيبيك سنة 1965، وفي سنة 1974 تم تأسيس صندوق ويومينغ Wyoming وتيماسك Temasek في سنغافورة وعرفت سنة 1976 إنشاء جهاز أبو ظبي للاستثمار. (رضا، 2008، صفحة 138).

عرفت فترة الثمانينات إنشاء العديد من الصناديق السيادية كالصندوق الاحتياطي العام لدولة عمان سنة 1980، كما قامت سنغافورة بإنشاء مؤسسة الاستثمار السنغافورية **GIC** سنة 1981.

وشهدت الفترة نفسها عودة الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1985 بصندوق الأabama Alabama ولويسيانا في 1986، وتعرف صناديق هذه الفترة 1953-1986 بصناديق الجيل الأول.

ثم جاءت فترة الجيل الثاني في التسعينيات التي عرفت نشأة صندوق المعاشات الحكومي النرويجي GPFG سنة 1990، تليها ماليزيا سنة 1993، بإنشاء صندوقها المعروف بـ: **KNB** "Khazanah Nasional Berhad" والصين في السنة نفسها بصندوقها

-hongkong- Monetary authority investment portfolio" و (SAFE) سنة 1997، ثم أنشئت إيران صندوق الاستقرار النفطي سنة 1999.

كما ظهرت صناديق الثروة السيادية للجيل الثالث في الفترة الممتدة خلال 2000-2014، حيث تم إنشاء العديد من صناديق الثروة السيادية في هذه الفترة بسبب زيادة الفوائض المالية لعدة دول وتكوين أرصدة من احتياطات العملة الأجنبية، وارتفاع أسعار البترول، مما أدى بالدول النفطية، وفي مقدمتها العربية بإنشاء صناديق سيادية لإدارة هذه الفوائض المالية، على غرار محاولة الجزائر سنة 2000، من خلال صندوق ضبط الإيرادات (FRR) وصندوق المعاشات الأيرلندي سنة (NPRF) 2001، وشركة مبادلة للتنمية الدولية بدولة الإمارات Mubadala سنة 2002، وفي سنة 2003.

أيضا أنشأت نيوزيلندا صندوقها « newzeland super annuation fund »، ثم صندوق المستقبل الأسترالي سنة 2004 ونجد سنة 2005 شركة الاستثمار الحكومية لكوريا الجنوبية (KIC)، وجهاز قطر للاستثمار (QIA)، وفي سنة 2006 نجد المؤسسة الليبية للاستثمار (LIA)، والإمارات العربية ب: « investment corporation of Dubai » (ICD) وصندوق ممتلكات البحرين وفي سنة 2007 نجد الصين بـ (CIC) "china investment corporation"، وفي سنة 2008 و 2009 أنشأت السعودية صندوق الاستثمار العام، وأنشأت البرازيل « sovereing fund of brazil » (رفيقة، 2016، صفحة 44).

الفرع الثاني: خصائص صناديق الثروة السيادية:

تتميز صناديق الثروة السيادية بعدة خصائص تجعلها أداة متميزة و فاعلة في إدارة أصولها، ونذكر منها:

➤ **الملكية:** من خلال تسميتها فهي تملك طابع السيادة أي ملكية للحكومة، بمعنى ملكية عامة لجميع أفراد المجتمع في أقطار هذه الدولة. (فرحات، 2017، صفحة 120)؛

➤ **مصادر التمويل:** تتم عملية تمويل صناديق الثروة السيادية من خلال فوائض مالية خارج احتياطات الدولة، ففي حالة فائض في ميزان المدفوعات أو فوائض في الموازنة العامة للدولة، يتم تحويل هذه الأرصدة إلى صناديق الثروة السيادية. (ماهر، 1996، صفحة 256)؛

➤ **صناديق الدول ذات الفائض المالي:** صناديق الثروة السيادية تمتلكها فقط الدول التي لديها فوائض مالية، سواء في ميزانها التجاري أو عوائد نفطية في حال صناديق الثروة السيادية العربية. (مسيفة، 2020، الصفحات 11-12)؛

➤ **التنوع في الأهداف:** تختلف أهداف صناديق الثروة السيادية من صندوق لآخر، إذ الأهداف حسب الاستراتيجيات المسطرة لتحقيق أهداف اقتصادية كلية محددة مسبقا من طرف الحكومة المالكة لها. (شنوف، 2019، صفحة 97)؛

➤ **التنوع في المحفظة المالية:** تنوع المحفظة المالية لصناديق الثروة السيادية من حيث فئات الأصول المالية. (حكيم، 2019، صفحة 97)؛

➤ **النطاق الاستثماري:** لا تستثمر صناديق الثروة السيادية أصولها المالية في سوق محدد بل على نطاق واسع، حيث يمكن أن تستثمر أصول مالية محليا أو في الخارج، وهذا يرجع إلى الأهداف والاستراتيجيات الاستثمارية المحددة مسبقا من طرف الحكومة المالكة لهذه الصناديق. (فرحات، 2017، صفحة 120)؛

المطلب الثاني : دوافع وأهمية إنشاء صناديق الثروة السيادية:

تسعى الدول إلى إنشاء صناديق الثروة السيادية لتحقيق أهداف استراتيجية اقتصادية ومالية متعددة، سواء لتأمين الموارد الوطنية أو لتعزيز الاستثمارات طويلة الأجل، وتنبع دوافع إنشاء هذه الصناديق من الرغبة في تحقيق استقرار اقتصادي و تنوع مصادر الدخل، وحماية الاقتصاد من تقلبات الأسواق خاصة سوق المحروقات وفي هذا المطلب سنتناول أبرز دوافع وأهمية إنشاء صناديق الثروة السيادية ودورها في دعم التنمية المستدامة.

الفرع الأول : دوافع إنشاء صناديق الثروة السيادية:

إن الغاية من إنشاء صناديق الثروة السيادية تعود إلى عدة دوافع وأسباب تكون حسب الظروف الاقتصادية للدول المالكة لهذه الصناديق والاستراتيجيات المسطرة من قبل الحكومة لتحقيق عوائد مالية واقتصادية من خلال الاستثمار، يمكن إبراز أهم الدوافع فيما يلي:

➤ **إدارة الأصول المالية الناتجة عن فوائض في ميزان المدفوعات أو فوائض عن الموازنة العامة للدولة والقدرة على استيعاب الادخار من خلال إيجاد سياسة استثمارية طويلة المدى، وهذا لعدم قدرة الدول توظيف هذه الفوائض بطريقة آنية أو على المدى القصير، فكلما زادت هذه الفوائض زادت الحاجة إلى لإنشاء صندوق ثروة سيادي؛**

➤ **إن الفوائض المالية الناتجة عن الثروات الطبيعية قد يكون لها انعكاسات سلبية على اقتصاد الدولة المالكة للصناديق السيادية "المرض الهولندي"، لهذا وجب عليها إنشاء صناديق تقوم بادخار هذه الفوائض من خلال استثمارها للتصدي لهذا المرض.** (سليمان و رشيد، 2015، صفحة 07)؛

➤ **المكانة الدبلوماسية التي تحققها الدول المستقبلية لاستثمارات صناديق الثروة السيادية، جراء الدخول للأسواق المالية لتطوير تحالفات الأعمال.** (حكيم، 2019، صفحة 74)؛

- المخاطر المتعلقة بتقلب معدلات الفائدة وسعر الصرف يجبر الدول على تنويع استخدام هذه الأصول المالية كأسلوب من أساليب التحوط و التقليل من المخاطر، وهذا من خلال إنشاء صناديق ثروة سيادية مهمتها استثمار الفوائض المالية.
- الاستثمارات التي تقوم بها الدول المالكة لصناديق الثروة السيادية في الدول المتقدمة تمكنها من كسب خبرات وإمكانية نقل التكنولوجيا المتطورة إلى بلدانها. (Reisen, 2008, p. 27) ؛
- التخوف من نفاذ المورد الطبيعي يستدعي وجود أصول دخل أخرى تعوض هذا النفاذ، ليتمكن الجيل القادم من استغلال هذا المورد، وهو ما يعرف بمصطلح تحقيق العدالة بين الأجيال، فعمر المورد الطبيعي القصير يحفز الدولة على الادخار عكس المورد الذي يكون عمره طويل، وهو الفكرة من إنشاء صندوق ثروة سيادي لاستثمار عوائد هذه الموارد القابلة للنفاذ. (سليمان و رشيد، 2015، صفحة 07)؛

الفرع الثاني : أهمية صناديق الثروة السيادية:

- تتجلى أهمية صناديق الثروة السيادية في مجالات كثيرة، نذكر منها ما يلي:
- تحقيق العدالة بين الأجيال، حيث تساعد على ضمان المساواة بين الأجيال من خلال استثمار الفوائض المالية لتحقيق عوائد اقتصادية تمكن الأجيال القادمة من استغلالها؛
- تساعد صناديق الثروة السيادية على تنويع مصادر الناتج المحلي الإجمالي من خلال الاستثمار في أصول مالية غير مرتبطة بالمواد الأولية؛
- تلعب صناديق الثروة السيادية دورا كبيرا في الاستقرار الاقتصادي للبلدان المالكة لها من خلال وجود بديل عن انخفاض أسعار المواد الأولية، حيث يسمح الصندوق السيادي بتوفير مداخيل سنوية خارج احتياطات الدولة، وتعمل على تغطية الصدمات الاقتصادية، مثل تمويل العجز في ميزانية الدولة. (مسيفة، 2020، صفحة 05)؛
- تحقيق عوائد أكبر من التركيز على احتياطات النقد الأجنبي. (الدراسات، 2013، صفحة 02)؛
- تسعى صناديق الثروة السيادية إلى تحقيق تنمية اقتصادية من تخصيص موارد لمشاريع اقتصادية طويلة الأجل ذات أهمية. . (Aoun, 2015, p. 08)؛

المطلب الثالث: أهداف وأنواع صناديق الثروة السيادية.

تلعب صناديق الثروة السيادية دوراً استراتيجياً في إدارة الموارد المالية للدول، خاصة تلك التي تعتمد على صادرات الموارد الطبيعية ويقتضي ذلك توجيه هذه الموارد نحو تحقيق أهداف اقتصادية ومالية طويلة الأمد وفي هذا الإطار تتباين أهداف هذه الصناديق بحسب طبيعة كل دولة وسياساتها الاقتصادية، كما تختلف أنواعها وفقاً لطرق إدارتها وأوجه توظيفها.

أولاً: أهداف صناديق الثروة السيادية:

تختلف أهداف صناديق الثروة السيادية باختلاف الغاية من إنشائها، وتتفق جميعاً على هدف مشترك يتمثل في الحفاظ على ثروة الأجيال القادمة من خلال العمل على نقل الثروة للمستقبل و قد تجتمع هذه الأهداف في الصندوق نفسه، ومع مرور الوقت تختلف عن الغاية الأولى من إنشاء الصندوق، وتمثل أهداف صناديق الثروة السيادية فيما يلي:

أ. تحقيق الاستقرار الاقتصادي:

تسعى صناديق الثروة السيادية إلى التصدي لتقلبات أسعار المواد الأساسية، التي تكون غالباً إيراداتها من صادرات هذه المواد التي تتسم بتقلبات حادة في أسعارها لاسيما أسعار النفط، مما يجعل مداخيل الدول المصدرة لهذه المواد غير منتظمة وبالتالي تكون ميزانيتها غير متوازنة بين النفقات الثابتة والمداخيل الغير منتظمة، ويطلق على هذه الصناديق مصطلح (صناديق الاستقرار).

تلعب صناديق الاستقرار دوراً مهماً في حماية الاستقرار الاقتصادي ضد تقلبات أسعار المواد الأساسية، خاصة النفط حيث تقوم بتوظيف الإيرادات التي تحققها هذه التي يتم تحقيقها عندما تكون الأسعار مرتفعة من خلال استثمارها بأشكال مختلفة وتحقيق عوائد مالية، حتى يتسنى لهذه الصناديق القدرة على مواجهة انخفاض أسعار هذه المواد وتغطية احتياجات الدولة المالكة لها وهذا هو هدفها الأول نذكر على سبيل المثال الهيئة العامة للاستثمار الكويتية (KIA) وصندوق الاحتياطي الروسي، وصندوق النفط لتحقيق الاستقرار في المكسيك ويتم تمويل هذه صناديق الاستقرار عادة من العائدات التي تتجاوز السعر المرجعي للمواد الخام. (delacour, 2009).

ومع ظهور صناديق الجيل الثالث مع بداية سنة 2002 أطلق عليها اسم صناديق النفط، حيث شهدت هذه الفترة ارتفاع كبير في أسعار النفط (الطفرة النفطية الثالثة)، الأمر الذي أدى إلى تحقيق إيرادات كبيرة من صادرات النفط، الأمر الذي حفز الدول النفطية على إنشاء صناديق تهدف إلى التأمين الذاتي من التذبذبات في أسعار النفط وكذا التقليل من الإنفاق الحكومي. (مهران، 2007، الصفحات 23-24).

ولتجنب آثار انخفاض أسعار البترول وحالة عدم التأكد اتبعت البلدان النفطية سياسات مختلفة لإنشاء صناديق لاستقرار العائد من النفط (OIL STABILIZATION FUNDS) الذي يختلف عملها وأهدافها والغاية من إنشائها من بلد لآخر، أو اتخاذ أسعار متدنية للنفط في تقديرات الميزانية العامة للدولة (السعر المرجعي).

من بين 31 دولة نفطية توجد 21 دولة لديها صناديق تهدف إلى استقرار العائدات على البترول، و من بين 27 صندوق تم استعراضه 09 منها تمثل غرضها استقرار العائدات، و10 منها لاستقرار العائدات وأغراض أخرى فيما 16 صندوق منها أنشئت بعد 1995 حسب في دراسة أجراها صندوق النقد الدولي سنة 2008، ومن بين هذه الصناديق التي استعرضتها الدراسة نجد أغلبها ينتمي إلى بلدان الخليج مثل "صندوق احتياطي المشاريع الاستراتيجية في البحرين" و"صندوق الاحتياطي العام في الكويت" وفي قطر نجد "صندوق استقرار العائدات" (منيف ع.، 2009، صفحة 249)..

تهدف هذه الصناديق إلى المساهمة في تحقيق الاستقرار الاقتصادي الكلي، من خلال استقرار الإنفاق الحكومي عن طريق التنبؤ بتدفق الإيرادات النفطية ذات الأسعار المتقلبة وتحويلها إلى ميزانية الدولة وزيادة الشفافية في إدارة هذه العوائد النفطية وتبني السياسات المالية المتبعة.

ولبناء هذه الصناديق تعتمد الدول عدة طرق، فمنها من يقوم بالإيداع فيه عند ارتفاع أسعار البترول فوق مستوى محدد -السعر المرجعي- (يحدد من طرف السلطات التنفيذية أو التشريعية)، أو بتحديد نسبة معينة من إيرادات السنة الجارية لإيداعها فيه، أما السحب من تلك الصناديق فهو متعدد الأشكال، أيضا فمنها ما يكون عند انخفاض أسعار البترول عن تقديرات الميزانية (عكس عملية الإيداع)، أو باستثمار تلك ودائع تلك الصناديق سواء في الداخل أو الخارج أو كلاهما معا (سليمان ز.، 2012، الصفحات 27-28).

لاحظ مجموعة من الباحثين من خلال دراسة أجريت في صندوق النقد الدولي تم فيها استعراض عدة تجارب لصناديق الاستقرار النفطية أن وجود تلك الصناديق لا يساهم في الانضباط المالي ولا يساهم في تجنب صدمات تقلبات أسعار البترول، وكتجربة ناجحة مثل صندوق تقاعد النرويج لا يعود النجاح في وجود صندوق بل إلى الانضباط المالي والشفافية واتساح السياسة المالية والنقدية، حيث ينظر باحثون إلى الصناديق السيادية على أنها أداة للاستقرار المالي وليست أداة للاستقرار الاقتصادي الكلي، حيث رجحوا نجاح صندوق الشيلي (لاستقرار النحاس) لقدرته على تقليص الارتباط بين العائد من الموارد الطبيعية والإنفاق الحكومي كما ساعدت هذه الصناديق في كل من أذربيجان وكازاخستان على فصل الأموال العائدة عن النفط على القرارات الخاصة بالضرائب، وساهمت في زيادة الإنفاق الحكومي في القطاعات خارج النفط وعن الأداء الاقتصادي في آسيا ودول الشرق الأوسط

وقد ساهمت الصناديق السيادية في تحسين إدارة العوائد من النفط وعززت الانضباط المالي. (منيف ع.، 2009، صفحة 250).

وفي دراسة أخرى أجراها صندوق النقد الدولي لـ 09 دول نفطية تملك صناديق استقرار لعائدات النفط مقارنة بدول أخرى نفطية، ولكنها لا تملك صناديق مستقلة لإدارة المالية العامة اتضح أن وجود الصناديق له دور مهم في استقرار الاقتصاد الكلي وكذا زيادة الانضباط المالي وإدارة مثلى لعائدات النفط وكمثال لذلك نذكر الصندوق الروسي، الذي هدفه الأساسي هو حماية الاقتصاد من تذبذب العوائد كما أشرنا إليه سابقاً. (رضا، 2008، الصفحات 31-32).

عموماً الدول التي تملك صناديق استقرار العائدات النفطية، ليست بغنى عن إلزامية وجود قواعد للانضباط المالي ودرجة عالية من الشفافية والمساءلة في الإدارة المالية لهذه العوائد، ولنجاح هدف تحقيق الاستقرار المالي والانضباط المالي لهذه الصناديق يعتمد على عدة معايير أبرزها:

➤ درجة المرونة بين السحب والإيداع والاستثمار لهذه الصناديق؛

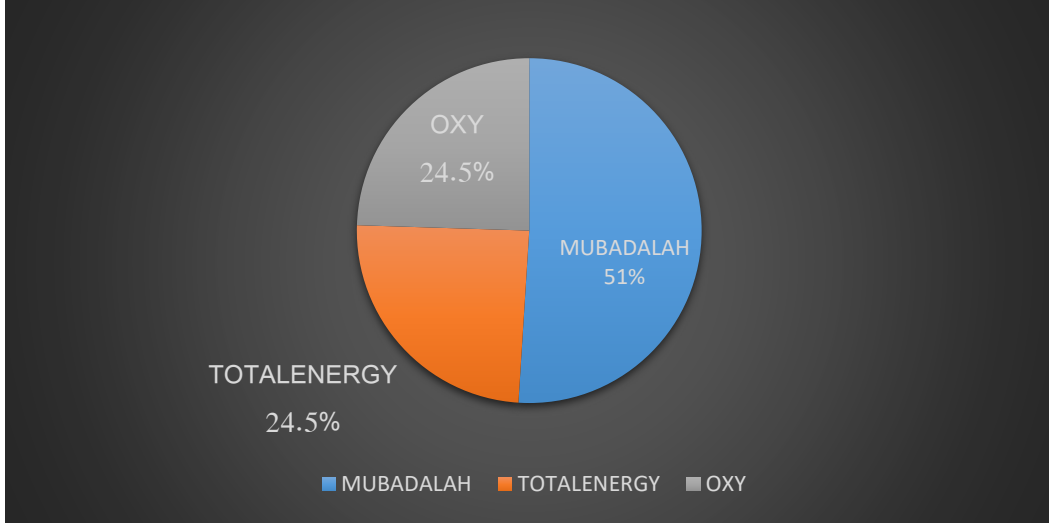
➤ درجة الارتباط والتنسيق بين ما تقوم به هذه الصناديق والسياسة المالية العامة للدولة؛

ب. تنويع الاقتصاد:

إن مسألة التنويع الاقتصادي تعتبر من أصعب المسائل المالية صعوبة وتعتبر هاجس لمخططات التنمية لدى الدول المعتمدة في اقتصادها على إنتاج النفط وتصديره، حيث تكمن الصعوبة لمرحلة ما بعد نضوب المورد الطبيعي (النفط) بصفة طبيعية أو تقنية لتطور المصادر البديلة له، لذا تهدف أغلب الدول النفطية إلى تنويع مصادر الدخل الحكومي بتطوير قطاعات خارج النفط لتحقيق إيرادات غير نفطية، وهو مثال حال دول الخليج أين يعتمد الناتج المحلي الإجمالي من 40% إلى 60% على قطاع المحروقات ويغطي نفس المصدر قرابة 90% من الإنفاق الحكومي، و كطريقة لتصحيح هذا الوضع اعتمدت هذه الدول طريقتين لتصحيح المسار الاقتصادي، أما من خلال تنمية القطاعات الإنتاجية والخدماتية بتطوير البنية الأساسية لها من خلال القيام بتخصيص جزء من العوائد النفطية لذلك. (منيف و اخرون، 2009، صفحة 251).

فيما تسعى بعض الصناديق السيادية في سياق التنويع الاقتصادي إلى المشاركة الاستراتيجية من خلال حيازة أسهم لعقارات مملوكة للدولة أو شركات كبرى، مما يمكنها من تمويل البنية التحتية للدولة و الشركات الاستثمارية الكبرى، فعلى سبيل المثال نذكر شركة مبادلة للتنمية Mubalah في أبو ظبي من التي قامت بشراء 51% من أسهم شركة دولفين للطاقة "dolphin energy" سنة 2002 (dolphinenergy)، وهيئة الاستثمار القطرية (QAI) ومؤسسة دبي للاستثمار (ICD).

الشكل 1-1 (الشركات المساهمة في شركة دولفين للطاقة)



المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على www.dolphinenergy.com يوم: 2024/04/21.

ج. تمويل معاشات التقاعد:

أنشأت هذه الصناديق لالتزام بدفع المعاشات التعاقدية في المستقبل ومواجهة حالة عجز الدولة عن ذلك بسبب تزايد النمو الديمغرافي، فيمكن استغلال هذه الاحتياطات المالية من خلال استثمارها للاستفادة منها في حالة الاحتياج لها، وعلى عكس صناديق المعاشات التعاقدية فإن صناديق الثروة السيادية لا تربطها أي التزامات واضحة لدفع معاشات المتقاعدين، لأنها لا تمول من اشتراكات العمال أو المؤسسات بل توفر نوع من الأمان المالي من خلال توزيع عادل للثروات على الأجيال بهدف تمكين الدولة من تغطية احتياجات المستقبل لظروف استثنائية. (delacour, 2009، الصفحات 36-37).

د. الأداء الأمثل:

كما ذكرنا سابقا فقد عرف صندوق النقد الدولي صناديق الثروة السيادية على أنها صناديق تعنى بتعظيم العائد من الاحتياطات الأجنبية - يتم إنشائها لتحسين أداء إدارة الاحتياطي الأجنبي من العملات-. إن السياسة النقدية لأي إدارة أسعار الصرف، ولأي بلد تعتمد على احتياطات النقد الأجنبي، حيث تقوم البنوك المركزية بالتحكم باحتياطات الدولة وإدارتها وإدارة مثلى وبعناية كبيرة لتحقيق العائد على المدى القصير (يجب أن تغطي على الأقل ثلاثة أشهر من واردات أو الديون القصيرة الأجل للدولة). (سليمان ز.، 2012، الصفحات 32-33).

هـ. الادخار للأجيال القادمة (صندوق الادخار):

تنشأ الدول هذه الصناديق من العوائد على الموارد الطبيعية غير المتجددة (تتميز بالنضوب) من خلال تكوين مدخرات للأجيال القادمة، كطريقة لتحقيق العدالة بين الأجيال خشية استنزاف هذه الموارد، من خلال تحويل هذه الأصول الغير قابلة للتجديد من الموارد الطبيعية إلى أصول مالية دائمة وتخصيصها لمدخرات الأجيال القادمة أي -ثروة اليوم لبناء الغد- ومثالا على هذه الصناديق نجد الكويت وقطر والنرويج وهيئة استثمار أبو ظبي، وتختلف أهداف هذه الصناديق فمنها من يهدف لادخار جزء من إيرادات الدولة على الموارد الطبيعية للمستقبل ومنها من يهدف إلى استقرار العائدات، يتم انشاء هذا النوع من الصناديق لعدة اعتبارات نذكر منها : (سليمان ز.، 2012، الصفحات 30-31)

- **النضوب:** وهنا تتضح الحاجة إلى إيجاد أصول أخرى لتحقيق عائدات للأجيال القادمة (Intergenerational Equity) والتي تعوض نضوب المورد الطبيعي واستغلال عائداته، لذا نجد البلدان التي لا تملك احتياطات كبيرة للموارد الطبيعية هي التي تملك أكبر حافز لإنشاء صناديق الادخار؛
- **الطاقة الاستيعابية للاقتصاد الوطني وإمكانية تنويع قاعدته:** وهذا يعني أن حجم الاقتصاد له علاقة بالقدرة على تنويع قاعدته، فمثلا البلدان التي عدد سكانها قليل واقتصادها صغير، ليس لديها القدرة على تنويع اقتصادي عكس البلدان الكبرى، ويعتمد ذلك أيضا على السياسات الاقتصادية المتبعة من طرف الدولة؛
- **ارتفاع الأموال المخصصة لتحقيق الاستقرار:** إن تزايد نسبة فوائض السيولة في القطاع العام للبلدان النفطية أدى إلى توجيه هذه الفوائض إلى صناديق الادخار للأجيال القادمة؛

و. الأغراض السياسية :

يتم إنشاء صناديق الثروة السيادية لتحقيق الاستقرار للحد من تقلب الإيرادات الحكومية، لمواجهة الآثار السلبية لدورات الازدهار والكساد على الإنفاق الحكومي والاقتصاد الوطني للصناديق السيادية للادخار، تعمل على بناء مدخرات للأجيال القادمة وقد تكون أسباب أخرى لإنشاء صناديق الثروة السيادية اقتصادية أو استراتيجية، مثل صناديق الحرب في الأوقات المضطربة على سبيل المثال، قامت هيئة الاستثمار الكويتية خلال حرب الخليج بإدارة فائض الاحتياطات فوق المستوى المطلوب لاحتياطات العملة (على الرغم من أن العديد من البنوك المركزية تفعل ذلك الآن)، كما قد تتدخل السياسية في القرارات الاستثمارية.

ثانيا : أنواع صناديق الثروة السيادية:

تتعدد أنواع صناديق الثروة السيادية حسب عدة معايير نذكر منها:

أ/أنواع صناديق الثروة السيادية وفقا لهدفها الأساسي:

تختلف أسباب إنشاء الصناديق السيادية من حكومة لأخرى حسب الأهداف المسطرة من قبلها والتي تسعى إليه حيث ميزها صندوق النقد الدولي كالاتي: (www.swfinstitute.org, 2024).

➤ **صناديق الاستقرار "Stabilization funds"**: تنشئها الدول للحفاظ على لاستقرار الاقتصادي والتصدي لأزمات تذبذب أسعار البترول من خلال تكوين فوائض مالية في فترة ارتفاع العوائد عن الصادرات؛

➤ **صناديق الادخار "savings funds"**: تنشئها الدول الغنية عادة بالموارد الطبيعية بسبب قابلية هذه الموارد للنفاد، من خلال إنشاء صناديق سيادية تعنى بتوفير جزء من هذه الموارد للمستقبل وإمكانية استثمارها على المدى البعيد تحقيقا للعدالة بين الأجيال، ويطلق عليها أيضا اسم (صناديق الأجيال)؛

➤ **صناديق استثمار الاحتياطات "réserve invest corporations"**: على خلفية الأزمة الآسيوية سنة 1997 (تغير الطلب على الاحتياطات الدولية)، يعد الاحتفاظ بالاحتياطات مكلفا، وتظهر هذه التكلفة في الفرق بين ما تضيعه من عوائد عند استثمار هذه الاحتياطات وما تدفعه الدول مقابل الإصدار النقدي، لهذا يعد الاستثمار في احتياطات الدولة وسيلة لخفض تكاليف الاحتفاظ بالاحتياطات وتحقيق عوائد مالية؛

➤ **صناديق التنمية "National development funds"**: يتم توظيف موارد صناديق التنمية في تمويل مشاريع اقتصادية واجتماعية ذات أولوية قصوى للدولة كمشاريع البنى التحتية؛

➤ **صناديق التقاعد "National pension reserves funds"**: هي صناديق تعنى بدفع معاشات المتقاعدين في حالات خاصة وظروف استثنائية تطرأ على الميزانية العامة للدولة؛

ب/أنواع صناديق الثروة السيادية وفقا لمجال عملها:

نجد ثلاثة أنواع من صناديق الثروة السيادية حسب مجال عملها على النحو الآتي: (وسيلة و كزير، 2017، صفحة 335).

➤ **صناديق ثروة سيادية محلية**: هي صناديق سيادية يكون مجال استثمارها داخل الحكومة المنشأة لها، وتعمل على الاستثمار في الاقتصاد الوطني بهدف تحقيق الاستقرار وزيادة الناتج المحلي الإجمالي، مثل صندوق الاستقرار في روسيا.

- **صناديق ثروة سيادية دولية:** تقوم بأنشطة ادخارية واستثمارية خارج الوطن لكي تتجنب التداخل بين الاستثمار الحكومي والاستثمار الخاص، مثل هيئة أبو ظبي للاستثمار؛
 - **صناديق ثروة سيادية مختلطة:** تقوم بالاستثمار والادخار في المجالين الحكومي والخاص وداخل وخارج الوطن معا؛
السيادية وهي: (سليمان، 2014، صفحة 06)؛
 - **صناديق ثروة سيادية حكومية:** هي صناديق سيادية تملكها الحكومة (تديرها الحكومة) غير مستقلة في قراراتها ولا تخضع لأي سلطة رقابية مستقلة أو مساءلة مثل صندوق ضبط الإيرادات الجزائري؛
 - **صناديق ثروة سيادية مستقلة نسبيا:** عكس الصناديق السيادية الحكومية فهي تتمتع باستقلالية نسبية عن الحكومة (تديرها الحكومة والبنك المركزي)، وتخضع للرقابة المستقلة والمسائلة عن طريق السلطات التشريعية في البلاد وكذلك المواطنين، مثل صندوق النفط النرويجي؛
- د/أنواع صناديق الثروة السيادية حسب مواردها:**
- تتنوع مصادر أصول الصناديق السيادية حسب إيرادات الدول المالكة لها، يمكن ذكرها فيما يلي: (العقرب، 2014، صفحة 118).
 - **الصناديق الممولة بعوائد المواد الأولية:** تكون مواردها أساسا من عائدات صادرات المواد الأولية خصوصا المحروقات وذلك لارتفاع الأسعار في فترات مما يؤدي إلى زيادة إيرادات الدول بشكل يفوق احتياجاتها، الأمر الذي حفز بعضها على إنشاء صناديق سيادية بغرض إدارة واستثمار هذه الفوائض؛
 - **الصناديق الممولة بفوائض المدفوعات الجارية:** إن ارتفاع احتياطات الصرف في بعض الدول أدى إلى إنشاء صناديق لاستثمار هذه الفوائض وتوظيفها عوض تركها كاحتياطات لدى البنوك المركزية، وهذا راجع إلى زيادة قيمة الصادرات مقارنة بالواردات لارتفاع تنافسية صادراتها، حيث نتج عنه ارتفاع في مواردها من الفوائض في الميزان التجاري؛
 - **الصناديق الممولة بعوائد الخوصصة:** إن عمليات الخوصصة التي تقوم بها بعض الدول بغرض منح الخواص دورا فعالا في الاقتصاد الوطني، أدى إلى تحقيق عوائد ضخمة، وباعتبار أن المؤسسات المخصصة هي ملك للدولة فإن هذه العوائد ملك لجميع الأجيال من جهة، ومن جهة أخرى خوف الدولة من التوسع في الإنفاق العمومي وعدم القدرة على استيعاب هذه العوائد مما يؤدي إلى حالة التضخم، جاءت فكرة إنشاء صناديق ثروة سيادية تدير هذه العوائد وتحقق العدالة بين الأجيال؛
 - **الصناديق الممولة بفوائض الميزانية:** هناك صناديق يتم إنشائها من خلال فوائض في الميزانية العامة للدولة، أي في حال أن الإيرادات المحصلة فاقت النفقات، الأمر الذي يحفز بعض الدول إلى إنشاء صناديق تدير هذه الفوائض التي لا تدخل في احتياجات التمويل واستثمارها لخلق عوائد أخرى. (قدي، 2009، صفحة 03)؛

الفصل الأول: التأصيل النظري لصناديق الثروة السيادية

الجدول 1.1: أكبر 10 صناديق ثروة سيادية في العالم، نشأتها ومصدر و قيمة أصولها إلى سنة 2023

الوحدة: مليار دولار

الدولة	اسم الصندوق	قيمة الأصول	سنة الإنشاء	مصدر الأصول
النرويج	صندوق التقاعد النرويجي GPF	1 375	1990	النفط
الصين	مؤسسة الاستثمار الصينية CIC	1 351	2007	غير سلعية (عملة أجنبية)
الصين	SAFE investment company	1 034	1997	غير سلعية (احتياطات الصرف)
الإمارات العربية المتحدة	جهاز أبو ظبي للاستثمار ADIA	993	1976	النفط
الكويت	الهيئة العامة للاستثمار	801	1953	النفط
سنغافورة	شركة حكومة سنغافورة للاستثمار GIC	769	1981	غير سلعية (فوائض الميزانية)
المملكة العربية السعودية	صندوق الاستثمارات العامة	700	2008	النفط
قطر	جهاز قطر للاستثمار	450	2005	النفط
سنغافورة	تيماسيك القابضة	417	1974	تجارة
الإمارات العربية المتحدة	مؤسسة دبي للاستثمارات ICD	301.5	2006	النفط

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الموقع www.swfinstitute.org يوم: (31/12/2024)

على الساعة: 13:45 و الموقع <https://www.statista.com>. يوم: (2024/12/31)، على الساعة 14:03.

المبحث الثاني: الإطار التنظيمي لصناديق الثروة السيادية.

إن ما تقوم به صناديق الثروة السيادية من نشاطات وما لها من أثر في النظام المالي العالمي، حث الكثير من الباحثين على الاهتمام بها من خلال القيام بالكثير من الدراسات من عدة جوانب، التي تبين الجوانب التاريخية لها ومعرفة ماهية هذه الصناديق وكذا خصائصها وأهدافها، ومن بين هذه الجوانب نجد الجانب القانوني للصناديق السيادية التي تبين الأطر القانونية والتنظيمية وكذا الرقابية على هذه الصناديق.

وتجدر الإشارة على أنه تتميز صناديق الثروة السيادية عن نظيرتها من المؤسسات والهيئات الحكومية من حيث الأطر القانونية التي تتميز بالاستقلالية وأهدافها من حيث إدارة الأصول المالية للصناديق.

المطلب الأول: الأسس القانونية التنظيمية والتأسيسية للصناديق الثروة السيادية:

في هذا المطلب سنتطرق إلى الأسس القانونية والتنظيمية والتأسيسية لصناديق الثروة السيادية، وذلك من خلال إبراز الإطار القانوني الذي ينظم إنشاءها وتسييرها، ثم بيان الجوانب التنظيمية التي تحدد آليات عملها وإدارتها، إضافة إلى الأسس التأسيسية التي توضح الأهداف الاستراتيجية التي تسعى الدول من خلالها إلى تحقيق الاستقرار الاقتصادي وتنويع مصادر الدخل وحماية الثروات الوطنية.

➤ المصادر القانونية لتأسيس صناديق الثروة السيادية:

تختلف مصادر وأسس القواعد القانونية المنظمة لتأسيس الصناديق السيادية من بلد لآخر حيث تستند هذه القواعد إلى تشريعات محددة، وتختلف الصناديق السيادية أيضا من حيث الشخصية القانونية فمنها من تملك هذه الشخصية، ومنها من يفقدها كون أن هذه الصناديق تنشأ وفق قانون أساسي محدد أو كشركة تنطوي تحت قانون الشركات، وتكون على هذه الأخيرة سلطة رقابية تتمثل في وزارة المالية غالبا ويتولى البنك المركزي إدارة موارد هذه الصناديق. (الدولي، 2007، صفحة 10).

يتم عادة تأسيس الصناديق السيادية بقواعد قانونية مستمدة من قانون المالية أو لوائح البنك المركزي أو من دستور الدولة بصفة مباشرة في حالات قليلة، وتجدر الإشارة إلى أن معظم الدول المالكة تفتقد لمثل قانوني يتصدر التنظيم ويوجه صناديق الثروة السيادية. (delacour, 2009, p. 22)،

ويمكن توضيح الاختلاف في الهياكل التنظيمية والرقابية لهذه الصناديق وفق الأسس والمصادر القانونية التي تم من خلالها تأسيس هذه الصناديق كما هو مبين في الجدول أدناه:

جدول 1 - 2: المصادر والأسس القانونية المؤسسة لصناديق الثروة السيادية

النسب من صناديق الثروة السيادية	المصادر والأسس القانونية المؤسسة لصناديق الثروة السيادية
40%	قانون تأسيسي
22%	قانون المالية
15%	الدستور
15%	قانون الشركات
08%	قوانين وأنظمة أخرى

المصدر: (حكيم، 2019، صفحة 87).

من خلال الجدول أعلاه رقم (01-02) نلاحظ أن الأسس القانونية المؤسسة لصناديق الثروة السيادية مستمدة من خمسة مصادر رئيسية أبرزها القوانين الأساسية التي جاءت في المرتبة الأولى بنسبة 41% من صناديق الثروة السيادية تم تأسيسها بقوانين أساسية، تليها قوانين المالية بنسبة 22% من إجمالي الصناديق السيادية المنشأة بهذا المصدر. وجاء كل من الدستور وقانون الشركات في المرتبة الثالثة مناصفة بنسبة 15% من إجمالي الصناديق السيادية التي تأسست وفق هذين الشكلين، وفي الشكل الخامس والأخير نجد القوانين والأنظمة الأخرى التي تأسس بموجبها 08% من إجمالي صناديق الثروة السيادية.

➤ الإطار القانوني لصناديق الثروة السيادية:

يتبع الإطار القانوني لصناديق الثروة السيادية واحدة من المصادر المذكورة سابقاً، و يمكن تفريق ثلاث أنواع في تحديد الإطار والشكل القانوني لصناديق الثروة السيادية حسب التبعية لكل صندوق وفق الشكل القانوني المؤسس له والتي يمكن توضيحها كما يلي: (شنوف، 2019، صفحة 88).

النوع الأول: يتم تصنيف النوع الأول على أنه ذلك النوع من صناديق الثروة السيادية التي تم تأسيسها بقانون تأسيسي محدد يحكمها وتتمتع بهوية قانونية منفصلة، مع القدرة الكاملة للتصرف فيه نجد ذلك في الصناديق السيادية لدولة قطر والإمارات وكوريا وكذلك الكويت.

النوع الثاني: يتم تصنيف النوع الثاني على أنه ذلك النوع من صناديق الثروة السيادية تم تأسيسها وفق القوانين التي تحكمها قوانين الشركات العامة وقوانين أخرى، حيث تأخذ هذه الصناديق شكل شركة مملوكة للدولة ونجد مثالا لذلك في دولة سنغافورة والصين.

النوع الثالث: يتم تصنيف النوع الثاني على أنه ذلك النوع من صناديق الثروة السيادية التي تشكل من طرف مجموعة من الأصول، تعود ملكيتها للدولة أو البنك المركزي للدولة المالكة لهذا الصندوق، ويتم تحديد القواعد المنظمة لمحافظة الأصول من خلال التشريعات، ونجد هذا النوع في صندوق التقاعد النرويجي وكذلك الشيلي وكندا. ويمكن أيضا أن نميز نوعين من صناديق الثروة السيادية حسب الشخصية المعنوية والاستقلالية وفق القوانين المنظمة لها على النحو التالي. (حسين ص.، 2022، صفحة 36).

➤ الصناديق السيادية التي تمتلك شخصية معنوية:

إن الصناديق السيادية التي تمتلك شخصية معنوية تتمتع باستقلالية مالية حيث تميزها قوانين تنظيمية خاصة بها، كالتالي ينظمها قانون الشركات أو قوانين خاصة أخرى، وتكون إدارتها مستقلة عن المؤسسات والسلطات الحكومية من خلال مجلس إدارة يتم تعيين أعضائه من طرف وزير المالية أو رئيس الحكومة ويجب أن يتمتع رئيس مجلس الإدارة بكفاءة عالية مشهود وخبرة في مجال إدارة المال والاستثمارات.

➤ الصناديق السيادية التي لا تمتلك شخصية معنوية:

إن الصناديق السيادية التي لا تمتلك شخصية معنوية لا تتمتع باستقلالية مالية، بحكم أنها لا تحكمها قواعد قانونية محددة بل تكون تحت إشراف البنك المركزي أو وزارة المالية للدولة المالكة لها لتولي تسييرها وإدارة أصولها المالية.

المطلب الثاني إدارة صناديق الثروة السيادية ودور مدراءها الماليين:

في هذا المطلب سنتناول كيفية إدارة صناديق الثروة السيادية والهيكلة الإداري المكلف بتسييرها، مع التركيز على دور المديرين الماليين الذين يمثلون العمود الفقري في ضمان حسن استثمار الأصول وتحقيق أهداف الصندوق. كما سنستعرض المسؤوليات الرئيسية لهؤلاء المديرين في التخطيط الاستراتيجي، واتخاذ القرارات الاستثمارية، وضمن الالتزام بمعايير الحوكمة والشفافية، بما يساهم في استدامة الثروة الوطنية وتنويع مصادر الدخل بعيداً عن الاعتماد على الموارد التقليدية.

1. إدارة صناديق الثروة السيادية: (جلوي و راتول، ادارة صناديق الثروة السيادية في الدول العربية، واقع و افاق، 2015، صفحة 16).

تعتمد صناديق الثروة السيادية في إدارتها على كفاءة إطاراتها الداخليين، كما يمكن أيضا الاعتماد على كفاءات خارج منظومة هذه الصناديق، وعليه نميز نوعين من أشكال إدارة هذه الصناديق إلى إدارة داخلية وإدارة خارجية:

➤ إدارة داخلية: تعتمد صناديق الثروة السيادية في هذا النوع من الإدارة على كفاءاتها البشرية الداخلية، أي التابعة لها في

تسيير وإدارة الأصول المالية.

➤ **إدارة خارجية:** تعتمد صناديق الثروة السيادية في هذا النوع من الإدارة في تسيير إدارة أصولها المالية على كفاءات ومهارات مسيرين خارجيين، غير تابعين منتمين للصندوق في غالب الأحيان ينتمون لهيئات مالية عالمية، مثل البنوك أو مؤسسات الاستثمار العالمية التابعة لدول متطورة سابقة في مجال تسيير وإدارة صناديق الثروة السيادية ومعرفتها في إدارة المخاطر المتعلقة باستثمارات الأصول في الأسواق المالية العالمية، بغية تحقيق أكبر عائد ممكن، ونظير هذه الخدمات تدفع صناديق الثروة رسوم تكون حسب بنود الاتفاق وطبيعة الاستثمار.

2. دور المدراء الماليين:

يمكن أن نميز جانبين من دور المدراء الماليين، في الأول دور المدراء الماليين للصندوق السيادي، وفي الجانب الثاني دور المدراء الماليين في الدول المستقبلية لاستثمارات صندوق الثروة السيادي على النحو التالي: (سلوم، 2009، الصفحات 14-15).

أ. دور المدراء الماليين للصناديق السيادية:

يلعب المدراء الماليين في إدارة صناديق الثروة السيادية دورا جوهريا في وضع الخطط والاستراتيجيات الاستثمارية وإدارة الأصول المالية، باعتبارهم هم القائمين على جميع مستويات الصناديق ويتضح دورهم في مجالات كثيرة نذكر منها:

- اختيار مواطن استثمارات أموال صناديق الثروة السيادية من بين العديد من الدول؛
 - اختيار قطاع الاستثمار التي يرونها ملائمة سواء في القطاع الحكومي أو الخاص، حيث يكون هذا القطاع من بين القطاعات الرائدة في الوطن الذي تم اختياره؛
 - اختيار الشركاء الذين تتم مشاركتهم في الاستثمارات أو المشاريع المراد تمويلها؛
- وتتم الاختيارات وفق النجاعة الاقتصادية لما يتم تحقيقه من عوائد مالية كبيرة ودرجة المخاطر لكل مشروع لكون المدراء الماليين هم من يضعون استراتيجية الاستثمار لهذه الصناديق كاختيار الدولة والمشاريع وقطاعات الاستثمار والشركات الناجحة في هذه الاستثمارات واتخاذها كشريك.

ب. دور المدراء الماليين في الدول المستقبلية لاستثمارات صندوق الثروة السيادي :

وينقسم هذا الدور إلى قسمين هما:

- القائمين على الإدارة المالية للحكومات المستقبلية لاستثمارات صناديق الثروة السيادية كوزراء المالية أو الاقتصاد ويتمحور دورهم الرئيسي في تقديم الفرص الاستثمارية ذات العائد العالي للمدراء الماليين لصناديق الثروة السيادية المستثمرة.

➤ يمكن أن يلعب المدراء الماليون للشركات الخاصة دورا كبيرا في عرض مشاريعهم الاستثمارية، التي يرونها ذات عوائد مالية كبيرة للمدراء الماليين لصناديق الثروة السيادية، بغرض مشاركتهم فيها من خلال استثمار أموالهم كطريقة منهم لإيجاد مصادر تمويلية لمشاريعهم، وغالبا ما تكون هذه الشركات عاملية وذات صيت عالي في مجال الأعمال.

المطلب الثالث: التحصيل الجبائي والتدقيق المحاسبي لصناديق الثروة السيادية.

في هذا المطلب سنسلط الضوء على أهمية التحصيل الجبائي للصناديق السيادية ودوره في ضمان تأمين الموارد المالية بشكل منتظم وفعال، كما سنتناول دور التدقيق المحاسبي في متابعة الأصول والاستثمارات لضمان الشفافية والمساءلة، وتقييم مدى التزام الصندوق بالسياسات المالية والاستثمارية المعتمدة، بما يساهم في تعزيز الاستقرار الاقتصادي وحماية الثروة الوطنية.

1. التحصيل الجبائي :

تتغير عمليات التحصيل الجبائي من بلد لآخر، ويرجع ذلك لطبيعة ونوع الاتفاقيات المبرمة بين الدول المالكة لصناديق الثروة السيادية، مع الدول المستقبلية لاستثمارات صناديق الثروة السيادية، حيث تحدد هذه الاتفاقيات طرق وكيفية التحصيل الجبائي ويجب الأخذ بالحسبان تمتع هذه الصناديق بالشخصية المعنوية من عدمها، وكذا الاستقلالية المالية لهاته الصناديق، فمثال ذلك نجد أن بعض الدول وكطريقة منها لتشجيع الاستثمار في بلدها تعفي الصناديق المستثمرة بها من الضرائب، مثل الدولة الفرنسية فيما لا يمكن أن نجد هذه الإعفاءات في دول أخرى (بوفليخ و طرشي، دور صناديق الثروة السيادية في ادارة العوائد النفطية -صندوق الثروة السيادي النرويجي نموذجاً-، 2017، الصفحات 06-07).

إن التنوع في الأصول المالية لصناديق الثروة السيادية وكذا تنوع استثماراتها في مختلف القطاعات الاقتصادية، أدى إلى توسع النشاطات والاستراتيجيات الاستثمارية لهذه الصناديق أدى إلى تبيان أن صناديق الثروة السيادية غير ملزمة بدفع الضرائب والرسوم على أنشطتها الاستثمارية لغياب نصوص قانونية واضحة محددة لهذا المجال، يعود ذلك لعدة عوامل نذكر منها: (الملا، 2022، الصفحات 08-09).

- تقوم بعض الدول بمنح إعفاءات من الضرائب كطريقة لجذب استثمارات صناديق الثروة السيادية؛
- العلاقات الدولية في مجال الاقتصاد والسياسة بطبيعتها تؤثر على الدول المالكة لصناديق الثروة السيادية والدول المستقبلية لاستثمارات هذه الصناديق؛
- الاتفاقيات المبرمة بين الدول المالكة لصناديق الثروة السيادية و الدول المستقبلية لاستثماراتها؛
- منع الازدواجية في عملية التحصيل الجبائي بين الدول المالكة والدول المستقبلية لاستثمارات صناديق الثروة السيادية؛
- غياب الشفافية حول نوع وطبيعة النشاطات الاقتصادية التي تقوم بها صناديق الثروة السيادية؛

2. المراجعة والتدقيق المحاسبي :

تعتبر صناديق الثروة السيادية صناديق استثمار تعود ملكيتها للدولة بهدف إدارة مواردها على المدى الطويل، لتحقيق أهداف اقتصادية محددة باستراتيجيات استثمارية، وتختلف مصادر تمويل هذه الصناديق فمنها من هو ممول بعوائد النفط ومنها من فوائض في الميزان التجاري وغيرها من مصادر دخل للعملة الأجنبية، وتتكون أصول هذه الصناديق أيضا من أدوات مالية مختلفة على غرار الأسهم والسندات وأدوات مالية أخرى كالذهب وغيرها. (حسنين ص.، 2022، الصفحات 09-10).

وللقيام بعمليات التدقيق المحاسبي يستدعي هذا شفافية المعلومات والبيانات المتعلقة بصناديق الثروة السيادية ومجالات وطبيعة استثماراتها واستراتيجيات الاستثمار المتبعة في ذلك، وكيفية إدارة الموارد المالية لهذه الصناديق، ووضع قوائم بأسماء الشركات المتعاقد معها أو التي تمتلك الصناديق حصصا فيها، والإفصاح أيضا عن العوائد المحققة من عمليات الاستثمار مقارنة بما تم التخطيط له، مع ذكر العوامل المتاحة والأدوات المستعملة في تحقيق هذه العوائد، وكذلك الإفصاح عن إجمالي النفقات والتكاليف المتعلقة بإدارة أصول الصندوق، كل هذا في تقرير سنوي مفصل يقدمه مدير الصندوق.

أما بالنسبة للتدقيق المحاسبي فإنه يختلف حسب اختلاف الطبيعة القانونية لصندوق الثروة السيادي فنجد في الصناديق التي تمتلك شخصية معنوية واستقلالية مالية، أنها تستخدم التدقيق الداخلي والخارجي، ويكون التدقيق الداخلي عادة من خلال إدارة في الصندوق تعنى بالمراجعة والتدقيق الخارجي، يكون من خلال سلطة مستقلة عن الصندوق كوزارة المالية أو البنك المركزي أو أي جهة أخرى مؤهلة لذلك، أما بالنسبة لصناديق الثروة السيادية التي لا تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلالية المالية تكون عملية التدقيق المحاسبي فيها كأي حساب من حسابات الدولة وعادة ما يتم المصادقة عليها في البرلمان، وقد تلجأ الدولة المالكة لهذا الصندوق إلى تدقيق من طرف هيئة دولية مختصة في المجال. (السبتي وكزير، 2017، الصفحات 04-05).

المبحث الثالث: حوكمة صناديق الثروة السيادية ومؤشرات قياس أدائها.

إن عدم التزام صناديق الثروة السيادية بتطبيق معايير الحوكمة المتعارف عليها دولياً ونقص المعلومات حول نشاطات هذه الصناديق بسبب تدني درجات الإفصاح لديها، أدى ببعض الهيئات والمنظمات العالمية إلى القيام ببحوث علمية تعنى بتنظيم استثمارات صناديق الثروة السيادية، بغرض المحافظة على الاستقرار المالي الدولي من خلال تقليل المخاطر المتعلقة بهذه الاستثمارات، وفي هذا السياق قامت مجموعة العمل الدولية (IWG) سنة 2008 بإصدار مبادئ "ستياغو"، وإصدار مؤشرات لقياس أداء صناديق الثروة السيادية من طرف معهد صناديق الثروة السيادية.

المطلب الأول: ماهية الحوكمة :

تعرف الحوكمة بمعناها الواسع على أنها تأطير العلاقات بين مدراء الشركات ومجالس الإدارة وحملة الأسهم، وكذا أصحاب المصالح ووضع هيكل يحدد أهداف وطبيعة ونوع الأدوات المتاحة، لتحقيق هذه الأهداف مع رقابة النتائج المتحصل عليها. (ضويفي، 2023، صفحة 06).

1. مفهوم الحوكمة:

تختلف تعاريف الحوكمة باختلاف جهات الباحثين الذين درسوا هذا الموضوع، وكذلك الهيئات والمنظمات وعليه يمكن أن نجد تعاريف مختلفة نذكر منها ما يلي :

➤ **تعريف منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) :** عرفت على أنها طريقة لتنظيم وتوجيه رقابة الأعمال، ويتم من خلالها تحديد الهيكل الذي يوزع المسؤوليات والواجبات بين الفاعلين في الشركة من خلال وضع قواعد قانونية وأحكام، التي يتم من خلالها رسم أهداف الشركة و تحديد الوسائل اللازمة لتحقيق هذه الأهداف، مع الأخذ بعين الاعتبار الجانب الرقابي على أداء الشركة. (مخلف، 2009، صفحة 09).

➤ **عرفها البنك الدولي:** أنها رقابة موارد المؤسسة من خلال ممارسة السلطة السياسية من أجل التنمية الاقتصادية والاجتماعية. (SANTISO, 2001, p. 05).

➤ **مؤسسة التمويل الدولية :** عرفت الحوكمة أنها عبارة عن نظام يتم من خلاله التحكم في أعمال الشركات وإدارتها. (بسام، 2014، صفحة 04).

➤ عرّفها "Gilles Paquet": على أنها عبارة عن فعالية التناسق بين السلطة و الموارد و المعلومات بين المشاركين في المؤسسة، وتعد كذلك على تحديد النزاعات و الفصل فيها من خلال وضع إجراءات مناسبة لذلك. (bougussa, 2009, p. 12).

من خلال ما سبق يمكن أن نتوصل إلى أن الحوكمة، عبارة عن مجموعة من القواعد القانونية والأنظمة والإجراءات التي تبين مهام كل الأطراف، التي تربطها علاقات ببعضها بهدف حماية كل منها والرقابة على أداء كل منها كذلك، بغرض تحقيق أهداف محددة مسبقا.

2. خصائص الحوكمة:

للحوكمة خصائص عديدة تتعلق بالسلوك والبيئة المساعدة على الأداء الأمثل في المؤسسة نجد منها ما يلي :

- العدالة : إلزامية احترام جميع القوانين من جميع الفاعلين وأصحاب المصالح في المؤسسة.
 - الانضباط : من خلال تحديد السلوكيات الواجب إتباعها.
 - المساءلة : وجود مسؤولية أمام كل الأطراف الفاعلة في المؤسسة وكذلك الرأي العام.
 - الاستقلالية : أن تكون ظروف العمل خالية من أي ضغوطات خارجية ولا توجد أي تأثيرات على اتخاذ القرارات في المؤسسة.
 - الشفافية : تقديم الصورة الحقيقية لجميع ما يحدث في المؤسسة.
 - المسؤولية الاجتماعية : أن يتم النظر للمؤسسة على أنها مواطن الجيد.
- ### 3. أبعاد الحوكمة :

يمكن أن تشمل الحوكمة عدة أبعاد وجوانب في المؤسسة نذكر منها: (درويش، 2008، الصفحات 16-17).

- البعد الإشرافي: يدعم هذا البعد الدور الإشرافي الذي يقوم به متخذ القرار في المؤسسة عادة ما يكون مجلس الإدارة بزيادة صلاحياته في المحاسبة ومساءلة الإدارة عن الأعمال التي تقوم بها.
- البعد الرقابي : يشمل هذا البعد نوعي الرقابة سواء الداخلية من خلال دعم نظام الرقابة الداخلي في المؤسسة، أو الرقابة الخارجية من خلال النصوص القانونية واللوائح المنظمة لعمل المؤسسة، مثل لوائح الأسواق المالية وكذلك منح الفرصة للمساهمين في المؤسسة ، وذوي المصالح بها بإشراكهم في الرقابة أو بالاعتماد على مراجع خارجي.

- **البعد الأخلاقي** : يدعم جانب المبادئ والقيم الأخلاقية من نزاهة وأمانة وروح المسؤولية والضمير المهني في أداء الواجبات المهنية المسندة إلى كل عامل من خلال توسيع ثقافة الحوكمة داخل المؤسسات.
- **حفظ التوازن والاتصال** : يدعم هذا البعد التنظيم وتصميم العلاقات بين الأطراف المختلفة للمؤسسة، كحملة الأسهم والمسيرين والإداريين من جهة، ومن جهة أخرى مع أطراف خارجية عن المؤسسة وترابطها مصالح معها، أو جهة رقابة خارجية أو جهة إشراف تنظيم من خلال التزام الشركة مع هذه الهيئات ، وعن طريق نشر الوفاء والإخلاص والعدالة بين العمال في الشركة، وبين الشركة والمساهمين فيها.
- **المساءلة** : وجود مسؤولية أمام جميع الأطراف ذوي المصالح في المؤسسة، وكل من يخول لهم قانونيا مساءلة المؤسسة عن الأنشطة التي تقوم بها.
- **الشفافية و الإفصاح** : هذا البعد يلزم المؤسسة بالإفصاح عن قوائمها المالية وشفافية نشاطاتها من خلال بيان النتائج المحققة والأساليب والأدوات المالية المستخدمة لتحقيق هذه النتائج، من خلال تقارير مالية سنوية تعد على مستوى مجلس إدارة المؤسسة، ويشمل هذا البعد أيضا مدى التزام المؤسسة بتطبيق معايير الحوكمة من خلال تطبيق القواعد كالرقابة وإدارة المخاطر.

المطلب الثاني : مبادئ سنتياغو ودورها في حوكمة صناديق الثروة السيادية.

في هذا المطلب سنستعرض مبادئ سنتياغو ودورها المحوري في ترسيخ حوكمة فعّالة لصناديق الثروة السيادية. إذ توفر هذه المبادئ إطاراً عالمياً يضمن الشفافية، والمساءلة، وكفاءة إدارة الأصول، كما تساعد على توجيه الاستثمارات بطريقة استراتيجية تقلل المخاطر المالية وتعزز استدامة الثروة الوطنية، بما يضمن تحقيق الأهداف الاقتصادية والتنموية للدولة على المدى الطويل.

1. مبادئ "سنتياغو" : (قدي، 2009، الصفحات 13-14).

إن الدور الذي تقوم به صناديق الثروة السيادية على مستوى الأسواق المالية من خلال أنشطتها المتزايدة، أجبرت صندوق النقد الدولي على طريقة تمكن من إدراج أنشطة هذه الصناديق ضمن القوائم المالية للأسواق المالية، الأمر الذي أدى باللجنة الدولية للشؤون النقدية والمالية ومنظمة التعاون والتنمية الاقتصادية بطلب من صندوق النقد الدولي، إلى وضع مجموعة من القواعد القانونية التي تنظم ممارسات ونشاطات و إدارة الصناديق السيادية سنة 2007.

ونتيجة لذلك تم تأسيس مجموعة عمل دولية في 01 ماي 2008 أين تم وضع مجموعة من المبادئ توضح الأطر التنظيمية لصناديق الثروة السيادية، وتم عقد جلسات عمل لذلك في كل من سنغافورة وواشنطن وسنتياغو، أين تم التوصل إلى اتفاق مبدئي على مجموعة من المبادئ في 02 سبتمبر 2008، سميت بمبادئ سنتياغو وعددها 24 مبدأ تغطي مجالات عمل صناديق الثروة السيادية.

2. أهداف مبادئ سنتياغو: (ساخي، 2022، صفحة 12).

تم وضع هذه المبادئ لتحقيق الغايات التالية:

- وضع إطار يحدد بدقة سلامة ممارسة النشاطات الاستثمارية و إدارتها من صناديق الثروة السيادية، و يبين مدى إرساء ضوابط الحوكمة والإفصاح والشفافية.
- تطوير الهيكل التنظيمي والسياسات الاستثمارية المعتمدة، خاصة لصناديق الثروة السيادية المنشأة حديثاً.
- تجسيد بيئة استثمارية مفتوحة وتحقيق درجة عالية من الشفافية.
- التوافق بين أهداف صناديق الثروة السيادية مع إطار الاقتصاد الكلي، الأمر الذي يساهم في استقرار النظام المالي العالمي و الحفاظ على مناخ استثماري مستقر، من خلال دعم نظام الحوكمة والعمليات الاستثمارية التي تقوم بها هذه الصناديق.

3. الأطر الرئيسية لمبادئ سنتياغو ودورها في حوكمة صناديق الثروة السيادية :

تستقبل العديد من البلدان استثمارات كبيرة لصناديق الثروة السيادية من دول أخرى، الأمر الذي أدى إلى شكوك كون أن هذه الاستثمارات قد ينجر عنها أضرار باقتصاديات الدول المستقبلية للاستثمارات لوجود دوافع غير تجارية وراءها، الأمر الذي يؤدي إلى التأثير على تدفق رؤوس الأموال بين الدول الراغبة في الاستثمار، لهذا كان لابد من توضيح هذا بين الدول المستقبلية والراغبة في الاستثمار من خلال تطبيق ما يعرف "بمبادئ سنتياغو" لتفادي سوء الفهم لطبيعة الاستثمارات بين الدول. (زرقاطة، تأثير الحوكمة على اداء صناديق الثروة السيادية حسب مؤشرات الاداء الدولية -دراسة مقارنة بين صندوق ضبط الموارد وصندوق المعاشات الحكومي النرويجي -، 2019، صفحة 05).

تتمثل هذه المبادئ في الممارسات الاستثمارية التي تم الاتفاق عليها، وتحديد الأهداف من هذا الاستثمار، وتشمل مبادئ سنتياغو المتكونة من 24 مبدأ الأطر التالية:

➤ الإطار القانوني والأهداف والاتساق مع السياسات الاقتصادية الكلية: (بيجي، تقييم مدى التزام صناديق الثروة السيادية بمبادئ

سنتياغو -دراسة حالة صندوق معاشات التقاعد الحكومي العالمي -النرويج- و صندوق ضبط الموارد-الجزائر-، 2017، الصفحات 10-11-12).

توصلت مجموعة العمل الدولية إلى إلزامية وأهمية وجود أطر قانونية واضحة باعتبارها أحد الأسس ذات الأهمية، التي تركز عليها الحكومة والمساعدة التي تقدمها لصناديق الثروة السيادية، للقيام بنشاطات تتماشى مع السياسة الاقتصادية الكلية لتفادي التأثير على المالية العامة للبلاد، نظرا لضخامة أصولها المالية وكذلك العائدات، وتغطي المبادئ في هذا المجال ما يلي:

المبدأ(1): جاء في هذا المبدأ ضرورة وجود أسس قانونية واضحة، يفصح عنها علنا توضح العلاقة بين صناديق الثروة السيادية وغيرها من هيئات الدولة الأخرى؛

المبدأ(2): نص على إلزامية تحديد الغاية من إنشاء صناديق الثروة السيادية، وتبيان أهدافها وطريقة أدائها و الإفصاح عن هذه الغاية لتعزيز الشفافية، بغرض حماية هذه الصناديق من تدخل القرارات السياسية في النشاطات الاستثمارية التي تقوم بها هذه الصناديق؛

المبدأ(3): نص هذا المبدأ على أن تتماشى النشاطات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية مع السياسات الاقتصادية الكلية للبلاد، ليكون أداة مساعدة لها؛

المبدأ(4): نص هذا المبدأ على قواعد عمليات السحب والإنفاق، والإفصاح عليهما بما يتماشى مع أهداف وعمليات الميزانية العامة للدولة؛

المبدأ(5): نص هذا المبدأ على تسهيل عملية إدراج البيانات المتعلقة بصناديق الثروة السيادية في مجموعات البيانات الاقتصادية الكلية، من خلال توفير هذه البيانات لوكالات الإحصاء الوطنية؛

➤ الإطار المؤسسي وهيكل الحكومة : (عشوية، 2015، الصفحات 10-11).

إن الحكومة الرشيدة في أي مؤسسة تستدعي وجود هياكل تنظيمية صحيحة من خلال تقسيم المسؤوليات و الأدوار و الرقابة ذات المستوى الرفيع، ويكون ذلك من خلال وضع ضوابط تدعم الاستقلالية التشغيلية في صندوق الثروة السيادي وإدارته، من خلال تقديم الصورة الصحيحة لصناديق الثروة السيادية، من خلال الإفصاح عن قوائمها المالية لمنح الثقة بينها وبين الدول المستقبلية لاستثمارات، ويقوي مساءلة هذه الصناديق أمام ذوي المصالح والجمهور كما نصت مبادئ "سنتياغو" في هذا الإطار على التالي:

المبادئ (6-9 و 16) : نصت هذه المبادئ على الفصل بين السلطات وتحديد المسؤوليات وتوزيعها بين الجهة المالكة والإدارة و الحكومة وكذا حوكمة الهيئات الحكومية بغرض دعم الاستقلالية التشغيلية.

المبدأ(07): نص هذا المبدأ على إلزامية توضيح أهداف صناديق الثروة السيادية من الجهة المالكة له، وتعيين جهة إشراف على عملياته من خلال تعيين أعضاء لجهازه الحاكم؛

المبدأ (08): نص هذا المبدأ على منح الجهاز الحاكم المذكور في المبدأ(07)، السلطة التامة والاختصاص الكافي لأداء وظيفة الإشراف على صندوق الثروة السيادي، بغرض تحقيق أهداف الصندوق؛

المبدأ (10): نص هذا المبدأ على تحديد إطار مسائلة صندوق الثروة السيادي، وتوضيح عملياته في النصوص التشريعية في مختلف الوثائق التأسيسية أو اتفاقية الإدارة؛

المبدأ (11): جاء في هذا المبدأ إلزامية إعداد تقرير سنوي وما يرافقه من قوائم مالية و كشوفات، و تستدعي هذه الأخيرة تطبيق مبادئ المراجعة وتطبيق المعايير المحاسبة المعترف بها في الوطن؛

المبدأ (12): نص هذا المبدأ على إلزامية توفير المعايير والإجراءات اللازمة لممارسة الرقابة الداخلية الدقيقة كما نص هذا المبدأ أيضا على ضرورة وجود مراجع للحسابات خارجي ومستقل عن إدارة صندوق الثروة السيادي؛

المبدأ (13): تناول هذا المبدأ الجانب المهني والأخلاقي من خلال تطبيق المعايير المهنية و الأخلاقية، اللازمة في إدارة وظائف صندوق الثروة السيادي من جميع الفاعلين فيه و يجب إعلامهم بذلك.

المبدأ (14) : أشار هذا المبدأ على إمكانية التعامل مع أطراف ثالثة للوصول إلى إدارة مثلى لصناديق الثروة السيادية، بما يتماشى مع الأسس الاقتصادية والمالية من خلال إجراءات وقواعد واضحة؛

المبدأ (15): نص هذا المبدأ على أن أنشطة صندوق الثروة السيادي وعمليات الإفصاح والتنظيم، تدار حسب متطلبات الدول المستقبلية لاستثمارات صندوق الثروة السيادي؛

المبدأ(17): نص هذا المبدأ على توسيع نطاق الإفصاح عن القوائم المالية لصناديق الثروة السيادية ذات الصلة كأصوله المالية، وكذا معدلات العائد المالي في فترات ملائمة بغرض كسب ثقة الدول المستقبلية لاستثماراته، وكذا حتى يساهم في استقرار الأسواق المالية العالمية؛

المبدأ(23): نص هذا المبدأ عن قياس الأداء الاستثماري لأصول صناديق الثروة السيادية، ورفع التقارير المالية المتعلقة بذلك للمالكي هذه الصناديق؛

➤ **إطار الاستثمار وإدارة المخاطر:** (أوداير، مزارعي، و اليسون، 2010، الصفحات 65-70).

جاء في هذا المبدأ إلزامية تحديد الاستراتيجيات والسياسات الاستثمارية المبنية على أسس اقتصادية، كوضع إطار لإدارة المخاطر لإضفاء نوع من التناسق بين هذه الاستراتيجيات والأهداف المحددة، مع قرارات الصناديق الاستثمارية وإضافة نوع من الشفافية

خاصة للبلدان المستقبلية لاستثمارات هذه الصناديق السيادية، وتغطي "مبادئ سنتياغو" عددا مهما من العناصر في هذا المجال نذكر منها:

المبادئ (18-21-22): نصت هذه المبادئ على ضرورة توضيح السياسات والاستراتيجيات المتبعة من صناديق الثروة السيادية، وتحديد إطار خاص بإدارة المخاطر وتحديد المسؤوليات ونوع السلطة الممنوحة للمديرين، ونصت كذلك على تحديد حقوق ملكية المساهمين لضمان حماية أصولها المالية من خلال الإفصاح عن المنهجية المتبعة اتجاه الأسهم، ويلتزم صندوق الثروة السيادي بالمساءلة عن استراتيجياته وسياساته المتبعة في الاستثمار لرفع مستويات الرقابة.

المبدأ (19): نص هذا المبدأ على ضرورة استناد الخطط و القرارات الاستثمارات وطريقة إدارة أصولها المالية على أسس اقتصادية ومالية، فمثلا في طريقها إلى تحقيق العائد المالي لا بد من مراعاة درجة المخاطر المتعلقة بهذا القرار الاستثماري، بغية كسب ثقة البلدان المستقبلية لصناديق الثروة السيادية.

المبدأ (20): نص هذا المبدأ على منع صناديق الثروة السيادية من محاولة الحصول على معلومات خاصة وسرية أو كسب نفوذ من الدولة، أو استعمالهما في المنافسة ضد الهيئات الخاصة الأخرى.

المبدأ (24): نص هذا المبدأ على مراجعة و تقييم تطبيق المبادئ من طرف صندوق الثروة السيادي، بشكل منتظم عن طريق التقييم من خلال المراجعة الذاتية أو عن طريق طرف آخر ينوب عنه.

المطلب الثالث: مؤشرات قياس أداء صناديق الثروة السيادية.

بهدف قياس أداء صناديق الثروة السيادية قامت عدة مؤسسات بحثية بدراسة هذا الموضوع، باعتبار هذه المؤشرات من أهم الوسائل المستخدمة لقياس أداء الصناديق السيادية، ومن أهم هذه المؤشرات نجد:

➤ مؤشر ادوين- ترومان (Edwin Truman):

هو مؤشر تم إعداده من طرف الباحث "ادوين ترومان" عام 2008، من خلال قياس أداء صناديق الثروة السيادية بدراسة أربعة معايير أساسية تركز على كل من الحوكمة والهيكلية والشفافية والمسائلة وسلوك الصندوق بطرح 33 سؤال، تمحورت 07 منها على معيار الحوكمة، و08 منها على معيار الهيكلية، و14 سؤالا حول معيار المسائلة والشفافية، و04 أسئلة لمعيار سلوك الصندوق، كل سؤال من هذه الأسئلة يقابله نقطة أن كانت الإجابة "بنعم" ويكون التنقيط "0" إذا كانت الإجابة "لا"، ويتم استخدام تنقيط جزئي في حالة عدم الإجابة من 0.25 إلى 0.75، ثم تحول هذه النقاط الممنوحة عن كل عنصر من عناصر إلى نسب مئوية تمنح لكل معيار من المعايير، التي يكمن ذكرها كالاتي: (الموسوي و المنصوري، 2016، صفحة 115).

الفصل الأول: التأصيل النظري لصناديق الثروة السيادية

- أ. معيار حوكمة الصندوق: تطرق هذا المعيار إلى درجة فعالية دور الحوكمة في الاستراتيجيات الاستثمارية، وإدارة صناديق الثروة السيادية موضوع الدراسة و الصلاحيات الممنوحة للمدراء، وكذا البعد الأخلاقي من نزاهة وأمانة وروح المسؤولية والضمير المهني في أداء الواجبات المهنية المسندة إلى كل عامل.
- ب. معيار هيكلية الصندوق: في هذا المعيار تم التطرق إلى الهيكلة العامة لصناديق الثروة السيادية، من حيث مصادر تمويل الصندوق ومدى ارتباطها بالاحتياطي الخارجي وميزانية الدولة، واستعمالات هذه الأصول المالية والإفصاح عن العائد المحقق من ذلك، وبيان الاستراتيجية الاستثمارية المنتهجة من طرف الصندوق.
- ج. معيار المسائلة والشفافية: يرتبط هذا المعيار بمدى توفر المعلومات المالية عن الاستثمارات التي قامت بها صناديق الثروة السيادية، من خلال تقارير دورية فصلية أو سنوية تبين حجم هذه الاستثمارات ومكانها والعوائد التي حققتها، ومدى تطبيق معايير المراجعة والرقابة الداخلية والخارجية.
- د. معيار سلوك الصندوق: يبين هذا المعيار طريقة أداء صناديق الثروة السيادية من خلال طريقة إدارة الأصول والمحافظة المالية في الأسواق العالمية، واستخدام المشتقات المالية والرافعة المالية.

الجدول 3.1: معايير وعناصر مؤشر ترومان لحوكمة صناديق الثروة السيادية.

معيار حوكمة الصندوق	معيار هيكلية الصندوق	معيار الشفافية و المسائلة	معيار سلوك الصندوق
- دور الحكومة والإدارة - ودور المسيرين - قرارات المسيرين - المعيار الأخلاقي - تحديد المسؤوليات - التوجهات الاستثمارية	- الإطار القانوني للصندوق - تحديد أهداف الصندوق - هيكل الصندوق - تحديد استراتيجية الاستثمار - موارد واستخدامات الصندوق - والعائد عليهما. - مدى التكامل بين السياسة - النقدية والمالية. - درجة الانفصال عن الاحتياطي - الأجنبي.	- تطبيق الاستراتيجية الاستثمارية من خلال (تحديد الفئات المستثمر فيها، ومقارنة الأداء المرجعية benchmarcks والاعتماد على التصنيفات المالية وتفويض الاستثمار). - الأعمال الاستثمارية من خلال (حجم الصندوق والبلد المستثمر فيه والعائد). - التقارير (السنوية، النصف أو الربع سنوية، التدقيق بأنواعه.	- إدارة المخاطر. - استخدام سياسة الرفع المالي. - استخدام المشتقات المالية. - تنويع وتعديل المحفظة الاستثمارية.

المصدر: (بن قدور، 2018، الصفحات 40-41).

➤ مؤشر لينبرغ - مادول للشفافية "The Linaburg-Maduell Transparency Index":

تم تطوير هذا المؤشر في معهد صناديق الثروة السيادية من قبل الباحثين "كارل لينبرغ" و"ميشال مادول" سنة 2008، وهو معيار يستخدم لقياس درجة شفافية صناديق الثروة السيادية، ويتم ذلك كل ثلاثة أشهر تبعا لجدول أو سلم يتكون من عشرة (10) معايير أساسية، كل معيار منها يمثل درجة من المؤشر، بحيث يمكن أن نقول صندوق الثروة السيادي أنه شفاف إذا تحصل على ثمانية درجات كحد أقصى من جدول التنقيط، وتمثل نقطة واحدة الحد الأدنى من التصنيف. (جلولي، دور الصناديق السيادية في دعم التنمية المستدامة -دراسة مقارنة- أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص نقود، مالية وبنوك كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير، 2019، صفحة 20) وتكون هذه المعايير العشرة في جدول التنقيط على النحو التالي:

الجدول 1-4: مكونات مؤشر لينبرغ- مادول للشفافية:

الدرجة	المعيار
+1	مدى توفير الصندوق معلومات عن سبب إنشاء الصندوق وأصول الثروة وهيكل الملكية.
+1	تقديم الصندوق تقارير سنوية محدثة ومدققة عن أداءه بشكل مستقل.
+1	يحدد الصندوق نسب الملكية، والمواقع الجغرافية للممتلكات.
+1	توفير المعلومات حول إجمالي القيمة السوقية للمحفظة المالية، والعائدات ومكافآت مجالس الإدارة.
+1	مدى توفير الصندوق المبادئ التوجيهية المتعلقة بالمعايير الأخلاقية وسياسات الاستثمار المتبعة من قبل الصندوق والجهات المنفذة.
+1	يقدم الصندوق استراتيجيات استثمارية و أهداف واضحة.
+1	يحدد الصندوق وبوضوح الشركات التابعة لها ومعلومات الاتصال بها.
+1	يحدد الصندوق مديرين خارجيين أن أمكن.
+1	يدير الصندوق موقعه الإلكتروني الخاص به.
+1	يوفر الصندوق عنوانا لمكتبه الرئيسي و معلومات الاتصال به، مثل الهاتف و الفاكس.

المصدر: (Wiisnewski، 2023، صفحة 04)

➤ مؤشر حوكمة الموارد الطبيعية -NRGI-

تم تأسيس هذا المؤشر من قبل -NRGI- معهد حوكمة الموارد الطبيعية، حيث يقوم هذا المعهد بنشر تقرير سنوي عن نوعية وجودة إدارة هذه الموارد، من خلال تقييم الممارسات والسياسات التي تتم بها إدارة الموارد الطبيعية (النفط والغاز) في 81 دولة. (TEBANI, 2020, p. 09).

يكون تنفيذ هذا التقييم من خلال طرح 149 سؤالاً، لكي يتم حساب مؤشر NRGI بناءً على مكوناته التالية:

-تحقيق القيمة : يشمل هذا المكون حوكمة وتخصيص حقوق الاستخراج والتنقيب والإنتاج وحماية البيئة والمؤسسات العامة وتحصيل الإيرادات.

-إدارة العوائد (الإيرادات): تجمع في هذا المكون إعداد ميزانية الدولة، وتقسيم إيرادات الدولة من الموارد الطبيعية (ميزانية الدولة وصناديق الثروة السيادية).

-الشروط العامة لحوكمة الدولة : يكون ذلك من خلال توفر بيانات ومعطيات مفتوحة (الشفافية والإفصاح)، الاستقرار السياسي، التحكم في الفساد وإرساء دولة القانون مع قدرة الحكومة على التنظيم.

تجمع نتائج مكونات المؤشر على شكل نطاقات على النحو التالي:

أكثر من 75 (جيد)، بين 60-74 (مقبول)، بين 45-59 (ضعيف)، بين 30-44 (سيئ)، أقل من 30 (فاشل).

و بحسب تقرير مؤشر حوكمة الموارد الطبيعية لسنة 2021، تبقى الجزائر في المركز 73 على بعد كبير، مقارنة بتونس التي تراجعت بثلاث نقاط في نتائج مكونات المؤشر، وكانت تحتل المركز 26 عالمياً في تصنيف سنة 2017، والكويت التي تحتل المركز الثاني عربياً. (كايمل، 2021، صفحة 7).

خلاصة الفصل:

يمكن أن نخلص مما جاء في هذا الفصل إلى أن ملكية الصناديق السيادية تعود للحكومة بطريقة أو بأخرى، تعنى هذه الصناديق بإدارة وتسيير الفوائض المالية المترتبة عن ارتفاع أسعار البترول والغاز في السوق العالمي، الأمر الذي دفع أغلب الدول النفطية إلى استثمار ما يفوق الطاقة الاستيعابية للاقتصاد الوطني واحتياجاته.

الأمر الذي يفضله صناع القرار في الصناديق السيادية لاستثمار هذه الفوائض المالية باستعمال مختلف الأدوات المالية على الصعيد الداخلي والخارجي باستقلالية تامة عن البنوك المركزية، من خلال وضع استراتيجيات استثمارية وأهداف اقتصادية كلية لتحقيق التنمية في البلاد، وتجنب تهاوي أسعار النفط أو نزوب هذا المورد الطبيعي، والحفاظ على ثروة الأجيال القادمة. تصنف صناديق الثروة السيادية حسب عدة معايير، نجد منها الغرض من إنشائها وطريقة عملها ومصادر أصولها المالية و الحيز الجغرافي، الذي تتم فيه عمليات الاستثمار وكذا شكلها القانوني والشروط واللوائح التنظيمية، التي تميزها عن باقي المؤسسات المالية ومعايير تصنيفها على المستوى العالمي، من خلال دراسة مجموعة من المؤشرات التي تبين درجة امتثال كل صندوق لمعايير الحوكمة المعترف عليها دولياً.

مما أدى ذلك إلى تأسيس مجموعة العمل الدولية سنة 2008، أو ما يعرف بمبادئ سنتياغو لحوكمة الصناديق السيادية، عددها 24 مبدأ تحدد الأطر الأساسية التي تتعلق بمبادئ ممارسات وأهداف الصناديق السيادية لدعم حوكمتها وشفافيتها، أيضاً "مؤشر ترومان" الذي جاء ب 06 معايير من خلال 33 سؤال و "مؤشر لينبرغ مادويل" الذي أصدره معهد صناديق الثروة السيادية الذي يهدف إلى قياس درجة شفافية الصناديق السيادية، من خلال سلم يتكون من عشر درجات، وفي الأخير مؤشر إدارة الموارد الطبيعية الذي يتكون من ثلاثة معايير أساسية، تعنى بتقييم نوعية وجودة إدارة هذه الموارد، من خلال تقييم الممارسات والسياسات التي تتم بها إدارة الموارد الطبيعية (النفط والغاز).

الفصل الثاني
دراسة تحليلية لبعض صناديق
الثروة السيادية الحديثة

الفصل الثاني: دراسة تحليلية لبعض صناديق الثروة السيادية الحديثة

تمهيد:

بعد التطرق إلى الأسس النظرية لصناديق الثروة السيادية في الفصل الأول، سنقوم في هذا الفصل بإجراء تقييم لبعض الصناديق السيادية البارزة، سواء كانت عربية أو أوروبية، من خلال استعراض تجاربها الاستثمارية الناجحة واستخدامها كنموذج يمكن أن يُحتذى به في إدارة مواردها النفطية وضمان استدامة هذه الموارد للأجيال القادمة.

قمنا باختيار مجموعة من الصناديق السيادية لدول عربية وهي صندوق مبادلة **MUBADALA** ومؤسسة دبي للاستثمارات الحكومية **ICD** المتواجدان في الإمارات العربية المتحدة، صندوق التقاعد النرويجي **GPF** الذي يمثل التجربة الأوروبية، وشركة إدارة الاستثمارات "ألبرتا" **AIMCO** التي تمثل الصناديق السيادية لأمريكا الشمالية. تم اختيار هذه الصناديق لأنها حديثة النشأة وغنية، وتعد من بين الأكبر في العالم من حيث إدارة حجم الأصول، كما أنها تعتمد على العائدات النفطية كمورد رئيسي لها وهو ما قد يتيح لنا دراسة الفرصة الضائعة الناتجة عن غياب صندوق ثروة سيادي في الجزائر، من خلال دراسة صندوق ضبط الإيرادات الجزائري في الفصل الثالث وذلك عن طريق استخلاص تجربة هذه الدول والنقاط الإيجابية لصناديقها السيادية وكيفية تسييرها.

سنقوم في هذا الفصل بتقييم تجربة صندوق مبادلة الإماراتي **MUBADALA** ومؤسسة دبي للاستثمار **ICD** في المبحث الأول ممثلاً عن الصناديق السيادية العربية وفي المبحث الثاني سنقوم بتقييم تجربة صندوق المعاشات الحكومي العالمي النرويجي **GPF** كممثل عن الصناديق السيادية النفطية الأوروبية. أما في المبحث الثالث، فسندرس شركة إدارة الاستثمارات "ألبرتا" **AIMCO** كممثل عن الصناديق السيادية في أمريكا الشمالية.

المبحث الأول: واقع الصناديق السيادية العربية.

تعتبر الصناديق السيادية لدول الخليج من بين أكبر الصناديق السيادية على مستوى العالم من حيث الحجم، حيث تمثل الصناديق السيادية النفطية أغلبية الصناديق التي تمتلكها دول مجلس التعاون الخليجي، والتي تتكون من 06 صناديق تضم أصولاً مالية عالمية تعزز من مكانة الدول العربية في مجال الصناديق السيادية. وتُظهر مجموع أصولها المالية الضخمة أن دولة الإمارات العربية المتحدة قد استحوذت على حوالي 15% من إجمالي الأصول لصناديق الثروة السيادية العالمية. ومن أبرز صناديق دولة الإمارات صندوق مبادلة (MUBADALA) ومؤسسة دبي للاستثمارات الحكومية (ICD).

المطلب الأول: صندوق مبادلة

يُعد صندوق مبادلة للاستثمارات أحد أبرز صناديق الثروة السيادية في المنطقة، حيث أسسته دولة الإمارات العربية المتحدة بهدف تنويع مصادر الدخل الوطني وتعزيز الاستثمارات الاستراتيجية محلياً ودولياً. وفي هذا المطلب، سنتناول نشأة صندوق مبادلة، هيكله، وأنشطته الاستثمارية وأثره في دعم الاقتصاد الوطني.

1- التعريف بصندوق مبادلة: تأسس صندوق مبادلة للاستثمار سنة 2002 وهو صندوق سيادي عالمي يعمل تحت إشراف حكومة الإمارات العربية المتحدة غايته تحقيق عوائد مالية مستدامة ودفع عجلة النمو وتنويع الاقتصاد في دولة الإمارات من خلال إدارة محفظة أصول متنوعة واستثمارات داخل وخارج الإمارات في قطاعات مختلفة وفي أماكن مختلفة بلغت أكثر من 50 دولة حول العالم وتبلغ قيمة الأصول المالية الحالية لصندوق مبادلة بـ302مليار دولار أمريكي (mubadala, 2024).

2- مجلس إدارة الصندوق: يقوم مجلس الإدارة بتوجيه الشركة والإشراف عليها ممثلاً للجهة المالكة (أبو ظبي) ويضع على عاتقه كل ما يتعلق بالأعمال التي يقوم بها الصندوق من خلال مراقبة دورية سنوية للتوجهات الاستراتيجية والخطط الاستثمارية التي يعتمدها الصندوق والإفصاح عنها ويقوم مجلس الإدارة بتكليف لجنة الاستثمار التابعة للصندوق للقيام بمراجعة هذه الاستراتيجيات الاستثمارية وجميع الإجراءات المتعلقة بها لضمان أداء مالي و تشغيلي أمثل (زرقاطة، تأثير الحوكمة على أداء صناديق الثروة السيادية -صندوق مبادلة لامارة ابوظبي نموذجاً-، 2017، الصفحات 17-18).

3- أهداف صندوق الثروة السيادي مبادلة: يهدف صندوق مبادلة إلى تنويع مصادر الثروة في الإمارات العربية المتحدة ومسايرة التطور الحاصل في الاقتصاد العالمي من خلال استراتيجيات استثمارية معتبرة على المستوى الداخلي والخارجي من خلال

(Alsweilem, Khalid A.; all, 2015, p. 06):

الفصل الثاني: دراسة تحليلية لبعض صناديق الثروة السيادية الحديثة

- التنوع الاقتصادي من خلال توفير مصادر دخل جديدة مما يساعد على رفع معدلات النمو على المدى الطويل؛
- تشجيع الاستثمارات المتنوعة في مجالات (الصناعة الطاقة،الخ) من خلال تأمين بيئة اقتصادية مستقرة؛
- الاستثمار بصفة مباشرة مع شركات عالمية رائدة في مجالات مختلفة تمكن من كسب خبرات وتكنولوجيا متطورة.
- شراء حصص من رؤوس أموال الشركات الأجنبية من خلال تطبيق مبدأ مبادلة رأس المال بالمعرفة؛

4- تقييم حوكمة صندوق الثروة السيادي مبادلة من خلال مؤشر لينبرغ- مادول للشفافية:

تحصل صندوق مبادلة على العلامة الكاملة حسب مؤشر لينبرغ- مادول في تقييم فيفري من سنة 2019 الذي قام به معهد الصناديق السيادية متصدرا البلدان العربية ب: 10 نقاط مع شركة «ممتلكات القابضة البحرينية» نظير المستوى العالي من الشفافية والحوكمة وذلك للائتمثال لمبادئ المؤشر وفيما يلي جدول يوضح 14 دولة التي نالت العلامة الكاملة من أصل 55 دولة عينة الدراسة (حبارك، 2020، الصفحات 190-191):

الجدول 2-1 : ترتيب صناديق الثروة السيادية حسب مؤشر لينبر- ما دول- فيفري 2019-

الدولة المالكة	الصندوق
النرويج	صندوق التقاعد الحكومي
سنغافورة	قابضة تيماسيك
الإمارات العربية المتحدة - أبو ظبي-	مبادلة للاستثمار
الولايات المتحدة - ألاسكا-	صندوق ألاسكا للدعم الدائم
استراليا	صندوق المستقبل الاسترالي
أذربيجان	صندوق النفط الحكومي
كازاخستان	هيئة الأوراق المالية- سامروك- كازينا
الشيلي	صندوق الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي
نيوزيلاندا	صندوق التقاعد النيوزيلندي
البحرين	شركة ممتلكات القابضة
ايرلندا	صندوق الاستثمار الاستراتيجي
الشيلي	صندوق الاحتياط للتقاعد
و م أ- داكوتا الشمالية-	صندوق تراث داكوتا الشمالية
بنما	صندوق دي أهورو

المصدر: : (حبارك، 2020، الصفحات 190-191)

الفصل الثاني: دراسة تحليلية لبعض صناديق الثروة السيادية الحديثة

5 - تقييم الأداء الاستثماري والمالي لصندوق مبادلة إلى غاية 2023:

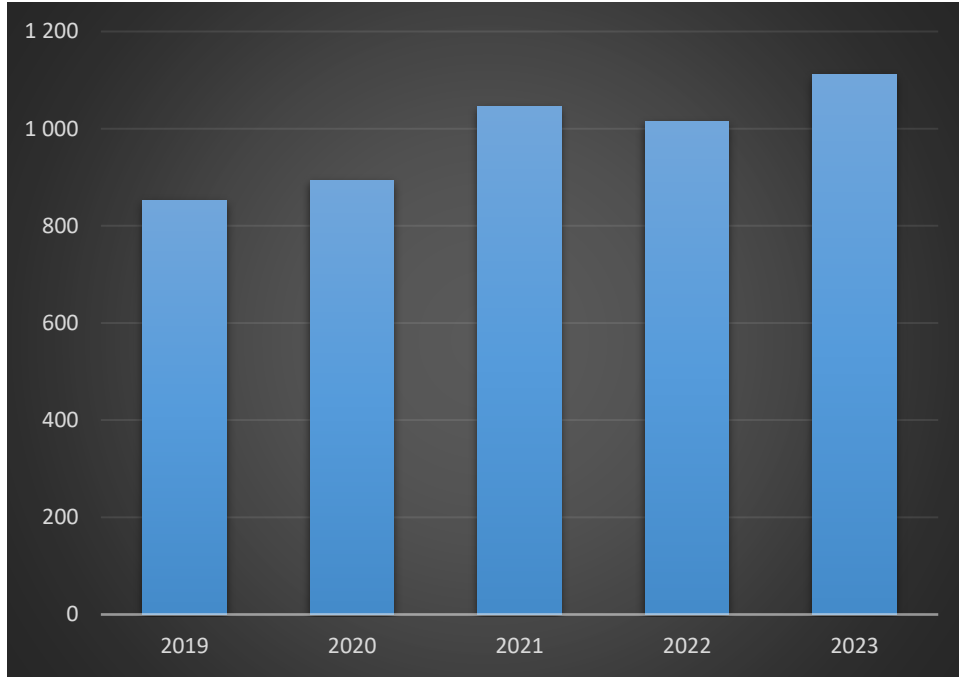
قام صندوق مبادلة الاستثمار خلال السنوات الأخيرة من نشأته بعدة استثمارات في مجالات مختلفة من خلال عدة شركات كبرى بلغت 33 شركة في القطاعات الاقتصادية الاستراتيجية، تدير محفظة استثمارية تتكون من أصول هائلة وصلت قيمتها إلى 302 مليار دولار أمريكي سنة 2023 موزعة على أكثر من 50 دولة في العالم. يمكن أن نبين الاستراتيجية الاستثمارية لصندوق مبادلة والقدرة التي يمتلكها في استغلال فرص الاستثمار داخليا وخارجيا فيما يلي :

➤ تطور حجم أصول الصندوق السيادي "مبادلة" خلال الفترة 2019-2023 :

في سنة 2017 قامت حكومة أبو ظبي بإصدار مرسوم يقضي بدمج شركة الاستثمار البترولية "IPIC" وشركة مبادلة، بتسمية جديدة، وهي شركة "مبادلة للاستثمار" ليرتفع بذلك مجموع أصول مبادلة آنذاك إلى 469 مليار درهم إماراتي أي ما يقارب 127 مليار دولار أمريكي. يهدف هذا الدمج إلى رفع القدرات الاستثمارية لصندوق مبادلة وتحقيق زيادة في حجم أصول الصندوق وتحقيق التنوع الاقتصادي (قصري، 2023، الصفحات 09-10)، حيث ارتفع حجم أصول مبادلة في سنة 2019 إلى 841 مليار درهم إماراتي أي ما يعادل 229 مليار دولار أمريكي وهذا ما نلاحظه من خلال الشكل رقم 01-02. أما في سنة 2020 ارتفع حجم أصول الصندوق إلى 894 مليار درهم إماراتي أي ما يفوق 243 مليار دولار أمريكي وهذا راجع إلى الاستثمارات المباشرة في عدة شركات، واصل حجم أصول الصندوق في الارتفاع ليبلغ 1 045 مليار درهم إماراتي سنة 2021 أي ما يقارب 280 مليار دولار أمريكي، وينخفض إلى 1 015 مليار درهم إماراتي سنة 2022، ما يعادل 276 مليار دولار أمريكي بنسبة انخفاض مقدرة بـ 2.37% مقارنة بالسنة السابقة ويرجع هذا الانخفاض إلى عدة أسباب نذكر منها، ارتفاع معدلات التضخم في عدة دول وكذا تغيير عدة بنوك مركزية لسياساتها النقدية التي أثرت سلبا على الأسواق المالية العالمية؛ تجدر الإشارة أن 16% من أصول المحفظة الاستثمارية لصندوق مبادلة هي استثمارات ائتمانية. عاد حجم أصول الصندوق إلى الارتفاع سنة 2023 حيث وصل إلى 1 111 مليار درهم إماراتي أي ما يعادل 302 مليار دولار أمريكي بزيادة قدرها 9.45% وهي الأكبر منذ نشأة الصندوق (مبادلة، 2023، صفحة 18).

الشكل 02-01: تطور أصول صندوق "مبادلة" من 2019 إلى 2023

الوحدة: مليار درهم إماراتي

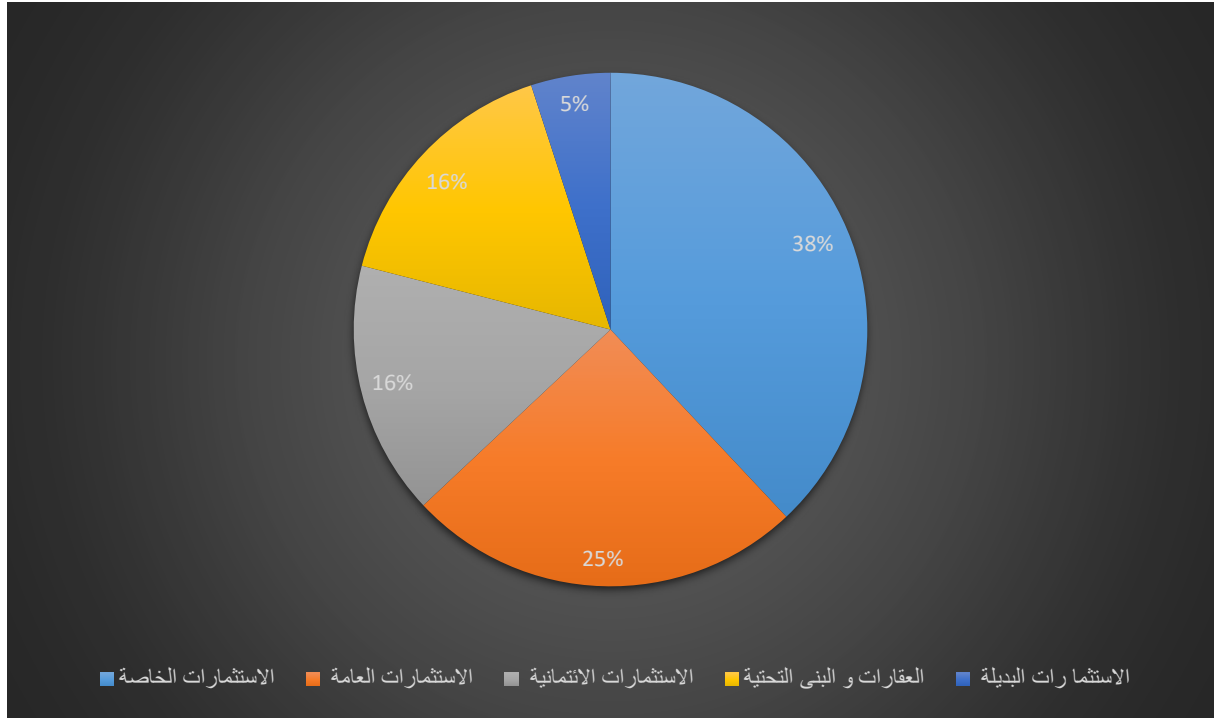


المصدر: بالاعتماد على التقرير السنوي لصندوق مبادلة سنة 2023

➤ -توزيع المحفظة الاستثمارية لصندوق مبادلة حسب فئات الأصول وجغرافيا:

تعتمد الاستراتيجية الاستثمارية المطبقة من قبل صندوق مبادلة على تكوين شركات مع شركات عالمية رائدة في القطاعات الخمسة (05) الاقتصادية الرئيسية، هذا ما يسمح لها بتنوع محفظتها الاستثمارية من خلال توسيع الحيز الجغرافي لاستثماراتها حيث مست أكثر من 50 دولة، مما يساهم في زيادة فرص الاستثمار وتحقيق التنوع الاقتصادي لإمارة أبوظبي من خلال عوائد مالية معتبرة ويمكن أن نبين توزيع المحفظة الاستثمارية لصندوق مبادلة (أنظر الشكل 02-02) وكذا توزيع استثماراتها جغرافيا (أنظر الشكل 03-02) كما يلي:

الشكل 02-02: توزيع المحفظة الاستثمارية لصندوق مبادلة حسب فئات الأصول



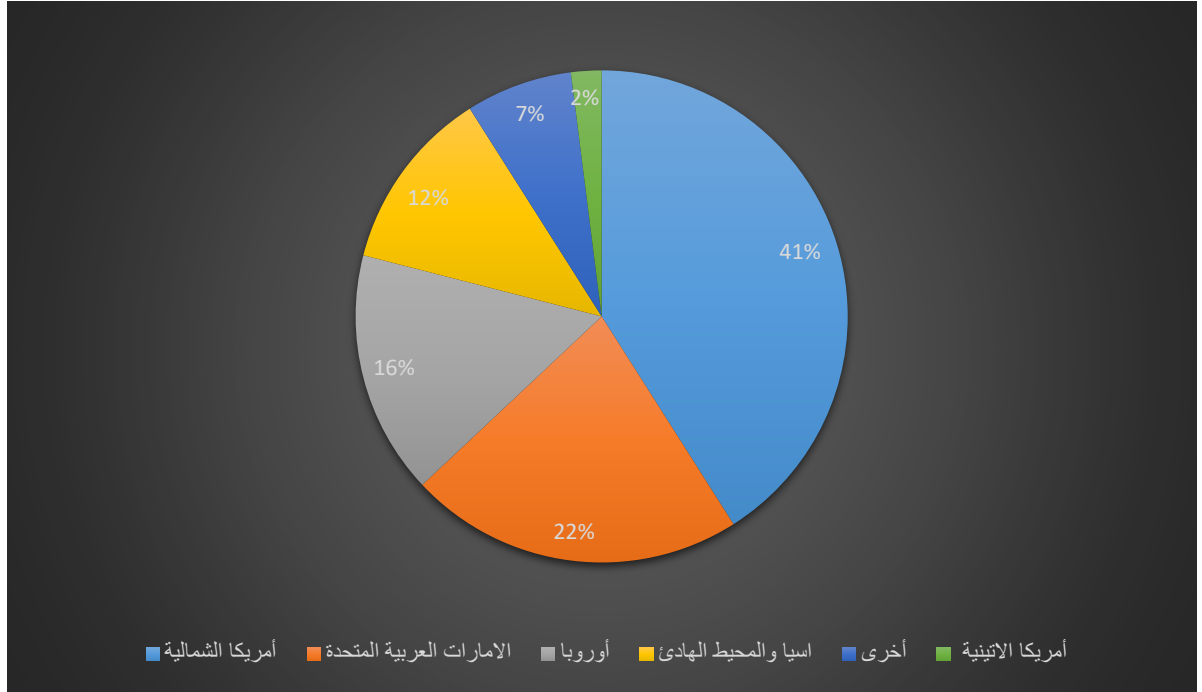
المصدر: بالاعتماد على التقرير السنوي لصندوق مبادلة لسنة 2023

إن سعي حكومة الإمارات العربية المتحدة إلى التنوع الاقتصادي تجسد في صندوق مبادلة للاستثمار وهذا ما يمكننا قراءته من خلال الشكل رقم 02-02 الذي يوضح تنوع القاعدة الاقتصادية في الصندوق حيث مثلت الاستثمارات الخاصة 38% من إجمالي استثمارات الصندوق تمثل الاستثمارات المباشرة وغير المباشرة في الشركات الخاصة مثل شركة "مبادلة كيبیتال" بـ 2 مليار دولار أمريكي كقيمة للاستثمارات منها أسهم خاصة واستثمارات في دولة البرازيل واستثمارات في مؤسسات ناشئة؛ جاءت الاستثمارات العامة في المركز الثاني بنسبة 25% من استثمارات الصندوق، واحتلت الاستثمارات العقارية والبنى التحتية المرتبة الثالثة، حيث قام الصندوق بالاستثمار في مجال البنية التحتية الرقمية من خلال استثمار أصول مالية في مجال الاتصالات والمعلوماتية كشركة "سيتي-فيبر" المختصة في الألياف الضوئية بقيمة استثمار بلغت 800 مليون جنيه إسترليني وشركة "جيو-بلا تفورمز" الهندية المختصة في مجال البنية التحتية الرقمية بقيمة استثمار بلغت 1.2 مليار دولار أمريكي أما في مجال الاستثمار في العقارات فقد ركز الصندوق في استثماراته على قطاعات هامة مثل الخدمات اللوجستية وقطاع السكن والرعاية الصحية على شاكلة المنصة الأوربية للقروض على العقارات التجارية والمنصة الأمريكية لخدمات التأجير.

الفصل الثاني: دراسة تحليلية لبعض صناديق الثروة السيادية الحديثة

في مجال البنية التحتية التقليدية قام صندوق مبادلة بعدة استثمارات مست قطاعات مختلفة في مناطق مختلفة بلغت 16% من إجمالي الاستثمارات، كان أبرزها الاستثمار في شركة "كالمجسين" المختصة في إدارة العدادات الذكية في الإمارات وشركة "انفيفا-بيوماس" التي تعد أكبر شركة من حيث القدرة الإنتاجية للكريات الخشبية الصناعية في العالم وشركة "نيكستديكيت" الرائدة في مجال تطوير الغاز الطبيعي وشركة "روتاداس بانديراس" صاحبة امتياز تشغيل طريق سريع بدولة البرازيل ، كما بلغت الاستثمارات الائتمانية لصندوق مبادلة أيضا 16% يعمل هذا الأخير على الإقراض المباشر للشركات الكبرى مثل ما قام به الصندوق سنة 2021 في بورصة "ناسداك" بإدراجه لشركة "غلوبل فاوندريز" المملوك لمبادلة والتي قدرت قيمتها بـ 26 مليار دولار، وفي سنة 2023 تم عقد شراكة طويلة الأجل مع "أبولو" للاستثمار مع شركاء آخرين في فرص الائتمان بقيمة تصل إلى 09 مليارات درهم؛ يأتي في المركز الأخير الاستثمارات البديلة بنسبة 5% من إجمالي الاستثمارات تتمثل في استثمارات في مجالات الاستهلاك والزراعة والرعاية الصحية وغيرها (mubadala, 2024).

الشكل 02-03: توزيع المحفظة الاستثمارية لصندوق مبادلة جغرافيا



المصدر: بالاعتماد على التقرير السنوي لصندوق مبادلة لسنة 2023

إن سعي دولة الإمارات العربية المتحدة وراء تحقيق تنوع اقتصادي يتماشى مع استراتيجياتها الاستثمارية من خلال توزيع استثماراتها على ست مناطق من العالم؛ عن طريق صندوق مبادلة للاستثمار تركز الإمارات على الاستثمارات الخارجية حيث

الفصل الثاني: دراسة تحليلية لبعض صناديق الثروة السيادية الحديثة

نجد أن 41% من إجمالي استثماراتها في أمريكا الشمالية مقدرة بمجموع أصول 36.49 مليار درهم إماراتي رغبة من الصندوق في التوسع على العالم وفي تسريع النمو الاقتصادي من خلال اعتماد آخر الابتكارات المدعومة بالذكاء الاصطناعي في مجالات الطاقة والتكنولوجيا والرعاية الصحية والاستثمارات المالية (السبتي, وسيلة; كزيز, نسرين, 2017, الصفحات 8-9).

في المرتبة الثانية نجد أن نسبة الاستثمارات المحلية قدرت بـ 22% من المحفظة الاستثمارية للصندوق بقيمة أصول 19 مليار درهم إماراتي يرجع إلى عزم دولة الإمارات على تحقيق تنمية محلية، لتليها الاستثمارات في القارة الأوربية بـ 16% من إجمالي المحفظة الاستثمارية ممثلة بـ 14 مليار درهم إماراتي وهذا راجع إلى سعي حكومة الإمارات إلى إدخال التكنولوجيا الحديثة إلى نظامها الاقتصادي وكذا الخبرات الواسعة التي تملكها الشركات الأوربية على جميع الأصعدة خاصة الائتمان العقاري. وتستحوذ الدول الآسيوية على نسبة 12% من مجموع استثمارات الصندوق في المرتبة الرابعة بقيمة 11 مليار درهم إماراتي أبرزها في مجال التكنولوجيا المتطورة والرعاية الصحية كما استثمر ما نسبته 7% من إجمالي المحفظة الاستثمارية في العديد من الدول الإفريقية التي أظهرت نشاطا اقتصاديا في السنوات الأخيرة مستهدفة بذلك الأسواق الناشئة حيث قدرت هذه الاستثمارات بـ 6 مليار درهم إماراتي كان أبرزها الشراكة مع "بارتيك أفريقيا" التي تدير محفظة استثمارية تشمل 27 دولة إفريقية في مختلف القطاعات من خلال "BPI France" (الاستثمارات العامة الفرنسية) لنجد في المركز الأخير ما يمثل 2% من المحفظة الاستثمارية لمبادلة استثمارها في أمريكا اللاتينية وكان أبرز هذه الاستثمارات قيام شركة "مبادلة كيبیتال" بإنشاء صندوق ثروة سيادي ثاني بدولة البرازيل تخطت قيمة الاكتتاب به 710 مليون دولار حيث تدير "مبادلة كيبیتال" مجموع استثمارات تقدر بـ 22 مليار دولار أمريكي.

➤ أبرز استثمارات صندوق مبادلة:

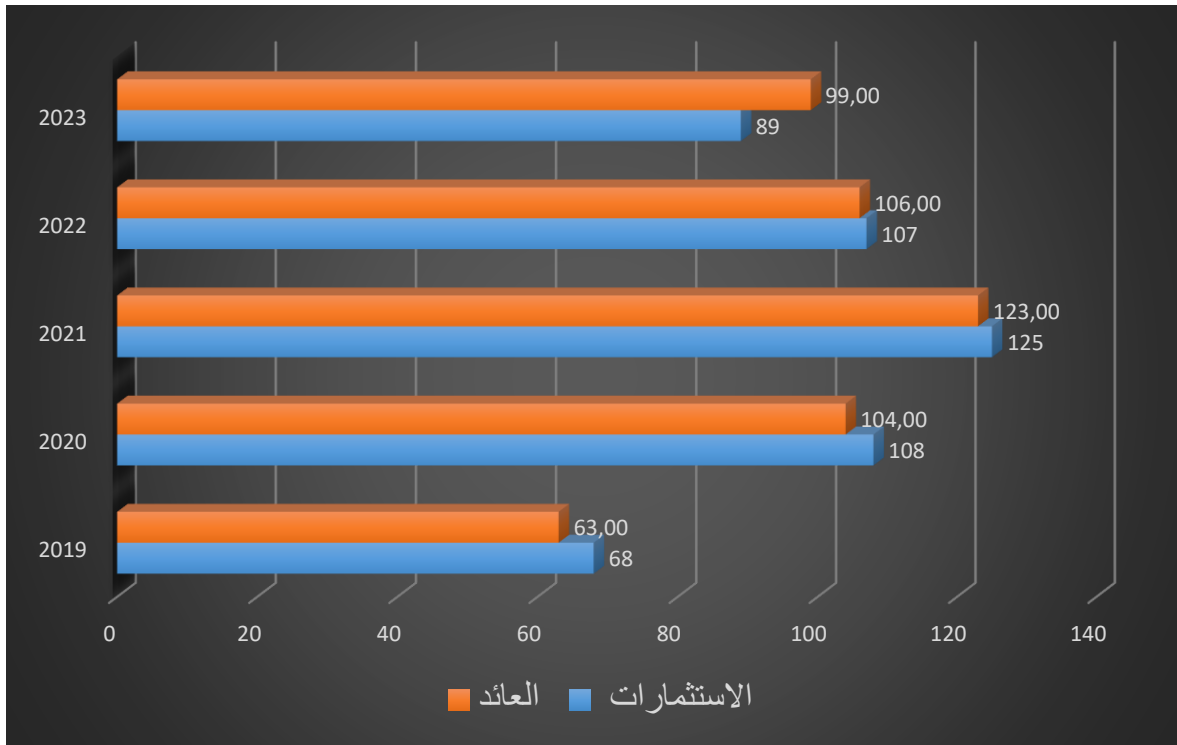
بلغت قيمة أصول مبادلة بلغت 853 مليار درهم إماراتي (232.2 مليار دولار أمريكي) سنة 2019 مما مكنها من توظيف ما قيمته 68 مليار درهم إماراتي (18.5 مليار دولار أمريكي) في قطاعات اقتصادية مختلفة من العالم كان أبرزها الاستثمارات الغير مباشرة من خلال شراء أسهم الشركات الكبرى حيث قدرت بـ 43% كأسهم خاصة و 21% كأسهم عامة، مكونين بذلك 64% من إجمالي أصول المحفظة الاستثمارية لمبادلة وعلى اثر انخفاض تكاليف التمويل أصدر الصندوق سندات بالدولار الأمريكي بما قيمته 3.5 مليار دولار أمريكي دخلت من خلالها مبادلة إلى سوق سندات الدين، وكما ساعدت الظروف الاقتصادية التي صاحبت جائحة كورونا 19 في تحقيق عوائد من عمليات بيع الأصول وصلت إلى 63 مليار درهم إماراتي ما يقابل 17.15 مليار دولار أمريكي.

الفصل الثاني: دراسة تحليلية لبعض صناديق الثروة السيادية الحديثة

خلال سنة 2020 ظهرت عقبات اقتصادية نتيجة الأزمة الصحية (جائحة كورونا 19) غير أن صندوق مبادلة أظهر مقاومة وصمود أمام هذه الظروف باستثمار ما قيمته 108 مليار درهم إماراتي (29 مليار دولار) في عدة مجالات حققت من خلالها 104 مليار درهم إماراتي (28 مليار دولار أمريكي) كان أبرزها بيع 39% من أسهمها في شركة "بوريليس" المختصة في الكيماويات لشركة "O.M.V" الرائدة في خدمات النفط والغاز، بلغت قيمة الحصص 16.7 مليار إماراتي، وفي سنة 2021 ارتفعت استثمارات مبادلة لأعلى مستوياتها خاصة مع ارتفاع قيمة الأصول إلى 104.5 مليار درهم إماراتي لتحقيق بذلك استثمارات ما قيمتها 125 مليار درهم إماراتي (34 مليار دولار أمريكي) في مختلف القطاعات سريعة النمو أبرزها إدراج "غلوبال فاونديز" في بورصة "ناسداك" بالولايات المتحدة الأمريكية بقيمة 26 مليار دولار أمريكي حيث حقق الصندوق عائدا بقيمة 123 مليار درهم إماراتي (33 مليار دولار) وهو ما اعتبر أقوى أداء مالي منذ نشأة الصندوق (أنظر الملحق رقم 01).

الشكل 02-04: تطور استثمارات وعوائد صندوق مبادلة لفترة 2019-2023

الوحدة: مليار درهم إماراتي



المصدر: بالاعتماد على التقارير السنوية لشركة مبادلة للسنوات 2019-2020-2021-2022-2023

الفصل الثاني: دراسة تحليلية لبعض صناديق الثروة السيادية الحديثة

في سنة 2022 انخفضت استثمارات صندوق مبادلة مع الانخفاض الطفيف الذي سجلته في مجموع الأصول ليصل إلى 1 015 مليار درهم إماراتي حيث قدرت استثمارات مبادلة إلى 107 مليار درهم (29 مليار دولار أمريكي) مست مجالات البنية التحتية والعقارات والأسهم والائتمان حققت عائدات بقيمة 106 مليار درهم إماراتي متراجعة بنسبة 12% مقارنة بسنة 2021 بسبب الظروف الاقتصادية التي أثرت على الأسواق المالية العالمية، وخلال سنة 2023 شهدت أصول مبادلة ارتفاعاً قياسياً ليصل إلى 1 111 مليار درهم إماراتي (302 مليار دولار أمريكي) بنسبة ارتفاع قدرها 9.45% مقارنة بسنة 2022 الأمر الذي ساعد على استثمار أمثل في قطاعات أساسية في العالم أبرزها التكنولوجيا والابتكارات من خلال توظيف ما قيمته 89 مليار درهم إماراتي (24 مليار دولار أمريكي) شركة "SPACE 24" المختصة في مجال تكنولوجيا الفضاء برأس مال قدره 4.1 مليار دولار مستهدفة بذلك الأسواق الناشئة، وفي نفس المجال قام الصندوق من خلال "غلوبال فاوندرز" بافتتاح مصنع في سنغافورة بقيمة 04 مليار دولار أما "مبادلة كيبیتال" فقد كان لها دور كبير في هذه الاستثمارات بتأسيس منصة "كيبیتال سولوسنز" التي تدير استثمارات بقيمة 2.7 مليار دولار وكذا استثماراتها في مجموعة "فورتيس" التي تملك "مبادلة كيبیتال" 90% من حصصها من "سوفت بنك" بقيمة 03 مليار دولار، حقق صندوق مبادلة للاستثمار من إجمالي استثماراتها عائداً بقيمة 99 مليار درهم إماراتي (27 مليار دولار).

المطلب الثاني: مؤسسة دبي للاستثمارات الحكومية ICD.

تُعد مؤسسة دبي للاستثمارات الحكومية (ICD) من أهم صناديق الثروة السيادية في دولة الإمارات العربية المتحدة، حيث تهدف إلى إدارة وتنويع أصول الدولة وتحقيق عوائد استثمارية مستدامة على المدى الطويل، وفي هذا المطلب سنستعرض نشأة المؤسسة، هيكلها التنظيمي، وأبرز استثماراتها ودورها في دعم الاقتصاد الوطني.

1- التعريف بمؤسسة دبي للاستثمارات الحكومية (Investment Corporation of Dubai):

تأسست مؤسسة دبي للاستثمارات الحكومية شهر ماي من سنة 2006 بموجب القانون رقم 11-2006 وهي عبارة عن صندوق سيادي استثماري مملوك لإمارة دبي بمحفظة استثمارية مجموع أصولها يقدر بـ: 1 322 مليار درهم إماراتي، تسعى إلى دمج وجمع المؤسسات والشركات التجارية المملوكة لها التي تبلغ 58 شركة موزعة على 87 دولة حول العالم بغية تحقيق خطط واستراتيجيات استثمارية طويلة المدى من خلال إدارة أصولها المالية الدولية والمحلية (www.icd.gov.ae/ar)

2- إدارة مؤسسة دبي للاستثمارات الحكومية:

يعمل مجلس إدارة مؤسسة دبي للاستثمارات على توحيد الوجهة الاقتصادية من خلال تجميع الاستثمارات وتوحيد الشركات التابعة للمؤسسة بغية الاستغلال الأمثل لفرص الاستثمار المتاحة داخلياً وخارجياً، باستعمال أصول متنوعة قطاعياً وجغرافياً تتماشى مع المخاطر المحتملة والعوائد المرجوة، كما يسهر مجلس الإدارة على ضرورة الالتزام بمبادئ الحوكمة والشفافية المتعلقة

الفصل الثاني: دراسة تحليلية لبعض صناديق الثروة السيادية الحديثة

بالشركات المملوكة للمؤسسة وضمان إدارة تشغيلية فعالة للاستثمارات عن طريق لجان مختلفة تعمل تحت إشرافه وتسهر على فعالية العمليات التجارية في شركات المؤسسة. (www.icd.gov.ae/ar).

قام مجلس إدارة مؤسسة دبي للاستثمارات الحكومية بوضع أطر لإدارة المخاطر ووسائل الرقابة على العمليات الاستثمارية والهيكلة التنظيمي من خلال تحديد استراتيجية استثمارية تحدد من خلالها الفرص الاستثمارية المثلى وذلك عن طريق التحقق من المعايير الآتية (شبوطي, حكيم; محي الدين, سمير, 2017, صفحة 12) :

- تلاؤم الفرص الاستثمارية مع الاستراتيجية المعتمدة من طرف المؤسسة في إدارة محافظتها الاستثمارية؛
- محدودية درجة المخاطر مقارنة مع العوائد المرجو تحقيقها على المدى البعيد؛
- أن تكون الاستثمارات في القطاعات التي يمكن أن تحقق نمو على المدى الطويل، تحقق من خلالها تنوعا اقتصاديا لإمارة دبي؛
- رأس المال الكافي.

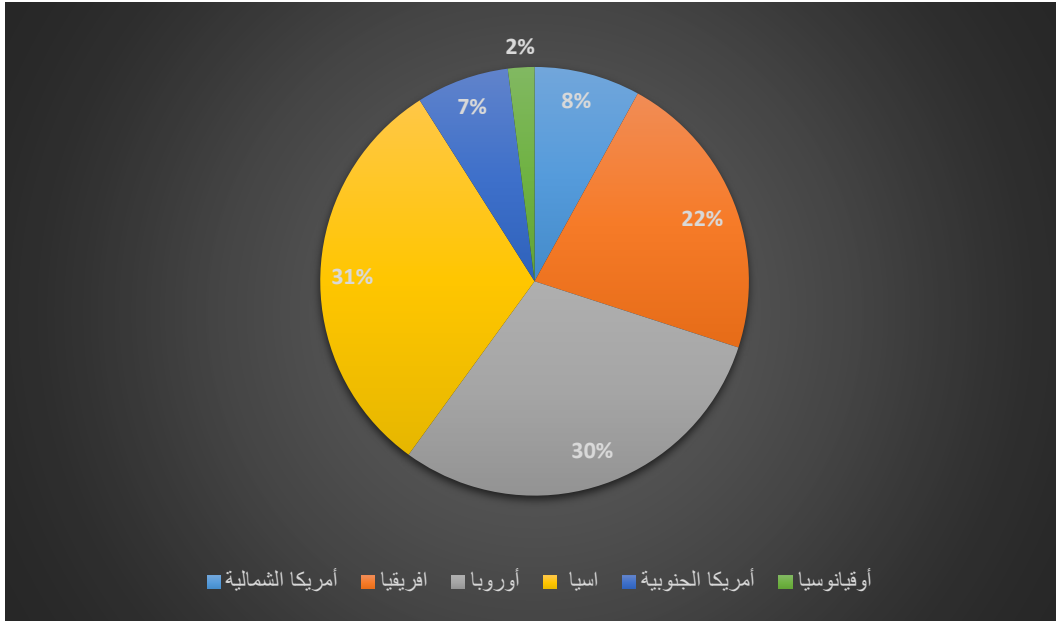
إن سعي حكومة الإمارات إلى تحقيق تنويع اقتصادي جعل مؤسسة دبي للاستثمارات دورا مهما في دعم الشركات في إمارة دبي التي نجحت بدورها في تحقيق توسع على العالم في جميع الميادين ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل 02-05.

3-توزيع المحفظة الاستثمارية لمؤسسة دبي للاستثمار جغرافيا:

ركزت حكومة أبو ظبي على تحقيق اقتصاد متنوع يدعم المشاريع الاستثمارية ويقدم قيمة مضافة لاقتصاد الإمارات وإرساء اقتصادها إلى درجة متقدمة من اندماجه مع العالم، الأمر الذي استلزم استقطاب استثمارات محلية وأجنبية وتسهيل تحويل رؤوس الأموال إلى الخارج من خلال توزيع المحافظ الاستثمارية للصناديق السيادية التي تملكها على قارات العالم (هزاع، 2013، صفحة 10).

الفصل الثاني: دراسة تحليلية لبعض صناديق الثروة السيادية الحديثة

الشكل 02-05: توزيع المحفظة الاستثمارية لمؤسسة دبي للاستثمار جغرافياً:



المصدر: بالاعتماد على (www.icd.gov.ae/ar) (التقرير السنوي ICD، 2023)

يوضح الشكل 02-05 توزيع المحفظة الاستثمارية لمؤسسة دبي للاستثمار حيث ركزت المؤسسة في استثماراتها في كل من قارتي أوروبا وآسيا ممثلة بـ: 31% و30% على التوالي من إجمالي استثماراتها بمجموع 53 دولة وهذا راجع إلى الرغبة في تحقيق مستويات عالية من التنوع الاقتصادي وتحقيق عائدات طويلة المدى في المؤسسات الأوروبية والآسيوية وفي دولة الإمارات العربية خاصة، من خلال تطبيق معايير الحوكمة وتبني استراتيجيات استثمارية حديثة ومتطورة.

جاءت البلدان الإفريقية في المركز الثاني بـ: 19 دولة ممثلة لـ 22% من المحفظة الاستثمارية ويعود ذلك إلى استثمار المؤسسة في مجموعة مختلفة من القطاعات كاستثمارها بشركة "دانجوتي" للأسمنت في نيجيريا بقيمة 300 مليون دولار (argaam, 2023) واستحواذ شركة بترول أبو ظبي على "حوض روفوما" للغاز في موزمبيق بقيمة 650 مليون دولار و تطوير مشروع عقاري في أنغولا واستثمار شركة الإمارات العالمية للألمنيوم في غينيا، فيما جاءت الأمريكيتين متقاربتين في عدد الدول التي تستثمر بها المؤسسة بـ 07 دول في أمريكا الشمالية و 05 دول في أمريكا الجنوبية مثلت كل منها 08% و 07% من المحفظة الاستثمارية على التوالي لتحتل قارة أستراليا المرتبة الأخيرة من خلال 03 دول استثمرت بها المؤسسة مثلت 02% من المحفظة الاستثمارية (www.icd.gov.ae/ar).

الفصل الثاني: دراسة تحليلية لبعض صناديق الثروة السيادية الحديثة

4-تقييم الأداء الاستثماري والمالي لمؤسسة دبي للاستثمارات إلى غاية 2023:

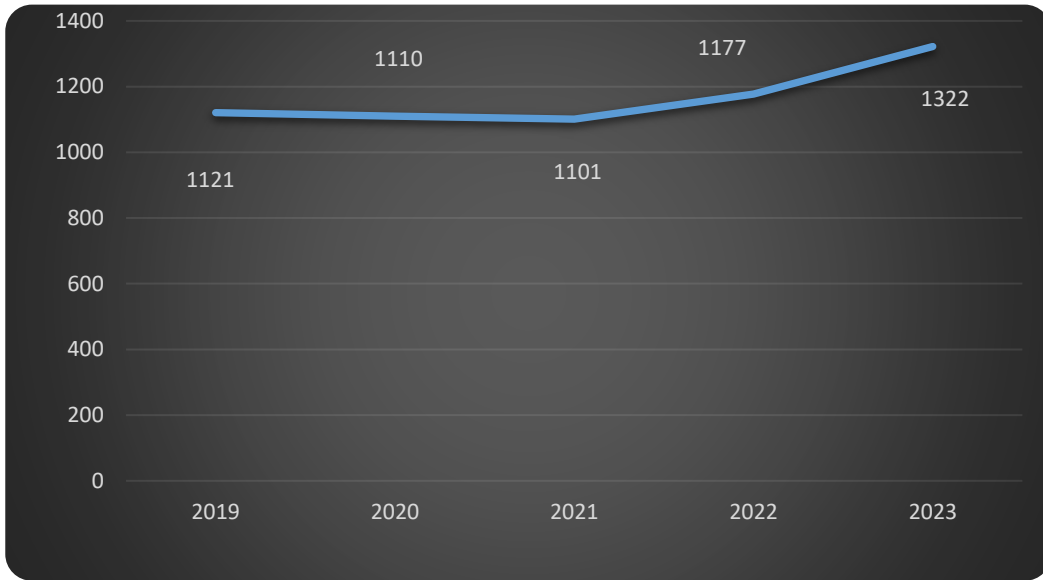
لإبراز مدى نجاح الصندوق في تحقيق الأهداف من خلال الاستراتيجية الاستثمارية المتمثلة في جودة القرارات المتخذة في اختيار قطاع الاستثمار وكذا مخصصات الأصول لكل قطاع ، وتوزيعها جغرافيا وتقييم العوائد المحققة من ذلك :

➤ تطور حجم أصول مؤسسة دبي للاستثمارات

جاء تصنيف مؤسسة دبي للاستثمارات الحكومية في المركز 12 عالميا والخامس عربيا لتصنيف سنة 2023 بمجموع أصول يقدر بـ360 مليار دولار أمريكي (swfinstitute, 2024) ويعتبر من بين أهم صناديق الثروة السيادية من حيث الأصول في الدول

الشكل 02-06: تطور أصول مؤسسة دبي للاستثمارات

الوحدة : مليار درهم إماراتي



المصدر: التقارير السنوية لـ (ICD) 2019.2020.2021.2022.2023

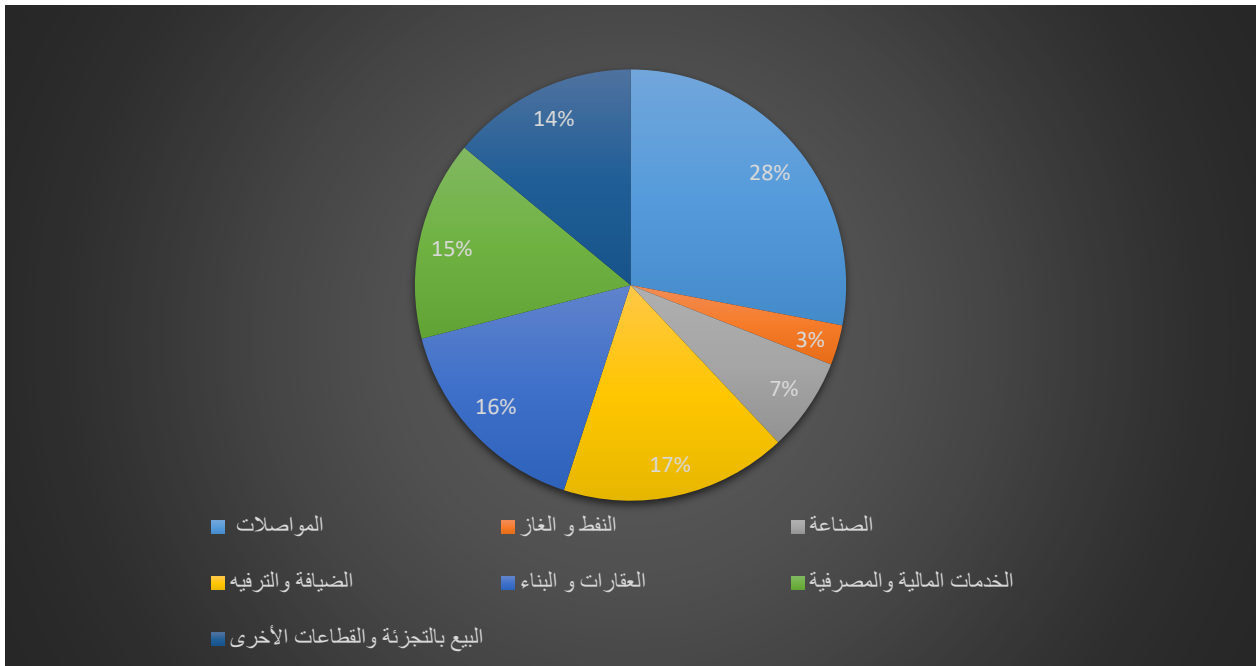
الخليج من خلال قراءتنا للشكل 06-02 نلاحظ تطور حجم أصول المؤسسة في الفترة الممتدة بين 2019 و2023 حيث كان إجمالي أصول المؤسسة 1121 مليار درهم إماراتي في سنة 2019 مسجلة بذلك زيادة عن نسبة 27.5% عن سنة 2018 يرجع ذلك إلى تحقيق أرباح فاقت 25 مليار درهم إماراتي، واستحوذت المؤسسة على "دينيز-بنك"، سنة 2020 سجلت فيها المؤسسة انخفاض طفيف بسبب الاضطرابات التي شهدتها العالم على أثر جائحة كوفيد-19، حيث سجلت المؤسسة خسائر بلغت 9.4 مليار درهم إماراتي تعود إلى قطاع النقل الذي تعطل خلال الجائحة وانخفاض أسعار البترول، واصل حجم الأصول نفس المنحى سنة 2021 ويعتبر أدنى مستوى في السنوات الأخيرة، هذا راجع إلى صافي الخسائر الإجمالية التي تحملتها المؤسسة بمبلغ 15.5

الفصل الثاني: دراسة تحليلية لبعض صناديق الثروة السيادية الحديثة

مليار درهم إماراتي سنة 2020 بسبب جائحة كورونا، رغم ذلك بلغت إيرادات المؤسسة 169.4 مليار درهم إماراتي مع صافي أرباح وصل إلى 10.1 مليار درهم إماراتي الأمر الذي ساعد في ارتفاع حجم الأصول ليصل إلى 1177 مليار درهم إماراتي سنة 2022 مع انتعاش في أسعار النفط والغاز ورفع القيود على السفر وانخفاض مخصصات البنوك والعقارات ليصل إجمالي الأصول إلى 1322 مليار درهم إماراتي (360 مليار دولار أمريكي) سنة 2023 جراء تحقيق مستويات عالية من الأرباح والإيرادات التي بلغت 267.4 مليار درهم إماراتي من جميع القطاعات العاملة في المؤسسة (www.icd.gov.ae/ar).

➤ القطاعات الاستثمارية لمؤسسة دبي للاستثمارات الحكومية:

الشكل 02-07: توزيع المحفظة الاستثمارية لمؤسسة دبي للاستثمارات حسب قطاع الاستثمار



المصدر: بالاعتماد على التقرير السنوي لـ ICD لسنة 2023

من خلال قراءتنا للشكل 02-07 نلاحظ توزيع الاستثمارات بالنسب المئوية للشركات التابعة لمؤسسة دبي للاستثمارات الحكومية حسب القطاع حيث نجد في المرتبة الأولى قطاع المواصلات ممثلاً لـ 28% من أصول محفظة المؤسسة من خلال 04 شركات أساسية منحوا الريادة للإمارات في مجال النقل الجوي على غرار "طيران الإمارات وفلاي دبي وشركة دبي لصناعة الطائرات "DAE" و "شركة دناتا" وجاء قطاع الضيافة والترفيه في المرتبة الثانية بنسبة 17% من المحفظة الاستثمارية لمؤسسة دبي للاستثمارات الحكومية، باعتبار دبي من أبرز الوجهات السياحية في العالم حيث بلغ عدد زوارها سنة 2023 أكثر من 17 مليون زائر (globalmediainsight, 2023).

الفصل الثاني: دراسة تحليلية لبعض صناديق الثروة السيادية الحديثة

وهو ما استدعى تضافر جهود القطاعين العام والخاص من أجل دعم هذا التوجه المهم للمؤسسة تمثل ذلك في الاستثمار في مجموعة كبيرة من الفنادق العالمية والشركات كمركز دبي التجاري العالمي الذي يعتبر وجهة للسياحة ولرؤوس الأموال بقرابة **11** مليار درهم إماراتي كنتاج محلي إجمالي، ليأتي قطاع العقارات والبناء في المرتبة الثالثة بـ: 16% من خلال **05** شركات تضمها هذه المحفظة مشكلة دعامة لقطاع السياحة والبنية التحتية المتطورة، تمثلت في "شركة إعمار" بمجموع أصول عقارية بلغت **19** مليار دولار وشركة "اليك للهندسة والمقاولاتية" التي بلغت قيمة مشاريعها المنجزة **73** مليار درهم إماراتي وشركات أخرى ساهمت في تطوير البنية التحتية لإمارة دبي.

يحتل قطاع الخدمات المالية والمصرفية المرتبة الرابعة بنسبة **15%** من محفظة مؤسسة دبي للاستثمارات الحكومية من خلال **05** مؤسسات مالية من بينها "بنك الإمارات دبي الوطني" الذي يملك أصول ضخمة في دولة الإمارات بلغت **863** مليار درهم إماراتي مع نهاية سنة **2023** ممثلة بـ **856** فرع حول العالم وأكبر بنك إسلامي في الإمارات "بنك دبي الإسلامي" بقيمة أصول **314** مليار درهم إماراتي موزعة على أكثر من **500** فرع حول العالم، وبنك دبي التجاري بقيمة أصول قربت **130** مليار درهم إماراتي موزعة على **14** فرع محلي بدولة الإمارات، إضافة إلى شركة "الصكوك الوطنية" التي تدعم التعاملات البنكية بالشرعية الإسلامية (زيرمي، 2021، الصفحات 13-14) بقيمة أصول بلغت **14** مليار درهم إماراتي سنة **2023**، و"بورصة دبي" للتواجد في السوق المالي المحلي والعالمي برأس مال بلغ **688** مليار درهم إماراتي إلى غاية **2023**، وجاء قطاع البيع بالتجزئة في المرتبة الخامسة بنسبة **14%** من المحفظة الاستثمارية للمؤسسة من خلال **07** شركات رئيسة أبرزها "السوق الحرة لدي" بإجمالي عدد معاملات البيع تجاوزت **20** مليون درهم إماراتي سنويا موجهة للمسافرين من مطارات الإمارات وشركة "إمداد" المختصة في إدارة المرافق في الإمارات والشرق الأوسط ومصر وعمان التي بلغت عائداتها **700** مليون درهم إماراتي و"سلطة مركز دبي للسلع المتعددة" التي تضم أكثر من **24** ألف شركة حول العالم تميزت بتجارة "الألماس" التي بلغت قيمتها **157** مليار دولار وشركات أخرى تقدم خدمات الاستشارة وتقديم الحلول في المعاملات المالية مثل "إمارتسك" و"smart-Stream" ليحل في المركز ما قبل الأخير قطاعا لصناعة بـ: **07%** من محفظة المؤسسة من خلال "03" شركات صناعية مثل شركة "الإمارات العالمية للألمنيوم EGA" التي تعمل بالشراكة مع صندوق مبادلة للاستثمار، وشركة "دوكاب" الرائدة في إنتاج الكابلات النحاسية و"دوبال القابضة" التي تعمل في مجال التعدين، وجاء في المرتبة الأخيرة قطاع النفط والغاز بشركة وحيدة هي "شركة البترول الإمارات الوطنية" من مجموع محطات بلغ **154** محطة مثلت قيمة **03%** من محفظة مؤسسة دبي للاستثمارات الحكومية. (الملحق 02)، (www.icd.gov.ae/ar)، يبين أبرز استثمارات مؤسسة دبي للاستثمارات الحكومية.

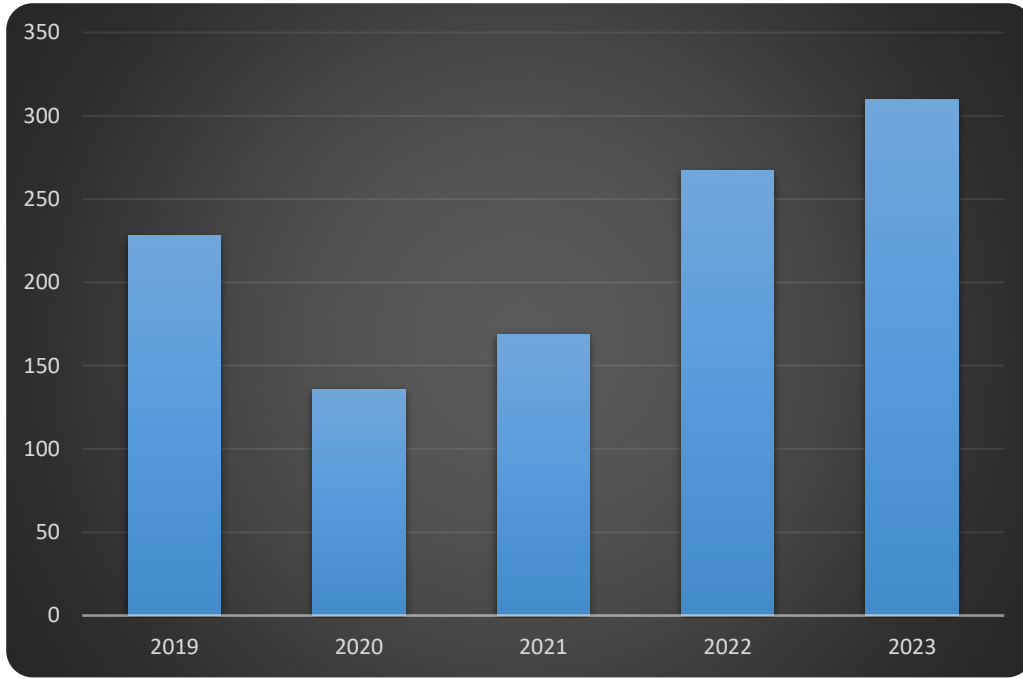
الفصل الثاني: دراسة تحليلية لبعض صناديق الثروة السيادية الحديثة

➤ إيرادات مؤسسة دبي للاستثمارات الحكومية:

من خلال تقييمنا للأداء المالي لمؤسسة دبي للاستثمارات الحكومية للفترة الممتدة من 2019 إلى 2023 وبالاعتماد على القوائم المالية المفصح عنها في التقارير المالية السنوية للمؤسسة خلال الفترة قيد الدراسة، يمكن عرض الإيرادات المحققة في هذه الفترة في الشكل أدناه:

الشكل 02-08: إيرادات مؤسسة دبي للاستثمارات الحكومية

الوحدة: مليار درهم إماراتي



المصدر: التقارير السنوية لـ (ICD) 2019.2020.2021.2022.2023 و الموقع (www.icd.gov.ae/ar)

يوضح الشكل رقم 02-08 مجموع العوائد لشركة دبي للاستثمارات الحكومية التي بلغت سنة 2019 قرابة 228 مليار درهم إماراتي تزامنت مع انخفاض في أسعار المحروقات وتراجع أداء المؤسسة سنة 2020 لتتخفص إيراداته إلى حدود 136 مليار درهم إمارتي مسجلة انخفاضا فاق 40% مقارنة بالسنة الفارطة، وتسجيل صافي خسائر بلغ 15 مليار درهم إمارتي بسبب جائحة كوفيد-2019 التي فرضت قيودا على العالم بما في ذلك أنشطة السفر والسياحة التي نعتبر من أهم القطاعات الاستثمارية للمؤسسة.

عادت إيرادات المؤسسة للارتفاع سنة 2021 حيث بلغت 169 مليار درهم إمارتي مسجلة ارتفاعا بنسبة 24% عن السنة السابقة مع صافي أرباح فاق ما قيمته 10 مليار درهم وهذا راجع إلى ارتفاع أسعار النفط وعودة نشاط قطاع النقل لرفع القيود الصحية وانخفاض مخصصات المؤسسات المالية والعقارية (www.icd.gov.ae/ar). تواصلت إيرادات المؤسسة في تحقيق نتائج

الفصل الثاني: دراسة تحليلية لبعض صناديق الثروة السيادية الحديثة

إيجابية حيث بلغت أكثر من 167 مليار درهم إمارتي سنة 2022 بزيادة بلغت نسبة 58% عن السنة السابقة وصافي أرباح بلغت 36 مليار درهم يرجع ذلك إلى زيادة أرباح قطاع المواصلات وأرباح النفط والغاز بأكثر من 85% و زيادة نمو أرباح القطاعات الأخرى بنسبة 115% للتحقق سنة 2023 أعلى قيمة إيرادات بلغت أزيد من 310 مليار درهم إمارتي بنسبة زيادة قدرت بـ 16% مقارنة بالسنة السابقة وحققت في ذات السنة صافي أرباح قدر بـ: 60.8 مليار درهم إمارتي كان أغلبها عائدات المواصلات التي نسبتها 119% وأرباح القطاع المالي و المصرفي بزيادة قدرت ب 69% مقارنة بسنة 2022 (الادارة، 2023، الصفحات 10-17).

المبحث الثاني: صندوق المعاشات الحكومي العالمي النرويجي GPFG.

يعد صندوق المعاشات الحكومي العالمي النرويجي من بين أكبر الصناديق السيادية في العالم بالنظر إلى حجم أصوله التي بلغت 1.79 تريليون دولار أمريكي مع نهاية سنة 2023 محتلا بذلك المرتبة الأولى عالميا؛ تعود ملكية الصندوق لحكومة النرويج ويعتبر أيضا من بين أفضل النماذج العالمية في إدارة العوائد البترولية وتحقيق قيم عالية من العائدات على الاستثمارات خارج المحروقات.

المطلب الأول: تقديم صندوق المعاشات الحكومي العالمي النرويجي.

تعتبر النرويج من بين أهم الدول النفطية في العالم ويعود هذا إلى سنة 1969 أين تم اكتشاف أول حقل للبترول في بحر دولة النرويج الذي حققت من خلاله عوائد مالية هائلة ساهمت في نمو اقتصاد البلاد بشكل كبير، ولعدم قدرة اقتصاد النرويج على استيعاب هذه الفوائض المالية تعين على متخذي القرار استخدامها بطريقة حذرة لتجنب المساس بالاستقرار الاقتصادي إلى أن جاء قرار البرلمان النرويجي سنة 1990 الذي يقضي بإنشاء صندوق التقاعد الحكومي العالمي النرويجي (عيشوبة، رفيقة بن؛ صدقاوي، صورية، 2022، صفحة 7).

1- نشأة الصندوق:

هدفت الحكومة النرويجية إلى استغلال الفوائض البترولية من خلال تدويرها إلى قيم مالية وإعادة استخدامها بما يضمن استقرار الاقتصاد النرويجي من خلال استثمارها خارج حدود النرويج لتجنب إنفاقها في الاقتصاد المحلي (Lie, 2018, pp. 293-294) من خلال استخدامها على المدى البعيد لحماية ثروة الأجيال القادمة وتجنب نضوب هذه الثروة الطبيعية، وقرار من البرلمان النرويجي ليطم إنشاء صندوق ثروة سيادي باسم "صندوق النفط الحكومي" تطبيقا للقانون رقم 36 في 22 جوان 1990 الصادر عن البرلمان النرويجي. قد تم إجراء تعديل على عملية سحب وإيداع الأموال في هذا الصندوق في عام 1996 على أن يتم استثمارها في الخارج فقط (NBIM, 2024)، كما أصدرت الحكومة سنة 2001 قانونا ينص على عدم تخطي

الفصل الثاني: دراسة تحليلية لبعض صناديق الثروة السيادية الحديثة

الصندوق نسبة 4% في تمويل عجز الموازنة العامة (ÖZGÜL, 2019, p. 246)، ليتغير اسم الصندوق سنة 2006 إلى "صندوق المعاشات الحكومي العالمي" ويتم اعتباره كأداة من أدوات السياسة المالية التي تطبقها النرويج لإدارة العوائد النفطية على المدى الطويل وكذا تغطية النفقات المتزايدة المترتبة عن التقاعد تزامنا مع انخفاض الدخل القومي آنذاك وبهذا أدى الصندوق دور وسيلة الاستقرار واتسع عمل الصندوق إلى الاستثمار المالي في الأسهم والسندات في فترة ارتفاع العوائد البترولية (NBIM, 2024).

2- تطور الصندوق:

بعد إعلان البرلمان النرويجي سنة 1990 على تأسيس "صندوق النفط الحكومي" أدخلت عدة تعديلات مهمة كان لها أثر على أداء ومهمة ونظام صندوق التقاعد الحكومي العالمي النرويجي، يكمن تلخيص أهم تطورات الصندوق فيما يلي (NBIM, 2025):

- سنة 1990: إصدار البرلمان النرويجي القانون رقم "36" الذي يقضي بإنشاء "صندوق النفط الحكومي" مهمته إدارة العوائد النفطية؛
- سنة 1996: البداية الفعلية لعمل الصندوق على اثر قيام الحكومة النرويجية بأول تحويل مالي إلى حساب الصندوق على أن يستثمر في السندات الحكومية خارج النرويج؛
- سنة 1998: نشأة "NBIM" "بنك النرويج لإدارة الاستثمار" الذي ينوب عن وزارة المالية في إدارة المحفظة الاستثمارية للصندوق، ليوسع استثماراته إلى حدود 50% من أصوله في الأسهم، ويعمل هذا البنك تحت إشراف البنك المركزي النرويجي؛
- الفترة ما بين 2000-2009: تمت إضافة "05" أسواق ناشئة لمؤشر الأسهم المرجعي لصندوق النفط الحكومي؛
- إنشاء مجلس أخلاقيات المهنة لمراقبة استثمارات الصندوق ومجالاتها؛
- تغيير اسم الصندوق إلى صندوق "المعاشات الحكومي العام" وتوسيع مهامه بدعم نظام التقاعد؛
- رفع نسبة استثمار أصول الصندوق في الأسهم إلى 60%؛
- ارتفاع أسعار البترول، الأمر الذي أدى إلى تحويل مبالغ ضخمة إلى حساب الصندوق.
- ارتفاع القيمة السوقية للمحفظة الاستثمارية وتحقيق عوائد ضخمة؛
- سنتي 2010-2011: قيام الصندوق بأول استثمار عقاري بعد منح وزارة المالية الضوء الأخضر باستثمار ما قيمته 05% من أصول الصندوق في المجال العقاري وتخفيض النسبة في السندات؛
- سنة 2012: إعلان وزارة المالية تخفيض حصص الاستثمار الأوروبية إلى 40% مع رفع استثمارات الصندوق في الأسواق الناشئة إلى 10%؛

الفصل الثاني: دراسة تحليلية لبعض صناديق الثروة السيادية الحديثة

- أول استثمار عقاري للصندوق في الولايات المتحدة الأمريكية؛
- سنة 2013: تحقيق ثاني أكبر عائد منذ نشأة الصندوق إلى 2013 و تحقيق ارتفاع القيمة السوقية للصندوق إلى أكثر من 1 200 مليار كرونة نرويجية؛
- سنة 2015: مجلس الأخلاقيات يرسل توصياته مباشرة إلى بنك النرويج عوضا عن وزارة المالية، ليقرر مجلس إدارة بنك النرويج مراقبة واستبعاد الشركات؛
- سنة 2017: من خلال نموذج إدارة جديد لبنك النرويج، قرر هذا الأخير تخصيص العقارات ضمن قيود التفويض التي تنص على أن العقارات غير المدرجة تشكل 07% من المحفظة الاستثمارية للصندوق.
- سنة 2019: تحقيق أفضل عوائد ربع سنوية في تاريخ الصندوق بـ: 738 مليار كرونة في الربع الأول لـ: 2019 جاء نتيجة ارتفاع قياسي للقيمة السوقية للصندوق التي بلغت أكثر من 9000 مليار كرونة نرويجية؛
- سنة 2021: إعلان الصندوق عن أول استثمار في البنية التحتية للطاقة المتجددة من خلال شراء 50% من مزرعة الرياح BORSELE في هولندا؛
- سنة 2023: تحقيق أكبر قيمة سوقية للصندوق منذ نشأته فاقت 15 000 مليار كرونة نرويجية.

المطلب الثاني: حوكمة وإدارة صندوق المعاشات الحكومي العالمي النرويجي:

يعتبر نموذج حوكمة وإدارة صندوق المعاشات الحكومي النرويجي من بين أبرز نماذج الحوكمة في العالم وأبرزها، نظير امتثاله لأحكام وضوابط ممارسات الاستثمار وإدارة أصول الصندوق بطريقة شفافة ومستقلة ومسؤولة، يتم تقييم ممارسات الصندوق من خلال مجموعة من المؤشرات الصادرة عن معهد صناديق الثروة السيادية.

1- حوكمة الصندوق:

يعتبر صندوق المعاشات الحكومي النرويجي من بين أفضل الصناديق السيادية في العالم وأحسن نموذج من حيث احترامه لمعايير الحوكمة والشفافية والإدارة الحكيمة وتطبيقه للمعايير المحاسبية الدولية حيث نال الصندوق العلامة الكاملة في تطبيقه لمعايير الحوكمة الصادرة عن معهد الصناديق السيادية العالمية في مؤشر "لينبرغ-مادويل" ونال أيضا 98% كأفضل درجة في العالم حسب مؤشر "ترومان" (عيشوبة، رفيقة بن؛ صدقاوي، صورية، 2022، صفحة 09) وتحصل على المرتبة الأولى نظير الامتثال لمبادئ "سنتياغو" بـ 94% في تقييم سنة 2013 حيث تم تصنيفه مع المجموعة الأولى (يجي، تقييم مدى التزام صناديق الثروة السيادية بمبادئ سنتياغو دراسة حالة صندوق معاشات التقاعد الحكومي العالمي-النرويج-و صندوق ضبط الموارد-الجزائر-، 2017، الصفحات 15-16) وبحكم ملكية الصندوق التي تعود لشعب النرويج ممثلا بالبرلمان النرويجي الذي أقر ذلك، فإن التصرف وإدارة هذا الصندوق تعود إلى هيئات مستقلة تعنى بالإشراف ومراقبة نشاطاته الاستثمارية بالاعتماد على نموذج للحوكمة يبين

الفصل الثاني: دراسة تحليلية لبعض صناديق الثروة السيادية الحديثة

مسؤوليات ومهام كل هيئة من الهيئات التابعة لهذا الأخير من خلال مجموعة من القوانين والتوصيات المنظمة لعمليات الاستثمار الصادرة عن الهيئة التشريعية الممثلة بوزارة المالية، وبنك النرويج المركزي ممثلاً عن السلطة التنفيذية (أوسعيد، 2023، صفحة 157) سنوضح الهيئات المشرفة على حوكمة هذا الصندوق الذي يعتبر التجربة المثالية للصناديق السيادية والذي سنعتمد حوكمته في مقترحنا لإنشاء صندوق سيادي جزائري في الفصل الثالث، يمكن حصر هذه الهيئات فيما يلي :

➤ **البرلمان النرويجي:** يعتبر البرلمان النرويجي ممثلاً للشعب النرويجي في ملكية الصندوق ويعتبر سلطة تشريعية حيث يقوم بسن قانون صندوق التقاعد الحكومي الذي ينظم الإطار الرسمي له من خلال المصادقة على الميزانية والتقارير السنوية وكذا تعيين الأعضاء المسيرين للصندوق في مجلس الإدارة كما يضمن المراقبة الدورية للعمليات الاستثمارية ونتائج الصندوق الحالية (أوسعيد، 2023، صفحة 158)، والمصادقة على الاستراتيجيات الاستثمارية المستقبلية التي يضعها الصندوق من خلال لوائح وقوانين تنظيمية لضمان ملائمة العمليات التي يقوم بها الصندوق (حساني و زايري، 2018، صفحة 8).

➤ **وزارة المالية:** تعتبر وزارة المالية في النرويج المسؤول الأول في إدارة الصندوق، من خلال تقديم التوجيهات لبنك النرويج ووضع استراتيجيات واتفاقيات استثمارية للصندوق، وتحرص على تطبيق المبادئ الأخلاقية من خلال إنشاء مجلس للأخلاقيات يتم من خلاله مراقبة الشركات التابعة للصندوق وتقييم مدى تطبيقها لهاته للمبادئ واستبعاد الشركات المخالفة لها (بلقلة و قسول، 2017، صفحة 127)، كما تقوم الوزارة بإعداد تقارير سنوية مفصلة تقدم للبرلمان توضح فيها الأداء المالي للصندوق (NBIM، 2025).

➤ **بنك النرويج المركزي:** يعتبر السلطة التنفيذية للوائح التنظيمية والقوانين المسطرة من طرف وزارة المالية وهو مسؤول عن تسيير الصندوق من خلال طرق وكيفيات الاستثمار والاستثمارات المستهدفة وتقييمها من حيث العائد والخطر وتقديم تقارير سنوية أو فصلية لوزارة المالية تشرح فيها الاستراتيجيات الاستثمارية للصندوق والأداء المالي من خلال توضيح النتائج المحققة في الصندوق (www.nbim.no/en) كما قام البنك المركزي بإسناد مهمة الإدارة التشغيلية للاستثمارات إلى "بنك إدارة الاستثمارات النرويجي" NBIM* سنة 1998 (بوفليح، دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية الواقع والأفاق مع الإشارة إلى حالة الجزائر، 2011، صفحة 130).

2- إدارة الصندوق:

أسس بنك النرويج المركزي باعتباره المكلف بإدارة صندوق المعاشات الحكومية النرويجي جهة أخرى تعنى بالإدارة التشغيلية لموارد الصندوق سنة 1998 تحت اسم "بنك إدارة الاستثمارات النرويجي" "NBIM" نيابة عنه حيث يضم "NBIM" بدوره عدة إدارات أخرى، مهمتها تطبيق الاستراتيجيات الاستثمارية المسطرة من قبل الحكومة النرويجية ممثلة بوزارة المالية والبرلمان وباعتبار صندوق الثروة السيادية النرويجي من بين أكبر الصناديق الاستثمارية في العالم فإن الهيكل التنظيمي للإدارة يجب أن يكون من أفضل النماذج في العالم وهذا ما يوضحه (الملحق 03).

من خلال قراءتنا للملحق 03 يتضح لنا وجود تقسيمات في المهام لكل الجهات المشرفة على صندوق المعاشات الحكومي العالمي بهدف تحقيق عوائد من خلال إدارة تشغيلية ذات كفاءة تمثلت فيما يلي (أوسعيد، 2023، صفحة 160) :

2-1 مجلس التنفيذي للبنك المركزي النرويجي: "Executive Board":

يعتبر هذا المجلس المسؤول الأول عن العمليات الاستثمارية التي يقوم بها بنك النرويج يتأسسه محافظ البنك المركزي الذي يشرف على سبعة أعضاء مهمتهم إعداد الخطط والاستراتيجيات الاستثمارية وتحديد صلاحيات إدارة "بنك إدارة الاستثمارات النرويجي" وإعداد سياسة لإدارة المخاطر المتعلقة بالمحفظة الاستثمارية الأمر الذي أدى إلى استحداث الإدارات الفرعية التالية: (www.nbim.no)

- مجلس إدارة "NBIM": يجمع مجلس الإدارة مجموعة من الإطارات المختصين في تطبيق الاستراتيجيات والسياسات الاستثمارية المسطرة من قبل المجلس التنفيذي لبنك النرويج المركزي ؛
- المجلس الاستشاري لـ: "NBIM": تم تأسيسه من قبل المجلس التنفيذي للبنك المركزي مهمته تقديم اقتراحات واستشارات لمجلس إدارة البنك لتحسين أداءه، يكون ذلك عن طريق خبراء دوليين في المجال؛
- لجنة المراقبة والتدقيق: تتكون هذه اللجنة من مجموعة من الأعضاء الذين يتم تعيينهم من قبل البرلمان النرويجي مهمتهم مراقبة العمليات الاستثمارية التي يقوم بها "NBIM" ومدى تطبيقها للقوانين والنصوص التنظيمية كما تقوم بالمصادقة على الميزانية و القوائم المالية السنوية لـ "NBIM" بعد عملية التدقيق.

الفصل الثاني: دراسة تحليلية لبعض صناديق الثروة السيادية الحديثة

2-2- المجلس التنفيذي لـ "NBIM":

يقوم هذا المجلس بالعمليات اليومية في صندوق المعاشات الحكومي العالمي و تطبيق خطط واستراتيجيات الاستثمار الموضوعة من قبل البنك المركزي ووزارة المالية النرويجية ، يتفرع المجلس التنفيذي لـ "NBIM" بدوره إلى عدة فروع إدارية متخصصة في عمليات محددة كما وضحه الشكل أعلاه.

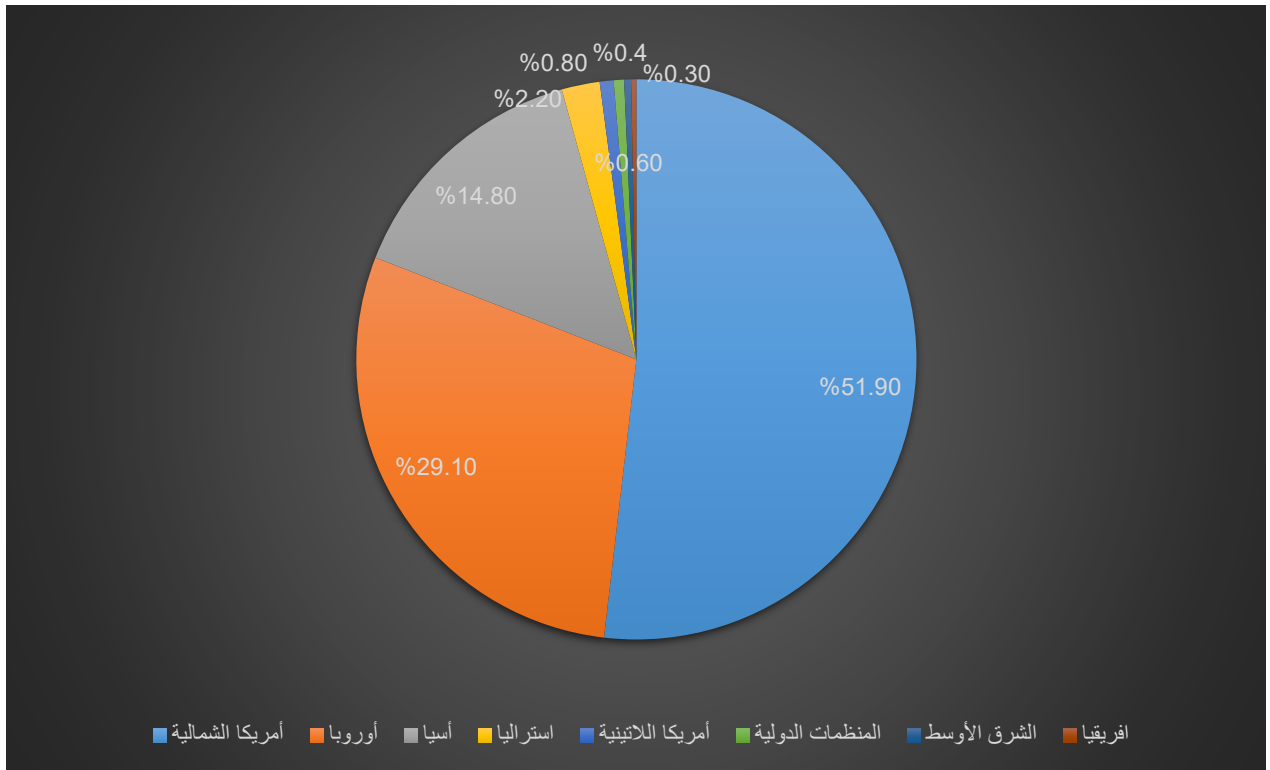
المطلب الثالث: تقييم الأداء الاستثماري والمالي لصندوق المعاشات الحكومي العالمي النرويجي (GPFG)

بعد تقييم مدى تطبيق معايير الحوكمة والشفافية من قبل صندوق (GPFG) ومدى التزامه للامتثال لمختلف المعايير المعتمدة في تصنيف صناديق الثروة السيادية، يمكننا تقييم الأداء المالي للصندوق من خلال دراسة الاستراتيجية الاستثمارية التي ينتهجها في توزيع الأصول وتركيز الاستثمار على قطاعات معينة في عدة بلدان من العالم ، وتقييم العوائد المحصلة من هذا الاستثمار :

1- توزيع المحفظة الاستثمارية لصندوق المعاشات الحكومي العالمي النرويجي جغرافيا:

سنتناول التوزيع الجغرافي لمحفظة صندوق المعاشات الحكومي النرويجي وأثره في تنويع الاستثمارات وتقليل المخاطر المالية.

الشكل 02-09: توزيع المحفظة الاستثمارية لصندوق المعاشات الحكومي العالمي النرويجي جغرافيا



المصدر: (GPFG, Annual report, 2023, p. 15)

الفصل الثاني: دراسة تحليلية لبعض صناديق الثروة السيادية الحديثة

نظرا لصغر حجم السوق الترويجية يستثمر صندوق المعاشات الحكومي العالمي في 73 دولة حول العالم فمن خلال الشكل 02-09 يمكن القول أن الصندوق ركز في استثماراته في سنة 2023 على الأسواق الأمريكية التي احتلت صدارة توزيع المحفظة الاستثمارية بـ 51.90% كان أبرز هذه الاستثمارات في شركات كبرى في العالم مثل (أبل مايكروسوفت وانفيديا) واحتلت أمريكا الشمالية الصدارة في حيازات صندوق المعاشات بـ 46% من إجمالي الحيازات الموزعة حول العالم كان أغلبها في الأسهم بـ 33.8% من هذه الحيازات، تليها السندات بـ 12.8% والاستثمارات العقارية بـ 0.9%.

جاءت أوروبا في المركز الثاني من إجمالي محفظة الصندوق بـ 29.1% بنسبة حيازات بلغت 7.4%، وكان نصيب الأسواق الآسيوية من الصندوق 14.8% كان أبرزها في كوريا و الصين، لتستحوذ استراليا على 2.2% من محفظة الصندوق تليها أمريكا اللاتينية بـ 0.8% والمنظمات الحكومية والشرق الأوسط وإفريقيا باعتبارها أسواق ناشئة بأقل من 1% من المحفظة الاستثمارية للصندوق (GPF, Annual report, 2023, pp. 12-13-14).

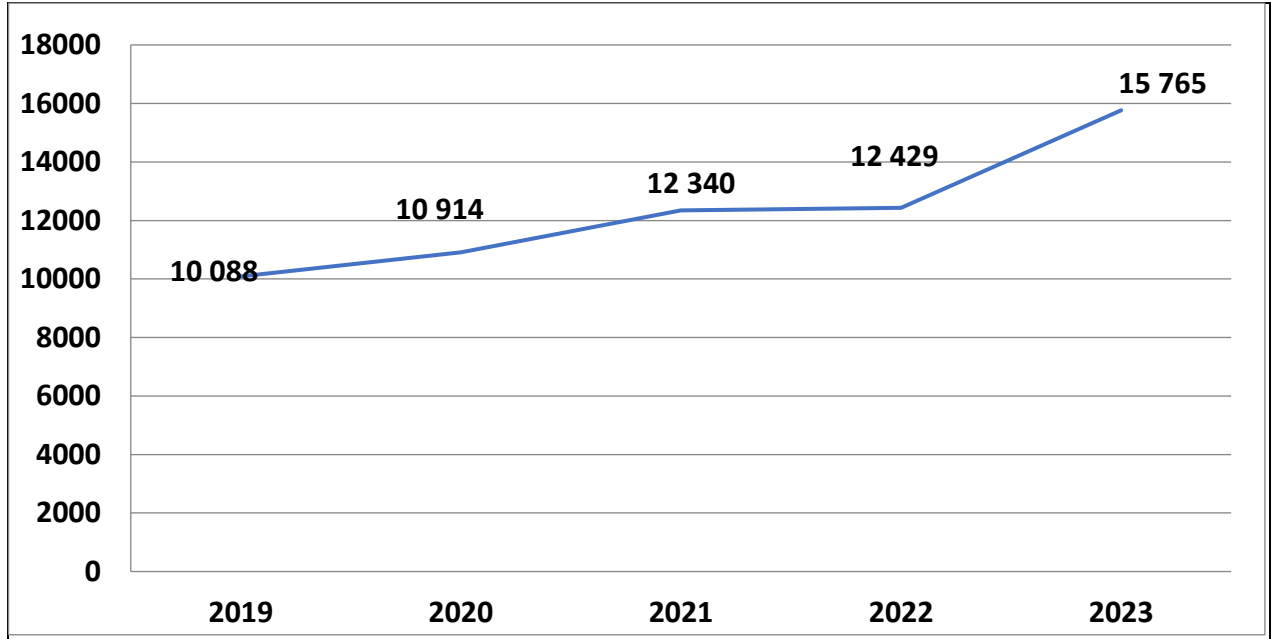
2-تطور رأس مال صندوق المعاشات الحكومي العالمي النرويجي:

استثمر الصندوق في 8859 شركة حول العالم في سنة 2023 وقد تحصل صندوق المعاشات الحكومي العالمي على لقب الصندوق الأكثر شفافية في مؤشر الشفافية والأكثر انفتاحا في العالم بشعار "الانفتاح يبني الثقة والثقة هي رأس المال" وهذا نظير العوائد القوية التي حققها خلال سنة 2023؛ يرجع هذا إلى الاستراتيجية الاستثمارية التي تطبقها إدارة الصندوق. يوضح الشكل رقم 02-10 تطورات رأس مال الصندوق.

الفصل الثاني: دراسة تحليلية لبعض صناديق الثروة السيادية الحديثة

الشكل 10-02 تطور رأسمال صندوق المعاشات الحكومي العالمي النرويجي GPFG للفترة 2019-2023

الوحدة: مليار كرونة نرويجية



المصدر: (GPFG, Annual report, 2023, p. 4)

نلاحظ من خلال الشكل رقم 10-02 أن رأس مال صندوق المعاشات الحكومي في ارتفاع مستمر حيث تخطى حاجز 10 آلاف مليار كرونة نرويجية سنة 2019 لينتقل إلى 10 914 مليار كرونة نرويجية سنة 2020 متحدياً بذلك أزمة كوفيد 19 التي أثرت سلباً على عوائد الصندوق في هذه السنة (عيشوبة, رفيقة بن; صدقاوي, صورية, 2022, صفحة 8)، مواصلاً الارتفاع إلى 12 340 مليار كرونة نرويجية سنة 2021 وذلك لارتفاع العائد على الاستثمارات من خلال تطبيق السياسات التوجيهية للاستثمار، وبلغت القيمة السوقية للصندوق 12 429 مليار كرونة نرويجية سنة 2022، بنسبة ارتفاع بسيطة بلغت 0.72% مقدرة بحوالي 90 مليار كرونة نرويجية وفي سنة 2023 بلغت القيمة السوقية للصندوق أعلى قيمة لها منذ نشأته حيث وصلت إلى 15 768 مليار كرونة نرويجية بنسبة ارتفاع بلغت 26.84% مقدرة بـ: 3 336 مليار كرونة نرويجية. يعود ذلك إلى العوائد التي حققها الصندوق التي فاقت 220 مليار كرونة نرويجية وتحويل مباشر من الحكومة بقيمة 704 مليار كرونة نرويجية تضخ في رأس المال جراء الارتفاع في مبيعات النفط والغاز (GPFG, Annual report, 2023, p. 13).

الفصل الثاني: دراسة تحليلية لبعض صناديق الثروة السيادية الحديثة

3: توزيع المحفظة الاستثمارية لصندوق المعاشات الحكومي العالمي الترويجي:

يتم توزيع الأصول في المحفظة الاستثمارية لصندوق المعاشات الحكومي حسب السياسة الاستراتيجية التي تقرها وزارة المالية بغية تطبيق الاستراتيجية الاستثمارية المسطرة التي يلتزم بها بنك إدارة الاستثمارات الترويجي. الشكل رقم 02-12 يوضح توزيع أصول الصندوق سنة 2023.

الجدول 02-02: توزيع المحفظة الاستثمارية لصندوق المعاشات الحكومي العالمي الترويجي سنة 2023

حسب الأصول:

الوحدة: %

نوع الأصول	النسبة
الأسهم	70.90
استثمارات الدخل الثابت (السندات)	27.10
العقارات	1.90
البنية التحتية للطاقة	0.10

المصدر: (GPF, Annual report, 2023, p. 4)

من خلال الجدول 02-02 يتضح لنا تركيز صندوق المعاشات الحكومي العالمي الترويجي في استثماراته على الأسهم التي بلغت نسبة 70.90% من المحفظة الاستثمارية للصندوق ممثلة بذلك قيمة 11 174 مليار كرونة نرويجية، وكان عام 2023 مقارنة بالسابق خاصة من حيث الاستثمارات في سوق الأسهم خاصة أسهم التكنولوجيا التي ارتفعت قيمتها نظير الطلب على حلول الذكاء الاصطناعي حيث تعدت نسبة الاستثمار بها 22.3% من إجمالي الأسهم وبلغت حصة الصندوق في قرابة 1200 شركة أكثر من 2% ونسبة 5% في أكثر من 65 شركة، وقدرت نسبة متوسط الحصة في الشركات المدرجة في البورصة 1.5%، لتحتل الاستثمارات ذات العائد الثابت (السندات) المركز الثاني بنسبة 27.10% ممثلة عن 4 272 مليار كرونة نرويجية، حيث ارتفعت السندات الحكومية بنسبة 3.9% و مثلت أكثر من 60% استثمارات الدخل الثابت للصندوق وتلتها الاستثمارات في سندات الخزينة الأمريكية بـ: 28.3% من استثمارات الدخل الثابت والسندات الحكومية اليابانية بنسبة 8% من استثمارات الدخل الثابت، واحتلت استثمارات الصندوق في العقارات المركز الثالث بنسبة 1.90% ممثلا بذلك 301 مليار كرونة نرويجية من المحفظة

الفصل الثاني: دراسة تحليلية لبعض صناديق الثروة السيادية الحديثة

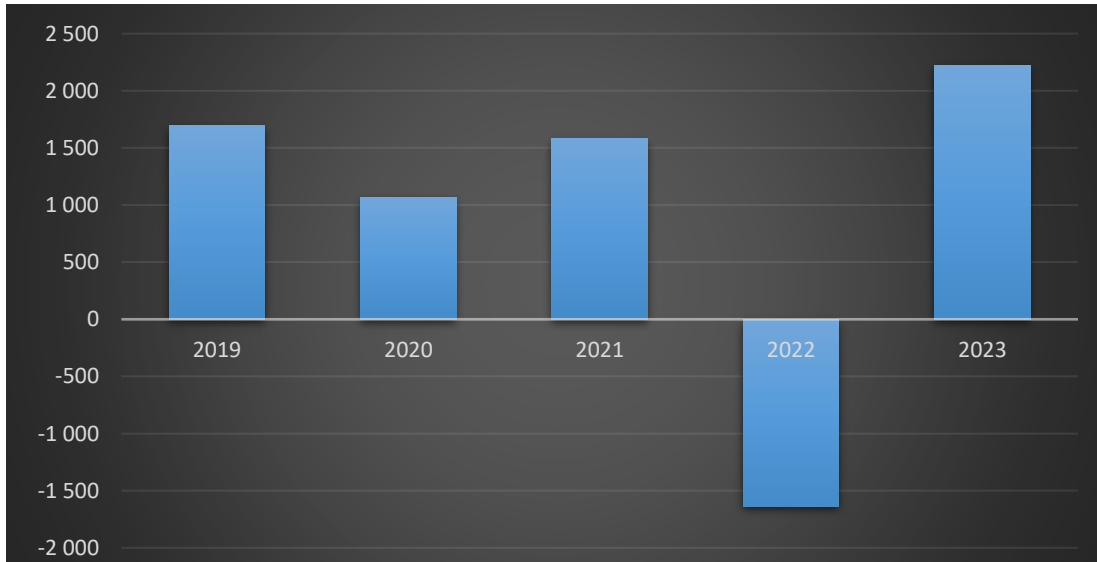
الاستثمارية للصندوق والذي اعتبر ضعيفا من حيث العائد حيث تركزت الاستثمارات العقارية في المباني المكتبية والتجزئة الصغيرة في مدن كبيرة، وكان المركز الأخير من نصيب استثمارات الصندوق في البنية التحتية للطاقة المتجددة بنسبة 0.1% ممثلة عن 18 مليار كرونة نرويجية من محفظة الصندوق أبرزها شراء 49% من محفظة أصول الطاقة الشمسية والرياح في اسبانيا بقيمة 600 مليون اورو شراء 16.6% من شركة "HE Dreiht" الألمانية بقيمة 430 مليون اورو.

4- عوائد صندوق المعاشات الحكومي العالمي النرويجي GPFG:

بإمكاننا تقييم ما حققه صندوق المعاشات الحكومي العالمي من عوائد مختلفة من خلال استثماراته العديدة خاصة في قطاع الاستثمارات المالية (الأسهم والسندات) إضافة إلى الاستثمارات العقارية والاستثمارات في البنية التحتية عن طريق مقارنة النتائج لاستراتيجيات الاستثمار وهو ما يوضحه في الشكل رقم 02-11.

الشكل 02-11: العائد على استثمارات GPFG خلال الفترة 2019-2023

الوحدة: مليار كرونة نرويجية



المصدر: (GPFG, Annual report, 2023, p. 3)

من خلال الشكل رقم 02-11 يمكن قراءة تطورات العوائد المحققة لصندوق المعاشات الحكومي خلال الفترة الممتدة بين 2019-2023 حيث حقق الصندوق سنة 2019 عوائد إجمالية بلغت 1 692 مليار كرونة نرويجية معوضا الخسائر التي بلغت 485 مليار كرونة سنة 2018 جراء التحويل الذي قامت به الحكومة إلى الصندوق مباشرة عقب ارتفاع أسعار البترول بقيمة

الفصل الثاني: دراسة تحليلية لبعض صناديق الثروة السيادية الحديثة

13 مليار كرونة وكذلك انخفاض قيمة الكرونة مقابل العملات (GPF, Annual report , 2019, p. 16) . واجه الصندوق سنة 2020 فقد انخفاضا بنسبة 36.76% مقارنة بسنة 2019 حيث كانت العوائد المحققة بـ 1070 مليار كرونة نرويجية وهذا راجع إلى تفشي جائحة كورونا التي أدت إلى اضطرابات كبيرة في الأسواق المالية العالمية على غرار غلق بعض مكاتب "نورجيس بنك" ما أدى إلى انخفاض استثمارات الصندوق في الأسهم بشكل كبير، كما حقق الصندوق عائدا سلبيا على الاستثمارات العقارية (GPF, Annual report, 2020, pp. 11-12)، لتتواصل ارتفاع عوائد الصندوق التي بلغت 1580 مليار كرونة سنة 2021 بنسبة 14.5% من أصوله، ورغم تحقيق عوائد سلبية في الاستثمارات على العوائد الثابتة بنسبة 1.9% إلا أن الإدارة الحكيمة لمحفظة الصندوق تمكنت من تحقيق العائد على الاستثمار في الأسهم متزامنا وعودة نشاط الأسواق المالية بعد الجائحة وكذلك تحقيق عائد على الاستثمارات العقارية التي بلغت 13.64% (GPF, Annual report, 2021, pp. 11-12)

شكلت سنة 2022 الاستثناء، حيث حقق الصندوق عائدا سلبيا بلغ 1637 مليار كرونة بنسبة 14.10% وهذا راجع إلى الحرب الروسية الأوكرانية التي ساهمت في الارتفاع الحاد لأسعار البترول وزيادة القيود المفروضة على أوروبا الأمر الذي أدى إلى ارتفاع معدلات التضخم وزيادة أسعار الفائدة حيث تراجع العائد على الأسهم بنسبة 15.4% بسبب هبوط قيمة الأسهم خاصة أسهم التكنولوجيا الأمريكية وكذلك تراجع العائد على الاستثمارات ذات الدخل الثابت بنسبة 12.10% (GPF, Annual report, 2022, p. 8) ، ليسلك الصندوق سنة 2023 منحى تقدمي بتحقيقها قوي عائد له منذ نشأته حيث بلغ إجمالي العوائد 16.1% أي ما قيمته 2222 مليار كرونة نرويجية تزامنا مع انتعاش الأسواق المالية العالمية خاصة أسهم التكنولوجيا الأمريكية حيث تصدر العائد على الأسهم قطاعات الاستثمار بـ 21.3% تليها العوائد على السندات بـ 6.1% محققا بذلك ارتفاعا قياسيا مقارنة بالسنة الماضية كما ساهم ارتفاع أسعار البترول والغاز إلى رفع التدفق الصافي من الحكومة للصندوق بقيمة 704 مليار كرونة (GPF, Annual report, 2023, pp. 3-8).

المبحث الثالث: شركة ألبرتا لإدارة الاستثمارات "Alberta Investment Management Corporation":

سنترك في هذا المبحث إلى التجربة الكندية ممثلة عن دول أمريكا اللاتينية باعتبارها من الدول السبّاقة في إنشاء صناديق الثروة السيادية ولها خبرة واسعة في تسيير الإيرادات المحصلة من المحروقات:

المطلب الأول: تقديم شركة إدارة الاستثمارات "ألبرتا" (AIMCO) :

في هذا المطلب سنقدم شركة إدارة الاستثمارات "ألبرتا" (AIMCO) ، وهي إحدى الشركات الرائدة في مجال إدارة الأصول والاستثمارات المالية. سنستعرض نشاطها، استراتيجياتها الاستثمارية، ودورها في توجيه محفظات الصناديق السيادية نحو تحقيق العوائد المستدامة وتقليل المخاطر، بما يعزز الكفاءة المالية والاستقرار الاقتصادي.

1- نشأة شركة إدارة الاستثمارات "ألبرتا" (AIMCO):

خلال الفترة 1970-1980 ظهر النفط والغاز كأبرز الموارد الاقتصادية في العالم، خاصة في ألبرتا، حيث عملت الحكومة هناك على إيجاد حلول لتجنب نضوب هذا المورد الطبيعي وحماية اقتصادها المبني على النفط والغاز خاصة مع التغير المستمر لأسعاره المتوقعة (Smith, 1991, pp. 139-140) الأمر الذي دفع الحكومة إلى إصدار قانون "صندوق ألبرتا" يقضي بتحويل 30% من العائدات على الموارد غير المتجددة إلى صندوق ألبرتا، كانت الغاية من وراء تأسيس صندوق ألبرتا تحقيق مجموعة من الأهداف نذكر منها (Tawoju, 2022, p. 59) :

➤ الادخار للأجيال القادمة ؛

➤ تجنب الاعتماد على الديون؛

➤ تحقيق تنوع اقتصادي في ألبرتا؛

➤ تحقيق تنمية اقتصادية مما يرفع المستوى المعيشي لسكان "ألبرتا"؛

بعدها بسنوات أدركت حكومة ألبرتا أن الأهداف المرجوة من إنشاء صندوق ألبرتا لم تتحقق عمليا، فاضطرت إلى مراجعة وإعادة النظر في الأهداف والتشريعات القانونية (Heritage Savings Trust Fund, 2021)، عندها تم تقديم مشروع القانون 12 وإقراره من قبل الجمعية التشريعية في أبريل 2007 "قانون شركة إدارة الاستثمارات في ألبرتا" وذلك لإنشاء الوكالة الإقليمية بغية تحسين الحوكمة والمرونة التشغيلية وثقافة تركيز الاستثمار (Ascah, 2016, pp. 12-13)

في 01 يناير 2008 قامت ملكة مقاطعة "ألبرتا" بكندا بتأسيس شركة إدارة الاستثمارات والتي تعتبر صندوق ثروة سيادي، والذي يقع في "ادمنتون" -ألبرتا- كندا- أمريكا الشمالية يرمز لها باختصار AIMCO (swfinstitute, 2024)

الفصل الثاني: دراسة تحليلية لبعض صناديق الثروة السيادية الحديثة

تعتبر AIMCO شركة إدارة استثمارات ذات كفاءة عالية نظير استكشافها للفرص الاستثمارية ذات العائد الكبير وإدارتها لأصول الصناديق التابعة لها في مختلف أنحاء العالم (AIMCo, AIM True, 2025).

2- الاستراتيجية الاستثمارية لـ AIMCO :

تقدم الاستراتيجية الاستثمارية لـ AIMCO بيانات ومعايير الاستثمار الواجب التقيد بها تماشياً مع الأهداف المسطرة من قبل الوزارة من خلال وضع إطار تشريعي للصندوق يحدد هيكل وأعضاء الحوكمة والإدارة يمكن من تحديد معايير توزيع الأصول والمخاطر وتقييم الأداء الاستثماري (Tawoju, 2022, p. 62) ولعل أهمية هذه الفلسفة الاستثمارية التي تعتبر المنهج الذي يتم من خلاله إدارة الاستثمار نيابة عن عملاء AIMCO من خلال القدرة على التوفيق بين الظروف الاستثمارية التي يمرون بها والأهداف المرجوة و معرفة متى تطبق استراتيجية ما ومتى يجب الابتعاد عليها لتحقيق العوائد المرجوة مع مراعاة المخاطر المتعلقة بكل نوع من الاستثمار (Heritage Savings Trust Fund, 2021, pp. 6-7-8) ، وتكمن أبرز هذه المعايير المتبعة في النقاط التالية (AIMCo, Investment Philosophy, 2025) :

- **نظرة استثمارية طويلة المدى:** تُعتبر القدرة على الرؤية والتنبؤ بالأحداث، بالإضافة إلى اتخاذ وجهات نظر وقرارات طويلة الأمد، وسيلة تعزز من عوائد الاستثمارات، مما يمكّن المستثمرين من تحقيق نتائج متسقة والاستفادة من علاوات نقص السيولة، وتفادي اتخاذ قرارات غير مرغوب فيها؛
- **حجم المؤسسات :** يتيح حجم المؤسسة من خلال أصولها زيادة الفرص الاستثمارية من خلال توفر القدرات والمعلومات التي قد لا تتوفر لدى المؤسسات الأصغر حجماً مما يقلل تكاليف المؤسسة؛
- **إدارة المخاطر:** تعتبر إدارة المخاطر أمر حيوي لتحقيق الأهداف المرجوة من الاستثمار بحيث كلما زادت فعالية قياس المخاطر زادت قيمة العوائد على الاستثمارات في مختلف أصول المحفظة الاستثمارية وهذا ما يزيد من رغبة العملاء في الاستثمار؛
- **تخصيص الأصول:** يعتبر تخصيص الأصول من العوامل المحددة للعائدات على الاستثمار وهذا من خلال كيفية تخصيصها عبر فئات الأصول والقطاعات مما يمنح القدرة للمؤسسة على التعامل مع عدة أبعاد ويمكنها من التأقلم مع ظروف الأسواق وملائمة هذه التخصيصات إلى ما يتناسب مع تطلعات العملاء؛
- **قرار اختيار الاستثمار:** تمنح خيارات الاستثمارات المثلى زيادة إمكانية تحقيق العوائد فعند اختيار الإدارة الفعالة لقرار أو خيار استثماري يمنح الثقة للمستثمرين بوجود فرص استثمارية في الأسواق.

المطلب الثاني إدارة وحوكمة AIMCO:

في هذا المطلب سنتناول كيفية إدارة و حوكمة شركة إدارة الاستثمارات "ألبرتا (AIMCO)"، مع التركيز على الهياكل الإدارية المعتمدة وآليات اتخاذ القرار داخل الشركة. كما سنوضح دور الحوكمة الرشيدة في توجيه الاستثمارات، وضمان الشفافية والمساءلة، وتحقيق الأداء المالي المستدام للصناديق والمحافظ التي تديرها الشركة.

1- إدارة AIMCO :

إن سعي إدارة شركة "ألبرتا" إلى تحقيق التنوع في العوائد وتوفير التكاليف يتطلب من صناع القرار استخدام تقنيات حديثة في إدارة الاستثمار، تستخدم إدارة AIMCO مديري استثمارات داخليين وخارجيين وتتحمل الإدارة مسؤولية اختيار وتعيين ومراقبة المديرين (Heritage Savings Trust Fund, 2021, pp. 5-6).

لذلك أنشأ مجلس إدارة AIMCO مجموعة مكونة من خمس لجان دائمة لمساعدة مجلس الإدارة على أداء مسؤولياته على أتم وجه ويتمتع مديرو هذه اللجان بسلطة وضع اللوائح التي تتم العمل في AIMCO بعد الموافقة عليها من طرف وزارة المالية يتمثل ذلك في (AIMCo, Board Committees & Responsibilities, 2024) :

- **لجنة التدقيق:** هذه اللجنة هي المسؤولة عن إعداد التقارير المالية بعد القيام بعملية التدقيق والرقابة المالية والوقوف على مدى الامتثال للسياسات الاستثمارية المسطرة من قبل مجلس الإدارة ومدى تطبيق القوانين واللوائح المعمول بها؛
- **لجنة إدارة المخاطر المؤسسية:** تعمل هذه اللجنة على مساعدة مجلس الإدارة في الوفاء بالتزاماته عن طريق الإشراف على إدارة المخاطر وحوكمة المخاطر وكذلك تحمل مسؤولية جميع عناصر الإدارة والحوكمة؛
- **لجنة الحوكمة:** تسهر هذه اللجنة على تطبيق السياسات والإجراءات و العمليات التي تشكل الحوكمة في شركة إدارة الاستثمارات "AIMCO" متضمنة حوكمة شركاته، بما في ذلك الإشراف على شروط ومرجعية مجلس الإدارة و لجانه، عن طريق تقييم مجلس الإدارة من خلال ضمان التشغيل الأمثل والفعال وتوظيف أعضاء ذوي كفاءة في هذا المجلس؛
- **لجنة الموارد البشرية و التعويضات:** تعنى هذه اللجنة باستراتيجية إدارة الموارد البشرية بما يتماشى مع أهداف الشركة وهيكلها التنظيمي كما تعمل على تطوير إدارة الشركة في ممارسة التعويضات؛
- **لجنة الاستثمار:** تعمل هذه اللجنة على إدارة نشاطات والعمليات الاستثمارية لشركة إدارة الاستثمارات من خلال التصويت على المسائل المحددة للاستثمارات وكل ما يتعلق بها من مخاطر.

تلتزم شركة "ألبرتا" لإدارة الاستثمارات بأعلى معايير الحوكمة من خلال تطبيق النزاهة والمساءلة في عملياتها الاستثمارية التي ضمن لها تصنيف من بين أفضل مديري الاستثمارات المؤسسة في العالم حيث تعتبر AIMCO شركة مساهمة عامة في صيغها القانونية. تم إنشاءها بغرض تقديم خدمات إدارة الاستثمارات لجهات يتم تحديدها من قبل وزير الخزانة وحسب الاتفاقيات التي يتم إبرامها مع وجهات استثمارية محددة بما يكفل تحقيق الأهداف المرجوة، تعمل هذه الشركة بشكل منفصل عن حكومة ألبرتا ويديرها مجلس إدارة ذو كفاءة عالية مستقل عن الحكومة؛ يتم تعيين أعضائه من قبل وزير الخزانة وتحمل حكومة ألبرتا في نهاية المطاف جميع المسؤوليات القانونية المترتبة عن الالتزامات والديون التي تكون على عاتق شركة إدارة الاستثمارات لألبرتا باعتبار أنها تتمتع بحصانة قانونية مكفولة بمجموعة من الحقوق من طرف حكومة ألبرتا (mandate and roles document, (2017)، كما تخضع شركة إدارة الاستثمارات ألبرتا لمجموعة من القوانين نذكر منها (Heritage Savings Trust Fund, 2021, p. 5):

➤ قانون المالية لحكومة "ألبرتا"؛

➤ قانون APAGA "قانون حوكمة الوكالات العامة في "ألبرتا"، بما في ذلك التعديلات؛

➤ قانون التخطيط والشفافية باعتبارها منظمة مسؤولة؛

➤ تقديم خطة العمل وتقرير كل سنة مالية أمام وزارة المالية؛

➤ معايير الإفصاح باعتبارها "هيئة عامة".

ويحق لشركة AIMCo التصويت نيابة عن الشركات المستثمرة بها (عملائها) لضمان امتثال هذه الشركات إلى جميع القوانين والمعايير المعمول بها (Tawoju, 2022, p. 68)

المطلب الثالث: تقييم الأداء الاستثماري و المالي لـ AIMCo:

تدير شركة "ألبرتا" لإدارة الاستثمارات مجموعة من المحافظ الاستثمارية نيابة عن عملائها بغية تحقيق الأهداف الاستراتيجية الموضوعة مسبقا ولهذا فإن السياسة الاستثمارية لـ "AIMCo" تستدعي توزيع هذه المحفظة قطاعيا وجغرافيا كأسلوب للتحوط ضد المخاطر التي تهدد تحقيق العوائد من هذه الاستثمارات وفيما يلي تقييم الأداء والتوجه الاستثماري للشركة خلال فترة الدراسة 2019-2023:

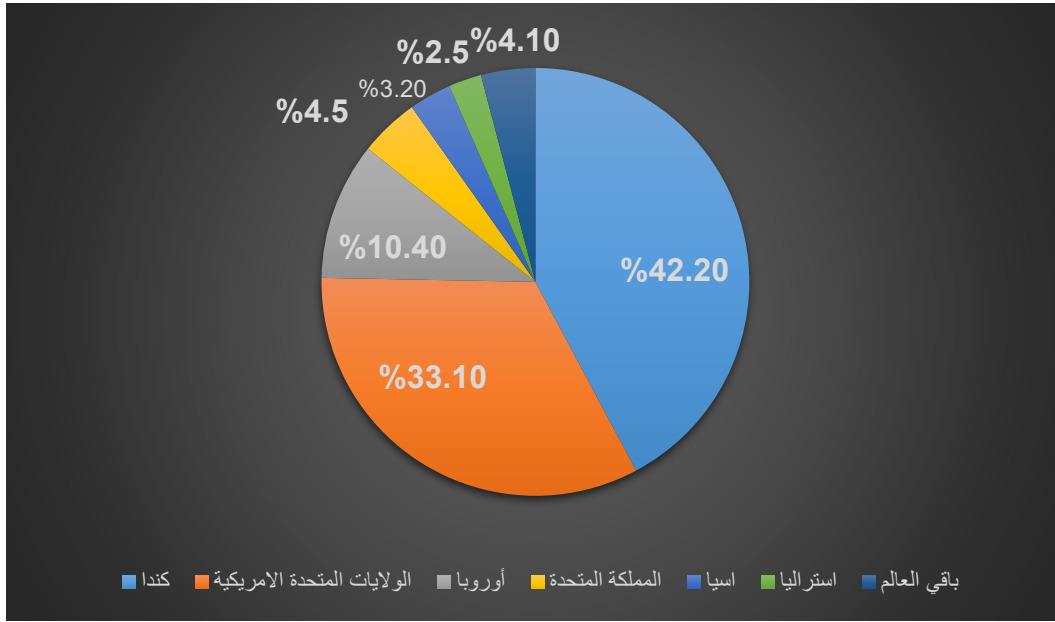
الفصل الثاني: دراسة تحليلية لبعض صناديق الثروة السيادية الحديثة

1- التوزيع الجغرافي لاستثمارات AIMCo:

تستثمر شركة إدارة الاستثمارات "ألبرتا" في عدة دول حول العالم سعياً منها لجذب المؤسسات والأفراد على أوسع نطاق ممكن من العالم لاستخدامها لمجموعة من الرؤى الاقتصادية العالمية التي تمكنها من اتخاذ قرارات استثمارية مهمة تمكنها من تحقيق الأهداف المرجوة لعملائها إلى أبعد فرصة متاحة حول العالم. الشكل رقم 02-14 يوضح نسب توزيع استثمارات الشركة حول العالم.

الشكل: 02-12: التوزيع الجغرافي للمحفظة الاستثمارية لـ AIMCo :

الوحدة: %



المصدر: بالاعتماد على التقرير السنوي لـ AIMCo لسنة 2023

من خلال الشكل 02-12 أعلاه يمكن قراءة تركيز "AIMCo" على الاستثمارات المحلية الأمريكية باعتبار أن 42.20 % من إجمالي استثماراتها في كندا، و 33.10 % في الولايات المتحدة الأمريكية، أما السوق الأوروبية فقد استحوذت على 10.40 % من إجمالي الاستثمارات خارج المملكة المتحدة التي جاءت في المرتبة الرابعة بنسبة 4.5 % من إجمالي الاستثمارات أما الدول الآسيوية فكان لها نصيب 3.2 % لتبقى 2.5 % في أستراليا وتبقى 3.2 % موزعة على باقي دول العالم.

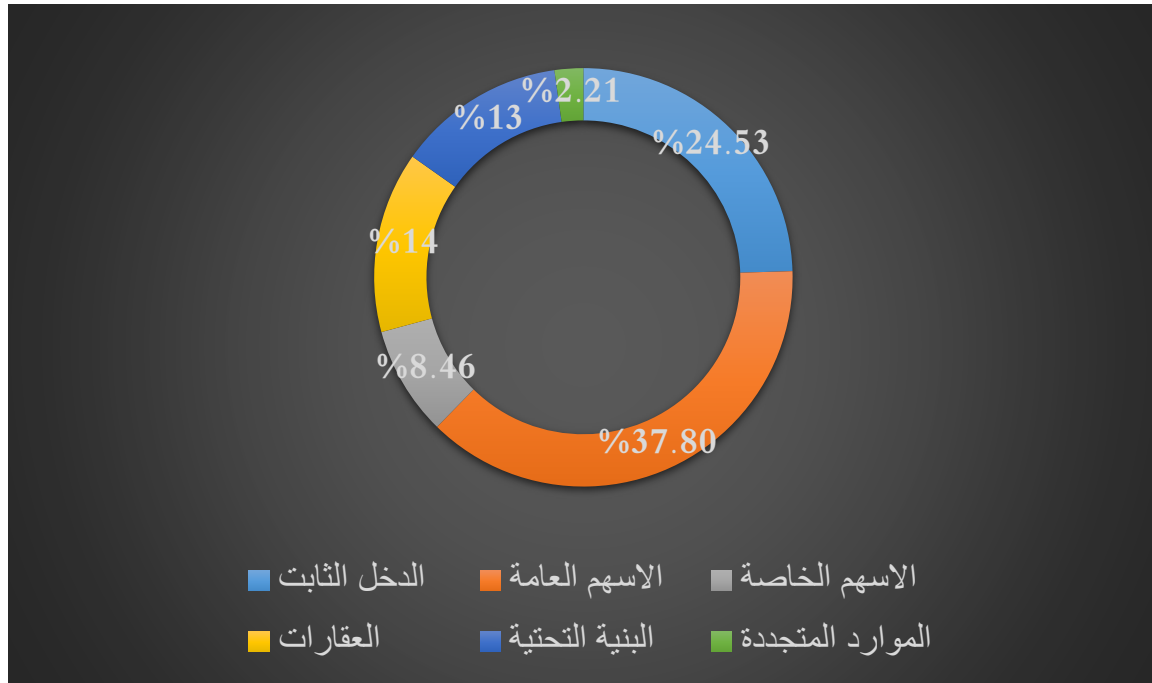
الفصل الثاني: دراسة تحليلية لبعض صناديق الثروة السيادية الحديثة

2- توزيع المحفظة الاستثمارية لـ AIMCo حسب الأصول:

تعتمد شركة إدارة الاستثمارات "الأليبرا" نفس الأسلوب المعتمد من قبل الصندوق الائتماني والادخاري "الأليبرا" الذي يعرف بـ (أسلوب التوزيع) وهي طريقة تنتهجها العديد من الصناديق السيادية التي تستثمر في الأصول المالية حيث تقوم بتحديد نسبة مئوية من قيمة الأصول لكل استثمار "تحديد الحد الأدنى والحد الأقصى لقيمة الاستثمارات المتعلقة بكل نوع من الأصول" بغية التعامل مع جميع الظروف المتعلقة بالأسواق المالية التي تتميز بالتقلبات الكثيرة ومنح مزيد من المرونة لتسيير المحفظة الاستثمارية بما يتماشى مع السياسة الاستثمارية المنتهجة وهذا ما يوضحه الشكل رقم 02-13.

الشكل: 02-13: توزيع المحفظة الاستثمارية لـ "AIMCo" حسب فئات الأصول

الوحدة: %



المصدر: بالاعتماد على (AIMCo, Annual Report, 2023)

من خلال قراءتنا للشكل 02-13 يمكن أن نلاحظ أن هناك تنوع في الأصول الاستثمارية لـ AIMCo حيث بلغت نسبة الأسهم 46.26% بين أسهم عامة وخاصة حيث بلغت نسبة الأسهم العامة نسبة 37.80% من إجمالي المحفظة الاستثمارية التي فاقت 58 مليار دولار أمريكي سنة 2023 استهدفت مختلف الأسواق العالمية كان أغلبها في مجال (التكنولوجيا، الائتمان، الصناعات) فيما بلغت الأسهم الخاصة 8.46% ممثلة عن 9.9 مليار دولار أمريكي تستثمر في المجالات التي تكون فيها علاقات دائمة مع الشركاء.

الفصل الثاني: دراسة تحليلية لبعض صناديق الثروة السيادية الحديثة

استحوذت أمريكا الشمالية على 73% من إجمالي الأسهم الخاصة وتليها دول غرب أوروبا بـ24%، أما الدول الآسيوية فكان لها نصيب 3% ما يفسر أن نشاط الأسهم الخاصة يستهدف السوق المحلية، استثمرت في مجموعة من القطاعات الهامة كان أبرزها التكنولوجيا بنسبة 32% من مجموع الأسهم تليها الصناعة وخدمات الأعمال والرعاية الصحية بـ13% لكل قطاع، أما استثمارات الدخل الثابت فقد بلغت نسبة 24.53% كثاني أكبر قيمة أصول بعد الأسهم العامة بلغت قيمتها 37.7 مليار دولار أمريكي كاستراتيجية للمحافظة على رأس المال وتوفير السيولة. تملك شركة "AIMCo" لهذا النوع من الاستثمارات لأنها تتميز بالقدرة على تحديد مدة الاستثمار مما يمكنها من توقع أسعار الفوائد المقابلة لذلك والتمتع بالحرية في اختيار قطاعات الاستثمار سواء في الأسواق العامة أو الخاصة، أما استثمارات القطاع العقاري فقد بلغت 21.5 مليار دولار أمريكي بنسبة 14% من إجمالي المحفظة الاستثمارية والتي استهدفت الفرص المحلية والعالمية من خلال استثمارات مباشرة أو غير مباشرة، حيث تركزت 36% من الاستثمارات العقارية في "أونتاريو" بكندا و 19.2% بالولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة بنسبة 11.8% و "ألبرتا" بكندا بـ10.6% من الاستثمارات العقارية في مختلف القطاعات التي تصدرها العقارات الصناعية بـ28.8% تليها العقارات السكنية بـ25.2%، ما يميز الاستثمارات العقارية أنها أيضا ركزت على الفرص المحلية في كندا خاصة أمريكا الشمالية كما بلغت قيمة استثمارات البنية التحتية 19.8 مليار دولار أمريكي ممثلة بنسبة 13% من إجمالي الأصول المستثمرة في "AIMCo" وهي تعتبر استثمارات طويلة المدى تضمن تدفقات نقدية مستقرة ومتنوعة نظرا لقطاعات الاستثمار التي تمثلت في المرافق بـ22.9% والبنية التحتية للطاقت المتجددة بنسبة 20.2% وأنابيب خطوط النقل بنسبة 19.3% والنقل بـ15.5% والاتصالات وقطاعات أخرى داخل كندا وخارجها حيث تركزت أكثر من نصف استثمارات هذا القطاع في الولايات المتحدة الأمريكية بنسبة 50.4% تليها أمريكا الجنوبية بـ13.6% وأستراليا ونيوزلندا بـ11.2% أما كندا فقد استحوذت على 9.8% من استثمارات البنية التحتية لـ "AIMCo" فيما يخص الاستثمارات في قطاع الموارد المتجددة فقد بلغت ما قيمته 3.4 مليار دولار أمريكي بنسبة 2.21% من إجمالي المحفظة الاستثمارية لـ "AIMCo" مستهدفة الأصول الزراعية عالية الجودة نظرا لعدم ترابطها مع فئات الأصول العادية والتي توفر الحفاظ على رأس المال وتوافق أهداف العملاء طويلة الأجل استهدفت "AIMCo" في استثماراتها في هذا القطاع دول الأعضاء في منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية ممثلة للأسواق المتقدمة حيث تركزت أغلب استثمارات هذا القطاع في أستراليا بنسبة 64.8% والولايات المتحدة الأمريكية بـ20.4% كما استهدفت الأسواق الناشئة من خلال استثمارات في الشيلي بـ6% وندا وغيرها من الدول، يمكن القول أن "AIMCo" ركزت في استثماراتها في قطاع الموارد المتجددة على الاستثمارات الخارجية أكثر من غيرها.

الفصل الثاني: دراسة تحليلية لبعض صناديق الثروة السيادية الحديثة

3 تطور محفظة شركة إدارة الاستثمارات "ألبرتا" "AIMCo":

تتميز شركة الاستثمارات لألبرتا "AIMCO" بتنوع أصول محفظتها المالية كونها المكلفة بإدارة أصولهم نيابة عنهم وهو ما ساهم بشكل كبير في زيادة تطور رأس مال الشركة وفيما يلي مكونات المحفظة وتطورات رأس المال:

1-3 مكونات المحفظة الاستثمارية لـ "AIMCo" (العملاء):

تعمل شركة إدارة الاستثمارات "ألبرتا" على تطوير وإدارة المحافظ الاستثمارية لعملائها بما يتماشى مع الأهداف المنشودة ودرجة المخاطر المتعلقة بالاستراتيجيات الاستثمارية المنتهجة من قبل هؤلاء العملاء الذين يكونون بدورهم مجموع أصول الشركة والممثلين فيما يلي: (AIMCo, Annual Report, 2023, pp. 8-9)

➤ صناديق المعاشات التقاعدية:

تتكفل "AIMCo" بإدارة استثمارات وخطط المعاشات التقاعدية في حكومة "ألبرتا" وتسعى من خلالها إلى تحقيق الأهداف الاستثمارية لهذه الصناديق، حيث بلغت الأصول المدارة لها 118.4 مليار دولار أمريكي تشكل نسبة 77% من إجمالي الأصول المدارة في "AIMCo"

➤ صناديق الأوقاف:

تدير "AIMCo" مجموعة من صناديق الأوقاف في ألبرتا على غرار "صندوق ألبرتا للتراث الادخاري" الذي يعتبر من بين صناديق الثروة السيادية الرائدة التي تعتمد على الاستثمارات ذات الأجل الطويل بغية تحقيق مدخرات إلى مدى بعيد، تعمل هذه الصناديق على تمويل الدراسات ومراكز البحث في مجالات مهمة كالطب والهندسة والعلوم، بلغت قيمة أصول هذه الصناديق 27.3 مليار دولار أمريكي بنسبة 17.76% من إجمالي أصول الشركة.

➤ الصناديق الحكومية:

تمثل الصناديق الحكومية المدارة من قبل "AIMCo" 0.27% من قيمة إجمالي الأصول بقيمة إجمالية بلغت 425 مليون دولار أمريكي لتمييزها بمخاطر أقل مقارنة بباقي العملاء بحيث تستثمر أغلبها في الدخل الثابت وهي موجهة في الغالب لتمويل العمليات الجارية في حكومة "ألبرتا"

➤ صناديق التأمين:

تقوم "AIMCo" بالنيابة عن مجموعة من مؤسسات التأمين كمجلس التعويضات المتعلقة بالعمال ومؤسسة ضمان ودائع الائتمان ومؤسسة الخدمات المالية للزراعة بإدارة استثماراتها، تبلغ إجمالي هذه الأصول قيمة 12.09 مليار دولار أمريكي ممثلة لـ 7.86% من إجمالي أصول "AIMCo"، تكمن الغاية وراء هذا النوع من الاستثمارات الحفاظ على رؤوس أموال المؤسسات.

الفصل الثاني: دراسة تحليلية لبعض صناديق الثروة السيادية الحديثة

➤ الصناديق الخاصة:

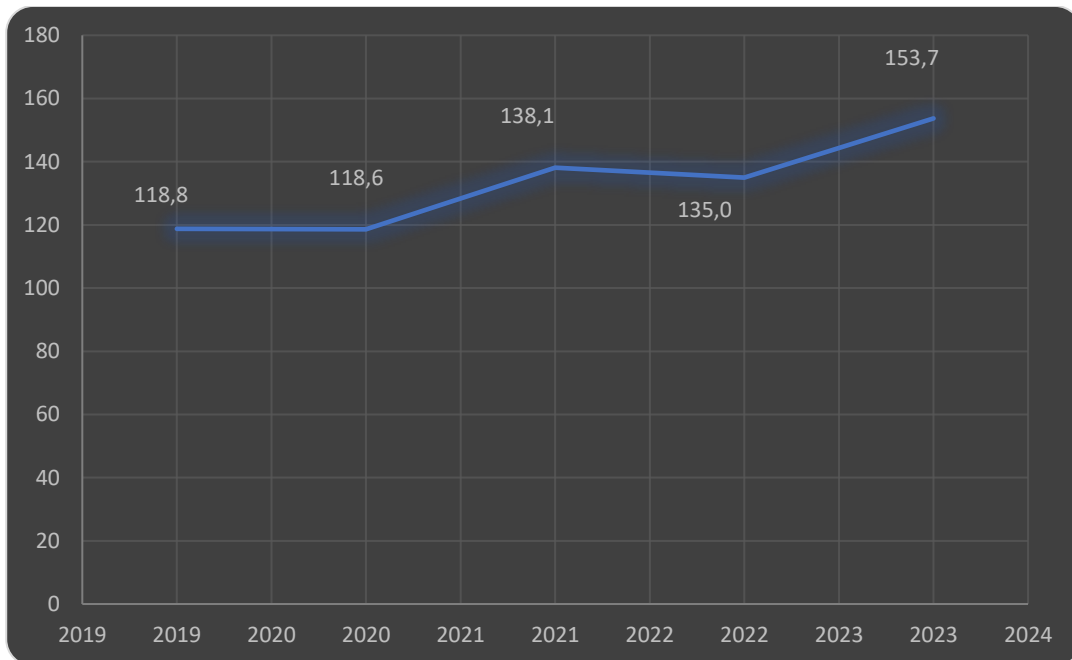
تختار شركة إدارة الاستثمارات ألبرتا بعناية الصناديق الخاصة التي يمكن إدارة استثماراتها نظرا للأهداف المنشودة والاحتياجات الخاصة لهذه الأخيرة، بلغت قيمة أصول الصناديق الخاصة المدارة من قبل "AIMCo" 1.6 مليار دولار أمريكي بنسبة 1.04% من إجمالي الأصول.

2-3 تطور رأس مال محفظة "AIMCo" في الفترة ما بين 2019-2023:

تجلت أهمية دور AIMCo في إدارة الاستثمارات في البرتا للوضع الاستثنائي الذي كان يمر به العالم جراء وباء كوفيد-19 والاضطرابات الكبيرة الناجمة عنه والتي مست الأسواق العالمية حيث تراجع الأداء الاستثماري للشركة جراء عمليات الإغلاق وتوقف العديد من النشاطات، الأمر الذي تطلب بذل جهد أكبر لتدارك الخروج من الأزمة وهذا ما يظهره انخفاض رأس مال AIMCo في سنة 2020 مقارنة بالسنة التي قبلها، وكانت سنة 2021 سنة التحديات بالنسبة لـ: AIMCo حيث حققت 7.7 مليار دولار كقيمة مضافة في هذه السنة تزامنا مع زيادة في رأس مال عملائها ليرتفع رأس مال الصناديق الخاصة من 16.8 مليار دولار سنة 2020 إلى 21 مليار دولار سنة 2021 وهذا ما يفسر زيادة رأس مال AIMCo ككل ليرتفع من 118.6 مليار دولار إلى 138.1 مليار دولار.

الشكل: 02-14: تطور رأس مال محفظة "AIMCo" الاستثمارية للفترة بين 2019-2023

الوحدة: مليار دولار أمريكي



المصدر: بالاعتماد على التقارير السنوية لـ AIMCo للسنوات من 2019 إلى 2023

الفصل الثاني: دراسة تحليلية لبعض صناديق الثروة السيادية الحديثة

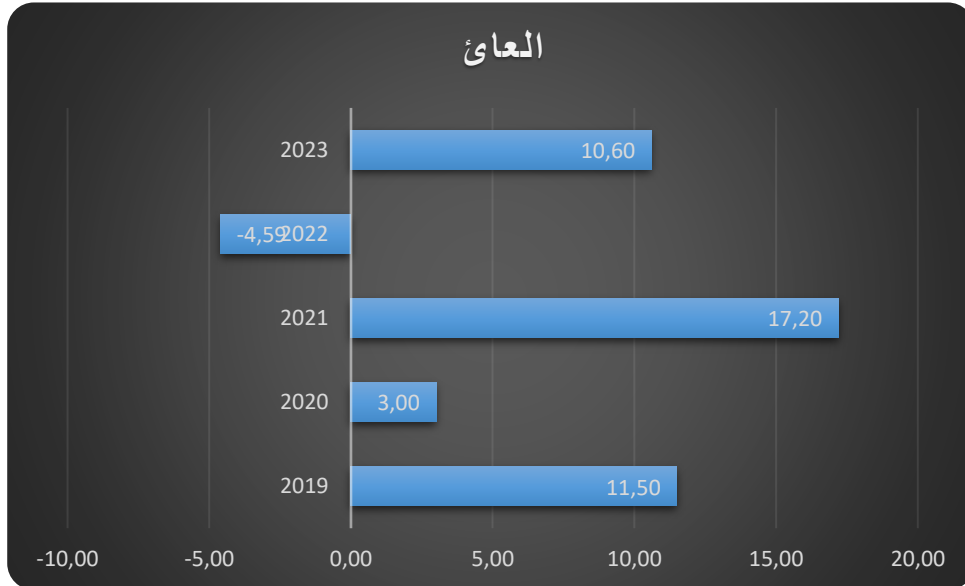
من خلال الشكل رقم 02-14 نرى أن رأس مال شركة إدارة الاستثمارات انخفض سنة 2022 إلى 135 مليار دولار بفرق 3.1 مليار دولار عن السنة السابقة بالرغم من ارتفاع رأس مال الصناديق الخاصة والحكومية إلى 23.8 مليار دولار مقارنة بـ 21 مليار دولار سنة 2021 إلا أن انخفاض رأس مال مجموع صناديق التوازن أحدث الفارق بحيث انخفض من 117.1 مليار دولار سنة 2021 إلى 111.2 مليار دولار سنة 2022 ويرجع ذلك إلى العوائد السلبية عن استثمارات صناديق التوازن بنسبة (4.6%) ليرتفع رأس مال **AIMCo** إلى 153.7 مليار دولار سنة 2023 وهي أفضل قيمة سوقية للسنوات الأخيرة؛ يرجع هذا إلى ارتفاع رأس مال صناديق التوازن إلى 120 مليار دولار التي حققت بدورها معدل عائد استثماري صافي قدر بـ 8% وتحقيق عوائد ايجابية على مستوى جميع القطاعات الاستثمارية سنة 2023 ماعدا الاستثمارات في القطاع العقاري.

3-3 العوائد المحققة لشركة إدارة الاستثمارات ألبرتا:

حققت شركة إدارة الاستثمارات "ألبرتا" خلال العشر سنوات الأخيرة عوائد صافية عن الاستثمارات فاقت 66 مليار دولار أمريكي وهذا ما يعزز ثقة عملائها من صناديق حكومية وخاصة وصناديق الأوقاف والتقاعد، وفيما يلي يمكن عرض العوائد الإجمالية المحققة من قبل الشركة خلال الفترة 2019-2023 وكذا العوائد المحققة من الاستثمارات في كل قطاعات المحفظة الاستثمارية لـ "AIMCo":

الشكل: 02-15 : العوائد الإجمالية لشركة إدارة الاستثمارات "AIMCo" للفترة 2019-2023:

الوحدة: مليار دولار أمريكي



المصدر : بالاعتماد على التقارير السنوية لـ: AIMCO للسنوات 2019-2023.

الفصل الثاني: دراسة تحليلية لبعض صناديق الثروة السيادية الحديثة

من خلال قراءتنا للشكل 02-15 والجدول 02-03 نلاحظ أن شركة إدارة الاستثمارات حققت سنة 2019 مجموع عوائد صافية عن الاستثمارات قاربت 12 مليار دولار بنسبة 10.6%، أما صناديق التوازن فبلغت نسبة العوائد الصافية عن الاستثمار 11.8% فيما بلغت النسبة 4.8% عن استثمارات الصناديق الحكومية والخاصة، (AIMCo, Annual Repport, 2019, p. 03). واجهت AIMCo سنة 2020 تحديات خاصة جراء إغلاق الأسواق العالمية وتوقف العديد من النشاطات بفعل وباء كوفيد-19 الذي أثر سلبا على الأداء الاستثماري للشركة وهو ما يفسره تراجع صافي العائد على الاستثمار إلى 03 مليار دولار بسبب تراجع العوائد على الاستثمارات في الأسهم العامة التي شكلت آنذاك 40% من المحفظة الاستثمارية لـ AIMCo.

كما سجلت AIMCo عوائد سلبية على الاستثمارات العقارية التي بلغت (13.6%)، أعتبر عائد هذه السنة أقل من المعيار بـ: 2.5% لعدم توفير الحماية الكافية لرؤوس أموال وأرباح العملاء (AIMCo, Annual Repport, 2020, p. 21).

الجدول رقم 02-03: عوائد شركة "AIMCo" للفترة 2019-2023 حسب القطاع:

الوحدة: %

القطاع / السنة	2019	2020	2021	2022	2023
الدخل الثابت	6,2	7,8	-1,1	-8,1	7,7
الأسهم العامة	18,5	3,7	23,4	-10	15,8
الأسهم الخاصة	3,8	7,2	68,5	0,5	6,7
العقارات	4	-13,6	14,5	4,6	-8,4
البنية التحتية	7,4	-3,5	19	16,8	3,8
الطاقات المتجددة	16,1	-6	15	25,7	1,6

المصدر: (AIMCo, Annual Report, 2023, p. 15)

تراجع العائد الصافي على استثمارات صناديق التوازن إلى 2.6% وعائد الصناديق الحكومية والخاصة إلى 2.2% (AIMCo, Annual Repport, 2020, p. 3)، وباعتبار شركة AIMCo من بين أفضل المستثمرين المؤسسيين في العالم وبفضل إدارته الحكيمة تمكنت هذه الأخيرة من تحقيق 7.7 مليار دولار كقيمة مضافة سنة 2021 ليعتبر هذا العام استثنائيا من حيث الأداء الاستثماري، يعود ذلك إلى انتعاش الأسواق العالمية خاصة في مجال الأسهم التي حققت عائدا معتبرا في هذه السنة (68.5% للأسهم الخاصة و 23.4% للأسهم العامة) حيث ارتقى صافي العائد على الاستثمارات الإجمالية في هذه السنة

الفصل الثاني: دراسة تحليلية لبعض صناديق الثروة السيادية الحديثة

إلى 17.2 مليار دولار بنسبة 14.7% موزه ارتفاع نسبة العائد على استثمارات صناديق التوازن إلى 16.2% والصناديق الحكومية والخاصة إلى 05% (AIMCo, Annual Report, 2021)، لتعود سنة 2022 بتحديات جديدة نظرا للظروف العالمية المضطربة حيث شهدت هذه السنة معدلات تضخم قياسية تزامنت مع الحرب الروسية-الأوكرانية التي أحدثت اضطرابا في سوق السلع الأساسية، وأزمة صناديق التقاعد في المملكة المتحدة الأمر الذي أدى إلى حالة من الكساد في سوق السندات طويلة الأجل، كل هذا ساهم في رفع درجة المخاطر على الأصول المالية التي شكلت 60% من استثمارات AIMCo في هذه السنة، حيث انخفضت نسبة العائد الإجمالي على الاستثمارات إلى (3.4%) بخسائر قدرها 05 مليار دولار وتراجع نسبة العائد على استثمارات التوازن إلى 4.6%، والصناديق الحكومية والخاصة إلى 1.4% يعد تراجع كبير مقارنة بالسنة السابقة (AIMCo, Annual Report, 2022, p. 5).

كما شهدت سنة 2023 انتعاشا في الأداء الاستثماري مع عودة الانتعاش في الأسواق العالمية، خاصة مع طفرة الذكاء الاصطناعي حيث تصدرت أسهم التكنولوجيا قائمة الاستثمارات المالية في AIMCo خصوصا مع العودة القوية لأسواق السندات طويلة الأجل وتمكن البنوك المركزية في أمريكا من خفض معدل التضخم إلى 3.4% (AIMCo, Annual Report, 2023, p. 12). حققت الشركة في هذه السنة عائد صافي عن استثماراتها العامة بلغ 10.6 مليار دولار بنسبة 6.9% صاحبها ارتفاع نسبة العوائد الصافية على استثمارات صناديق التوازن إلى 8% (AIMCo, Annual Report, 2023, p. 1).

خلاصة الفصل:

من خلال دراستنا التحليلية لبعض التجارب الرائدة في مجال استثمارات الصناديق السيادية توصلنا إلى أن معظم هذه الصناديق تعمل بطريقة الترجيح في إدارة محافظها الاستثمارية كطريقة للحد من مخاطر تقلب الأسواق العالمية، وهو ما ينطبق على صناديق الإمارات العربية المتحدة ممثلة بشركة مبادلة للاستثمارات ومؤسسة دبي للاستثمارات الحكومية التي استطاعت تحقيق هدف التنويع الاقتصادي من خلال الخروج من الاعتماد على الموارد الطبيعية المتمثلة في النفط والغاز عن طريق خلق محفظة استثمارية ذات أصول مالية قوية ومتنوعة حققت من خلالها عوائد ضخمة، أما في المنطقة الأوروبية والممثلة بصندوق التقاعد النرويجي GPFG فإنه يعد من أفضل صناديق ثروة سيادي في العالم لامتلاكه أكبر قيمة سوقية للأصول المدارة من خلال إبرازه الكفاءة العالية في إدارة محفظته الاستثمارية وهو يعتبر الأول في العالم من حيث تطبيق معايير الحوكمة والتنظيم.

كما نجحت مقاطعة ألبرتا في كندا سنة 2008 في تجربتها لإدارة الاستثمارات من خلال شركة إدارة الاستثمارات لألبرتا AIMCo التي تسعى لإدارة الأصول المالية نيابة عن مختلف العملاء الذين يشكلون مختلف الصناديق التابعة للحكومة، تتضمن صناديق التقاعد والصناديق الخاصة وصناديق التوازن من خلال رسم استراتيجية استثمارية مشتركة تتماشى مع أهداف العملاء بصفة خاصة والسياسة المالية لكندا بصفة عامة. نجحت AIMCo من خلال محفظتها المالية التي تركز على الاستثمارات المالية في الأسهم والسندات في خلق نوع من التنويع الاقتصادي لمقاطعة "ألبرتا" رغم حداثة إنشاء هذه الشركة نظرا لحجم العوائد المحققة في سنوات الدراسة.

ومنه يمكن القول إن نجاح أي صندوق ثروة سيادي في العالم يعتمد على استقلالية مالية وإدارة حكيمة وتنظيم فعال للأنشطة الاستثمارية للصندوق التي يجب أن تبقى مستقلة تماما عن الحكومة هذه الأخيرة يمكنها فقط مراقبة أهدافه المالية واستراتيجيته الاستثمارية التي يجب ألا تتنافى مع أهداف السياسة المالية للدولة المالكة له.

الفصل الثالث

محاولة تقييم تكلفة غياب صندوق ثروة
سيادي جزائري

تمهيد :

تعتمد الجزائر في اقتصادها على العوائد النفطية حيث حققت من خلالها فائض عن احتياجات الحكومة في موازنتها العامة لعدة سنوات الأمر الذي أولى اهتمام الاقتصاديين الجزائريين إلى استحداث صندوق سيادي جزائري يختص في إدارة هذه الفوائض المالية بما يساهم في التقليل من أضرار تقلبات سوق النفط مستقبلا، وبالفعل تم سنة 2000 استحداث صندوق ضبط الإيرادات الجزائري الذي يصنف كصندوق ثروة سيادي جزائري حسب تصنيف معهد صناديق الثروة السيادية (SWF Institution).

لعب هذا الصندوق دورا أساسيا في سداد الديون العامة وتمويل عجز الموازنة العامة للدولة لعدة سنوات منذ تأسيسه سببه زيادة الإنفاق الحكومي على برامج التنمية في سياسة الانتعاش الاقتصادي المسطرة من قبل الحكومة الجزائرية، حيث اقتضت مهامه على تحقيق الاستقرار الاقتصادي من خلال حماية الاقتصاد المحلي من تقلبات سوق النفط رغم أن الهدف من إنشائه كان الاستثمار لتحقيق دخلا إضافيا مرتبط بتشغيل هذا الصندوق إلى أن صندوق ضبط الإيرادات الجزائري غائب تماما عن الاستثمار سواء محليا أو دوليا فلم يسجل أي دخل مرتبط بنشاط استثماري إلى حد الساعة ، ولعله الدافع لدراسة تكلفة غياب صندوق ثروة سيادي جزائري يقوم بتحقيق عوائد على الاستثمار من خلال صندوق ضبط الإيرادات الجزائري .

قمنا في هذا الفصل بتقييم الفرص الضائعة من عدم استثمار صندوق ضبط الإيرادات الجزائري باعتباره صندوق سيادي من خلال الفرص الاستثمارية المتاحة في الجزائر لمعرفة مدى تأثير غياب صندوق ثروة سيادي جزائري على تسيير إيراداتها الصندوق خاصة والاقتصاد الوطني عامة.

الفصل الثالث: محاولة تقييم تكلفة غياب صندوق ثروة سيادي جزائري

المبحث الأول: صندوق ضبط الإيرادات الجزائري.

إن السعي وراء استغلال فوائض العوائد النفطية بطريقة أفضل ولتجنب تداعيات المرض الهولندي في الاقتصاد دفع الجزائر إلى إنشاء صندوق ضبط الإيرادات الجزائري سنة 2000 كأداة لاستقبال هذه الفوائض ليتم إنفاقها مستقبلا بما يتماشى مع متطلبات الحكومة.

المطلب الأول: ماهية صندوق ضبط الإيرادات الجزائري.

سعت الجزائر إلى وضع وسائل جديدة تسعى من خلالها إلى تحقيق موارد إضافية خارج المحروقات تكون مستدامة وغير قابلة للنضوب عكس المحروقات الأمر الذي حفز السلطات الجزائرية آنذاك إلى إنشاء صندوق ضبط الإيرادات الجزائري كوسيلة لاستثمار الفوائض المحققة عن الجباية البترولية.

1. تعريف صندوق ضبط الإيرادات الجزائري: "Revenue Regulation Fund"

تم إنشاء صندوق ضبط الإيرادات الجزائري سنة 2000 وهو ما تضمنه قانون المالية التكميلي لذات السنة في مادته رقم 10 المؤرخ في 27 جوان 2000، ويعتبر هذا الصندوق أحد حسابات الخزينة العمومية يحمل رقم (302 103 000)، تضخ به الفوائض الناتجة عن الفرق بين إيرادات الجباية البترولية المحصلة وما تم إدراجه في الموازنة العامة للدولة المقدره على أساس سعر مرجعي للبترو (المادة 10 قانون المالية التكميلي لسنة، 2000، صفحة 7)، ليتم بعدها تسيير هذه الفوائض في مختلف احتياجات الاقتصاد الوطني.

2. تطور صندوق ضبط الإيرادات الجزائري:

مر صندوق ضبط الإيرادات الجزائري بمجموعة من التشريعات التي قامت بتعديل وتنظيم الإدارة التشغيلية له، من خلال تحديد آليات عمل الصندوق وإدارة إيراداته ونفقاته، وقد تم ذلك من خلال عدة قوانين نذكرها فيما يلي:

الفصل الثالث: محاولة تقييم تكلفة غياب صندوق ثروة سيادي جزائري

الجدول 03-01: أهم قوانين المالية التي حددت الإدارة التشغيلية لصندوق ضبط الإيرادات:

القانون	المحتوى
قانون المالية التكميلي لسنة 2000	تم بموجب هذا القانون إنشاء صندوق ضبط الإيرادات متضمنا جانبيين: ➤ الإيرادات: تتمثل في العوائد المالية عن الفوائض بين الجباية المحصلة بالأسعار الفعلية للبتروال والمقدرة بسعر مرجعي في قوانين المالية لكل سنة وكذا العوائد الأخرى الناتجة عن تشغيل الصندوق. ➤ النفقات: تتمثل نفقات الصندوق في التدخل في الإنفاق الحكومي من خلال تحقيق توازن الميزانية من خلال ضبط نفقات الحكومة في قانون المالية السنوي وكذا التقليل من الديون العامة.
قانون المالية لسنة 2004	جاء هذا القانون بتعديل في جانب الإيرادات من خلال مادته رقم (66) يتمثل في إضافة تسيقات بنك الجزائر إلى إيرادات الصندوق باعتباره مصدرا من مصادر تمويل الصندوق تخصص هذه التسيقات للقضاء على المديونية العامة للدولة.
قانون المالية التكميلي لسنة 2006 الأمر (06-04)	تم من خلال المادة (25) من قانون المالية لسنة 2006 إضافة تعديل في جانب النفقات يتمثل في تمويل العجز في الميزانية وتحديد 740 مليار دينار جزائري كحد أدنى لرصيد الصندوق.
قانون المالية لسنة 2017	تم من خلال المادة 121 من قانون المالية لسنة 2017 إلغاء المادة 25 من الأمر 06-04 الذي يقضي بتحديد الحد الأدنى لرصيد الصندوق عند 740 مليار دج، مما يسمح للحكومة بالاستخدام الكامل لموارد الصندوق.

المصدر: (المادة 10 قانون المالية التكميلي لسنة، 2000)، (المادة 66، قانون المالية 2004، 2003) (المادة 25 من الأمر 06-04، 2006). (المادة 121، قانون المالية 2017، 2016)

3. دوافع إنشاء صندوق ضبط الإيرادات الجزائري:

كان الهدف من إنشاء صندوق ضبط الإيرادات الجزائري هو مواجهة تقلبات أسعار النفط في السوق العالمية، حيث يمكن أن ترتفع الأسعار مما يؤدي إلى تحقيق فوائض مالية، وتكون مهمة إدارة هذه الفوائض منوطة بصندوق ضبط الإيرادات الذي يشكل أغلب احتياطياته. ومن جهة أخرى، قد تنخفض أسعار البترول مما يستدعي تدخل صندوق ضبط الإيرادات لمواجهة احتياجات الاقتصاد الجزائري (بوشليط، 2023، الصفحات 211-232) وهو ما نتج عنه الأزمة المالية في عام 1986 أثر

الفصل الثالث: محاولة تقييم تكلفة غياب صندوق ثروة سيادي جزائري

أخيار أسعار البترول في الأسواق العالمية، مما دفع الجزائر إلى الاستدانة من الخارج وعلى النقيض من ذلك حققت الجزائر سنة 2000 إيرادات بترولية ضخمة، مما استدعى إنشاء الصندوق بغية التسيير الأمثل لهذه الفوائض (AKLI, 2015, p. 89).

4. إدارة ورقابة صندوق ضبط الإيرادات الجزائري:

تشرف وزارة المالية على تسيير موارد هذا الصندوق ويعتبر وزير المالية هو الأمر بالصرف الفعلي لهذا الصندوق (المادة 10 قانون المالية التكميلي لسنة، 2000)، كما يخضع الصندوق إلى رقابة المفتشية العامة للمالية ومجلس المحاسبة، كما يتمتع هذا الصندوق باستقلالية تامة عن بنك الجزائر من ناحية الإدارة و التسيير، يقدم تقرير مالي مفصل معد من طرف المكلف بالخبزينة يتضمن هذا التقرير جميع أرصدة الصندوق وكذا الإيرادات والنفقات المسجلة خلال السنة أمام المديرية العامة للخبزينة والمحاسبة والمديرية العامة للميزانية (mfdgb, 2025).

المطلب الثاني: تقييم أداء صندوق ضبط الإيرادات الجزائري خلال الفترة 2019-2023.

يمكن تقييم أداء صندوق ضبط الإيرادات الجزائري من خلال تدخلاته في الاقتصاد الوطني الذي يعتبره أداة للاستقرار يواجه بها الصدمات التي يمكن أن تتعارض مع السياسة الاقتصادية التي تنتهجها الجزائر وفيما يلي يمكن عرض أهم استخدامات الصندوق خلال فترة الدراسة:

1. تطور أرصدة صندوق ضبط الإيرادات للفترة 2019-2023:

يقترن تطور أرصدة صندوق ضبط الإيرادات الجزائري بقيمة الفائض بين الجباية البترولية المحصلة واستهلاك الحكومة من خلال البرامج الاقتصادية المسطرة.

الجدول 03-02: وضعية الجباية البترولية المحصلة وموازنة الدولة خلال الفترة 2019-2023.

الوحدة: مليار دج

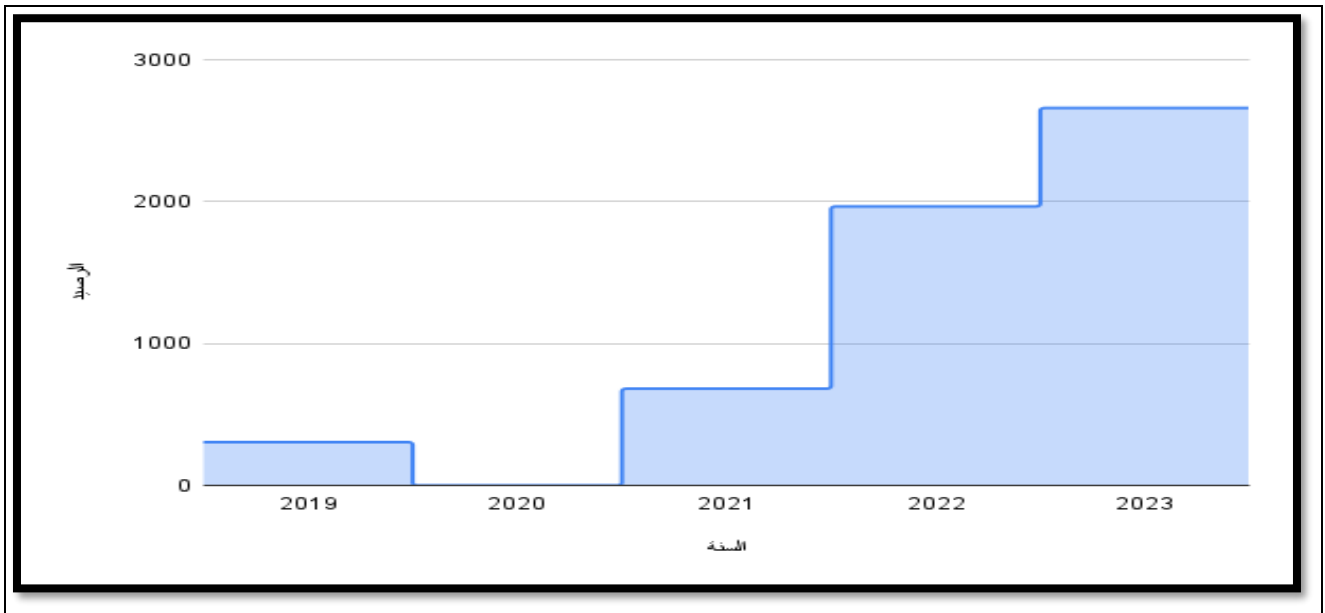
السنة	2019	2020	2021	2022	2023
سعر البترول	64 دولار/البرميل	41 دولار/البرميل	70 دولار/البرميل	100 دولار/البرميل	بين 70 و 80 دولار/البرميل
الجباية البترولية المحصلة	2518	1921	2609	5507	5577
الموازنة العامة للدولة (قانون المالية)	2714	1395	1927	3212	3856
الفائض	00	526	682	2295	1721
رصيد صندوق ضبط الإيرادات	305 رصيد سنة 2018	00	682	1966	2660

المصدر: (وزارة المالية، 2025)، (OPEC , 2025)

الفصل الثالث: محاولة تقييم تكلفة غياب صندوق ثروة سيادي جزائري

من خلال قراءتنا للجدول 03-02 نستطيع أن نستنتج أن أرصدة صندوق ضبط الإيرادات الجزائري ترتبط وتتأثر بأسعار البترول، وهذا ما يفسره ارتفاع وانخفاض الجباية البترولية التي تعتمد عليها الدولة في موازنتها لكل سنة وهذا ما نلاحظه سنة 2020 التي تميزت بانخفاض الجباية البترولية المحصلة، الأمر الذي ألزم الحكومة إلى استهلاك رصيد صندوق ضبط الإيرادات للسنة السابقة أما باقي السنوات التي ارتفعت فيها أسعار النفط ومن خلالها ارتفعت قيمة الجباية البترولية المحصلة وعلى الرغم من ارتفاع تقديرات الموازنات العامة في قانون المالية إلى أنه لم يؤثر ذلك على أرصدة صندوق ضبط الإيرادات الذي بقي في تزايد مستمر.

الشكل 03-01: تطور أرصدة صندوق ضبط الإيرادات الجزائري خلال 2019-2023



المصدر: (وزارة المالية، 2025)

نلاحظ من خلال الشكل 03-01 تطور أرصدة صندوق ضبط الإيرادات الجزائري حيث انخفض رصيد الصندوق من 305 مليار دج سنة 2019 إلى رصيد صفري سنة 2020، كان هذا نتيجة لتداعيات جائحة كورونا الذي صاحبه انخفاض في الطلب العالمي على البترول خاصة في الربع الأول من سنة 2020 حيث استخدم رصيد صندوق ضبط الإيرادات لتمويل عجز الميزانية في هذه السنة التي شهدت تدني في سعر البترول إلى 41 دولار/البرميل (OPEC, 2025)، أما سنة 2021 فشهدت انتعاش سوق النفط العالمي ليرتقي إلى 70 دولار للبرميل مقارنة بـ 40 دولار/البرميل التي تم إدراجها في قانون المالية لهذه السنة، ليشكل هذا الفارق رصيد للصندوق بقيمة 682 مليار دج، كما أن الصندوق لم يتدخل في تمويل عجز الميزانية في هذه السنة تزامنا مع ارتفاع أسعار البترول في السوق العالمي، ليواصل رصيد الصندوق في الارتفاع سنة 2022 ليصل إلى 1 966 مليار دج كان هذا

الفصل الثالث: محاولة تقييم تكلفة غياب صندوق ثروة سيادي جزائري

على خلفية ارتفاع أسعار البترول التي تعدت آنذاك عتبة 100 دولار/البرميل (النشرة الشهرية حول التطورات البترولية في الاسواق العالمية ، 2022، صفحة 01)، أما في سنة 2023 ورغم انخفاض أسعار البترول للتراوح بين 70 و80 دولار/البرميل (blogs.worldbank.org، 2024) وضخامة ميزانية الدولة التي اعتمدت على سعر مرجعي للبترول قدر بـ60 دولار للبرميل إلا أن صندوق ضبط الإيرادات حافظ على منحاه التصاعدي لعدم استخدام رصيده في سنة 2021 حيث لم تشهد الجزائر عجز موازنا في هذه السنة، ليصل إلى 2 660 مليار دينار جزائري (mfdgb, 2025).

2. تعاملات صندوق ضبط الإيرادات:

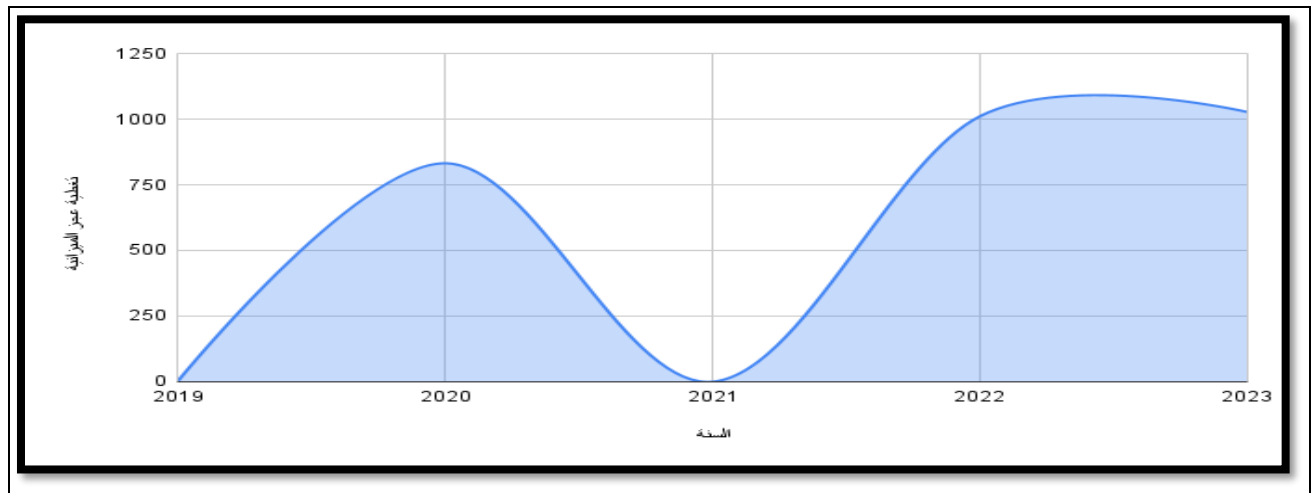
يمكننا أن نقوم بتقييم أداء صندوق ضبط الإيرادات الجزائري من خلال استعملاته في الاقتصاد المحلي كأداة للاستقرار تطبيقا لاستراتيجية الحكومة التي قد ينتج عنها زيادة في الإنفاق العام وبالتالي يقوم الصندوق بتمويل العجز الموازن الناتج عن هذا الإنفاق أو تدني أسعار النفط في الأسواق العالمية ما يخلف تراجع الإيرادات العامة ومن خلال أيضا المساهمة في تخفيف الديون العمومية سواء الداخلية والخارجية وفيما يلي يمكن عرض أبرز استعملات الصندوق من خلال تدخلاته في الاقتصاد الوطني.

1.2. تغطية عجز الموازنة العمومية:

في إطار تطبيق برامج التنمية الوطنية وفي إطار سياسة الانتعاش الاقتصادي شهد الوضع المالي للموازنة العامة تطورا كبيرا الأمر الذي تطلب تدخل صندوق ضبط الإيرادات لإبقاء الموازنة العامة للدولة في وضعية توازن (لطرش وكتاف، 2018، الصفحات 19-42) وفيما يلي عرض لاستخدام الصندوق في تغطية عجز الميزانية:

الشكل 03-02: استخدام صندوق ضبط الإيرادات في تغطية عجز الموازنة العمومية خلال 2019-2023

الوحدة: مليار دج



المصدر: (وزارة المالية، 2025)

الفصل الثالث: محاولة تقييم تكلفة غياب صندوق ثروة سيادي جزائري

من خلال الشكل 03-02 نلاحظ تطور استخدامات الصندوق حيث شهدت الفترة 2015-2019 إعادة بعث مشاريع التنمية المحلية الذي صاحبه إنفاق عام فاق 500 مليار دج، تزامن هذا مع انخفاض في أسعار البترول إلى حدود 50 دولار/البرميل، حيث استنفذ رصيد صندوق ضبط الإيرادات في سنة 2019، ليتدخل بتغطية عجز الميزانية سنة 2020 الذي بلغ 832 مليار دج حيث استنفذ رصيد الصندوق الذي بلغ 350 مليار دج سنة 2019 جراء انهيار أسعار البترول إلى 40 دولار/البرميل مقارنة بما تم إدراجه في قانون المالية '45' دولار الأمر الذي استدعى تدخل الصندوق لتمويل هذا العجز، أما في سنة 2021 فلم يتدخل الصندوق لتمويل أي عجز جراء انتعاش أسواق البترول إلى حدود 70 دولار/البرميل، وفي سنة 2022 ارتفع عجز الموازنة العامة إلى أزيد من 3245 مليار دج نتيجة ارتفاع نفقات التسيير والتجهيز وضخامة التحويلات الاجتماعية التي بلغت في هذه السنة 24% من الموازنة العامة (قانون المالية 2022، 2021، صفحة 66) ليتدخل الصندوق بـ 1 011 مليار دج كمساهمة في تغطية العجز المذكور، لتأتي سنة 2023 بأكبر موازنة في تاريخ الجزائر صاحبها ارتفاع في العجز إلى حدود 3578 مليار دج (مذكورة عرض قانون المالية التصحيحي، 2023، صفحة 27) وبالتالي كانت نسبة تغطية صندوق ضبط الإيرادات 28% من إجمالي العجز بما قيمته 1 027 مليار دج.

2.2. المساهمة في القضاء على المديونية العمومية:

تزامن إنشاء صندوق ضبط الإيرادات الجزائري سنة 2001 مع ارتفاع أسعار البترول في الأسواق العالمية حيث استغلت الحكومة الجزائرية هذه الفرصة باستخدام الفوائض الناتجة عن الجباية البترولية للحد من المديونية العمومية بجانبها الداخلي والخارجي من خلال التسديد المسبق للدين العام (بونحاس، 2021، الصفحات 577-589)، ولمعرفة مدى مساهمة صندوق ضبط الإيرادات في القضاء على المديونية العمومية الداخلية والخارجية يمكن تسليط الضوء على ذلك من خلال تطور المديونية خلال السنوات الأخيرة (أنظر الجدول 03-03).

ساهم صندوق ضبط الإيرادات الجزائري منذ 2001 إلى سنة 2008 بما يفوق 2600 مليار دج في عملية سداد الدين العمومي، وانطلاقا من هذه السنة لم يقدم الصندوق أي مساهمة في تسديد الديون العمومية سواء الداخلية أو الخارجية بطريقة مباشرة لكن إسهامه بطريقة غير مباشرة يبقى ظاهرا عن طريق التدخل في الحد من لجوء الحكومة إلى الاقتراض الداخلي لتمويل العجز في الموازنة العامة للدولة ومساهمته في تغطية حاجات الإنفاق الحكومي الاستثماري الذي انتهجته الجزائر في سياسة الانتعاش الاقتصادي وبالرغم من تطور الديون العامة الداخلية خاصة منذ سنة 2013 إلى 2023 بحكم برامج التنمية المحلية المسطرة من قبل الحكومة التي أدت إلى رفع الإنفاق الحكومي إلى أن الصندوق لم يتدخل لتسديدها بل اكتفى منذ سنة 2008 بتمويل العجز الموازني فقط .

الفصل الثالث: محاولة تقييم تكلفة غياب صندوق ثروة سيادي جزائري

الجدول: 03-03 تطور الديون العامة الداخلية والخارجية في الجزائر للفترة 2013-2023

الوحدة: مليار دولار

السنوات	2013	2014	2015	2016	2017	2018
الديون العامة الداخلية	15	14	12.9	30.73	43.12	64.08
الديون العامة الخارجية	1.2	0.93	0.72	1.52	1.61	1.44
السنوات	2019	2020	2021	2022	2023	
الديون العامة الداخلية	77.8	71.30	98.69	111.19	118.5	
الديون العامة الخارجية	1.35	1.36	1.15	0.983	0.938	

المصدر: بالاعتماد على الموقع (tresor.mf.gov)

يتضح مما سبق أن صندوق ضبط الإيرادات الجزائري، (الذي يُعتبر جزءاً من الخزينة العمومية)، يعمل كأداة لتحقيق الاستقرار الاقتصادي المحلي تحت إشراف الحكومة ممثلة بوزارة المالية، تقتصر وظائفه على التدخل لتغطية العجز الموازني واستقبال الموارد المالية التي تفوق قدرة الاقتصاد الوطني على الاستيعاب تفادي التضخم.

لم تكن هذه الوظائف هي الدافع لإنشاء صندوق ثروة سيادي، بل من خلال تشغيل الصندوق باعتباره هيئة مستقلة تعمل كأداة مستدامة للحفاظ على ثروة الأجيال القادمة من خلال استراتيجيات استثمارية طويلة الأمد تهدف إلى تحقيق تنوع اقتصادي خارج قطاع المحروقات، وذلك في إطار الفرص الاستثمارية المتاحة محلياً ودولياً.

3. مقارنة صندوق ضبط الإيرادات الجزائري بالصناديق السيادية التي تم تقييمها :

في محاولة لتطبيق الدراسة التقييمية لبعض الصناديق السيادية التي أجريناها في الفصل الثاني على حالة الجزائر، يمكن تسليط الضوء على المقارنة التالية بين صندوق ضبط الإيرادات وصندوق مبادلة للتنمية ومؤسسة دبي للاستثمارات الحكومية وصندوق التقاعد النرويجي وشركة إدارة الاستثمارات "الألبرتا" في كندا كما هو موضح في الجدول أدناه.

الفصل الثالث: محاولة تقييم تكلفة غياب صندوق ثروة سيادي جزائري

الجدول: 03-04 مقارنة صندوق ضبط الإيرادات الجزائري بالصناديق السيادية قيد الدراسة

الصندوق	التأسيس	نوع الصندوق	مصادر التمويل	الأصول المكونة للمحفظة الاستثمارية حسب القطاع
صندوق ضبط الإيرادات الجزائري	2001	استقرار	فائض الجباية البترولية	لا شيء
صندوق مبادلة للتنمية	2002	تنمية	-فائض الجباية البترولية -العائد على استثمار الصندوق	-الاستثمارات الخاصة 38% -الاستثمارات العامة 25% -الاستثمارات الائتمانية 16% -العقارات و البنية التحتية 16% -الاستثمارات البديلة 05%
مؤسسة دبي للاستثمارات الحكومية	2006	ادخار واستثمار	-العوائد على الاستثمارات	-المواصلات 28% -الصناعة 07% - الضيافة 17% - النفط والغاز 03% -العقارات 16%-البيع بالتجزئة 14% - الخدمات المالية والمصرفية 15%
صندوق التقاعد النرويجي	1990	-استقرار وادخار للمعاشات	- فائض الجباية البترولية -العائد على استثمار الصندوق	- الأسهم % 70.90 - السندات % 27.10 -العقارات % 1.90 -البنية التحتية للطاقة % 0.1
شركة إدارة الاستثمارات -ألبرتا AIMCo	2008	-الادخار -التنوع الاقتصادي	-الجباية البترولية	- السندات % 24.53 - الأسهم العامة % 37.80 - الأسهم الخاصة % 8.46 - العقارات % 14 - البنية التحتية % 13 - الموارد المتجددة % 02.21

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الأشكال (02-02، 02-02، 02-07، 13)، الجدول 02-02

الفصل الثالث: محاولة تقييم تكلفة غياب صندوق ثروة سيادي جزائري

من خلال الجدول رقم 03-04 يمكن أن نلاحظ أن أغلب الصناديق السيادية التي تم تقييمها هي صناديق نفطية بما فيها صندوق ضبط الإيرادات الجزائري الذي يعتمد في تمويله على الفوائض من الجباية البترولية.

كما أن جميع هاته الصناديق تهدف إلى تحقيق الاستقرار الاقتصادي للبلدان المالكة لها من خلال حمايته من تقلبات أسعار البترول في الأسواق العالمية غير أن الاختلاف بين هاته الصناديق يكمن في كون أنها تقوم بتحويل أرصدها إلى محافظ استثمارية متنوعة في شتى القطاعات الاستثمارية بغية تحقيق تنوع اقتصادي وخلق مصادر دخل طويلة الأمد خارج المحروقات لتفادي خطر نزوب هذا المورد الطبيعي وادخاره للأجيال القادمة عكس صندوق ضبط الإيرادات الجزائري الذي يعتبر حساب من حسابات الخزينة العمومية يهدف إلى تحقيق الاستقرار من خلال تمويل عجز الموازنة العامة والقضاء على المديونية العمومية.

من هذا المنطلق سنقوم بمحاولة لتقييم غياب صندوق ثروة سيادي في الجزائر من خلال صندوق ضبط الإيرادات الجزائري عن طريق اقتراح محفظة استثمارية أصول مالية تتماشى مع الفرص الاستثمارية المتاحة في الاقتصاد الجزائري كطريقة لإيجاد مصدر إضافي من مصادر تمويل الصندوق و تحقيق تنوع اقتصادي في الجزائر من خلال استثمار أرصده كآلية لتحويله من مجرد أداة لضبط الموازنة إلى أداة استثمار تحمي ثروة الأجيال القادمة.

المبحث الثاني: محاولة التقييم من خلال تكوين محفظة أصول مالية.

سنقوم في هذا المبحث بمحاولة تقييم تكلفة الفرصة الضائعة من خلال الاستثمار في بورصة الجزائر، وذلك عبر إدراج الصندوق في مؤشر "دزاير-أندكس" وسندات الخزينة العمومية من خلال تكوين محفظة مالية.

المطلب الأول: محاولة التقييم من خلال مؤشر بورصة الجزائر دزاير-أندكس DZAIR INDEX

في هذا المطلب سنسعى إلى تقييم أداء استثمار أرصدة صندوق ضبط الإيرادات الجزائري باستخدام مؤشر بورصة الجزائر "دزاير-أندكس (DZAIR INDEX)"، حيث يتيح هذا المؤشر متابعة تطورات السوق المالية المحلية وتحليل أداء الأسهم المدرجة، كما سنوضح كيف يمكن الاستفادة من هذا المؤشر كأداة لتقييم العوائد، بما يدعم اتخاذ القرارات الاستثمارية وتعزيز فعالية إدارة الصندوق السيادي الجزائري.

1. التعريف بمؤشر دزاير أندكس "DZAIR INDEX":

يعتبر مؤشر "دزاير أندكس" أداة لقياس أداء بورصة الجزائر يتم من خلاله عرض المتغيرات على مستوى الأسعار داخل البورصة صعودا ونزولا بالاعتماد على مجموعة من أسهم الشركات المدرجة التي يتم تداولها في السوق المالي المنظم وغير المنظم حيث يعكس هذا المؤشر حالة السوق.

الفصل الثالث: محاولة تقييم تكلفة غياب صندوق ثروة سيادي جزائري

أولاً: قطاعات الشركات الممثلة لتركيبة مؤشر "دزاير-أندكس":

تضم بورصة الجزائر مجموعة من مختلف الشركات في مختلف القطاعات الاقتصادية الوطنية حيث تضم أربع قطاعات نذكرها فيما يلي:

➤ **القطاع السياحي:** نجد في هذا القطاع مؤسسة تسيير الفنادق "م.ت.ف الاوراسي" ؛

➤ **قطاع التأمينات:** متمثل في شركة "أليانس للتأمينات"؛

➤ **القطاع الصيدلاني:** يتكون هذا القطاع من مؤسستين رائدتين في الصناعة الصيدلانية وهما "مجمع صيدال" و "مجمع بيوفارم"؛

➤ **القطاع المصرفي:** يتمثل في البنكين العموميين "القرض الشعبي الجزائري" و "بنك التنمية المحلية".

ثانياً: الشركات المدرجة في السوق الرئيسية والمركبة لمؤشر "دزاير-أندكس":

يضم مؤشر دزاير-أندكس في تركيبته مجموعة من الشركات الوطنية التي تتداول في السوق الرئيسي بلغ عددها إلى غاية اليوم ستة شركات في مختلف القطاعات الاقتصادية سنقدمها في الجدول أدناه :

الجدول 03-05: الشركات المدرجة في السوق الرئيسية لبورصة الجزائر 2025

رمز ISIN	الرمز في البورصة	اسم الشركة	عدد الأسهم المتداولة في السوق الرسمي	القيمة الاسمية للسهم	قيمة الأسهم عند الإصدار (مليون دج)	سعر السهم عند الإقبال	القيمة السوقية الحالية في البورصة (مليون دج)
DZ0000010037	ALL	أليانس للتأمينات	1 804 511	830	1 497,7	420.00 دج	1 212,6
DZ0000010029	AUR	م.ت.ف الاوراسي	1 200 000	400	480	400.00 دج	480
DZ0000010094	BDL	بنك التنمية المحلية	44 200 000	1400	61 880	1 420.00 دج	62 764
DZ0000010094	BIO	بيوفارم	5 104 905	200	1 020,9	2 450.00 دج	12 507
DZ0000010078	CPA	القرض الشعبي الجزائري	48 958 634	2300	112 604,8	2 300.00 دج	112 604,8
DZ0000010003	SAI	صيدال	2 000 000	800	1 600	405.00 دج	810

المصدر: (SGVB, 2025)

من خلال الجدول 03-05 يمكننا ملاحظة تغير قيم الشركات المدرجة في السوق الرسمي من خلال مقارنة القيمة الاسمية الإجمالية للأسهم المتداولة في السوق الرسمي عند الإصدار مع القيمة الاسمية الحالية في البورصة. كما يمكننا تمييز الشركات من خلال قيمها السوقية، حيث ارتفعت القيمة السوقية لشركة "بيوفارم" بمقدار 2,250 دج للسهم الواحد، لتصل قيمتها السوقية إلى 12.5

الفصل الثالث: محاولة تقييم تكلفة غياب صندوق ثروة سيادي جزائري

مليار دج مقارنةً بـ 1 مليار دج عند الإصدار. وينطبق نفس الأمر على "بنك التنمية المحلية"، الذي حقق ارتفاعاً في قيمة السهم الواحد بمقدار 20 دج، ليصل إلى أكثر من 62.7 مليار دج مقارنةً بـ 61.8 مليار دج عند الإصدار. بينما هناك شركات لم تتغير قيمتها السوقية منذ الإصدار، مثل القرض الشعبي الجزائري ومؤسسة التسيير الفنادق "الأوراسي". في المقابل، فقدت الشركتان "صيدال" و"اليانس للتأمينات" أكثر من 50% من قيمة الأسهم المدرجة، حيث بلغت قيمتها السوقية الحالية 810 مليون دج و1.2 مليار دج على التوالي.

المطلب الثاني: محاكاة استثمار صندوق ضبط الإيرادات الجزائري في السوق المالي الجزائري "مؤشر دزاير-أندكس"

في ظل سعي الدولة الجزائرية لتعزيز استثمار الموارد المالية العامة، يمكن لصندوق ضبط الإيرادات أن يلعب دوراً مهماً في تنمية الاقتصاد الوطني من خلال استثمار جزء من أمواله في السوق المالي المحلي. ويهدف هذا المطلب إلى تقديم محاكاة لآليات استثمار الصندوق في مؤشر "دزاير-أندكس"، مع تحليل أثر هذه الاستثمارات على أداء السوق المالي وتحقيق عوائد مستدامة للصندوق.

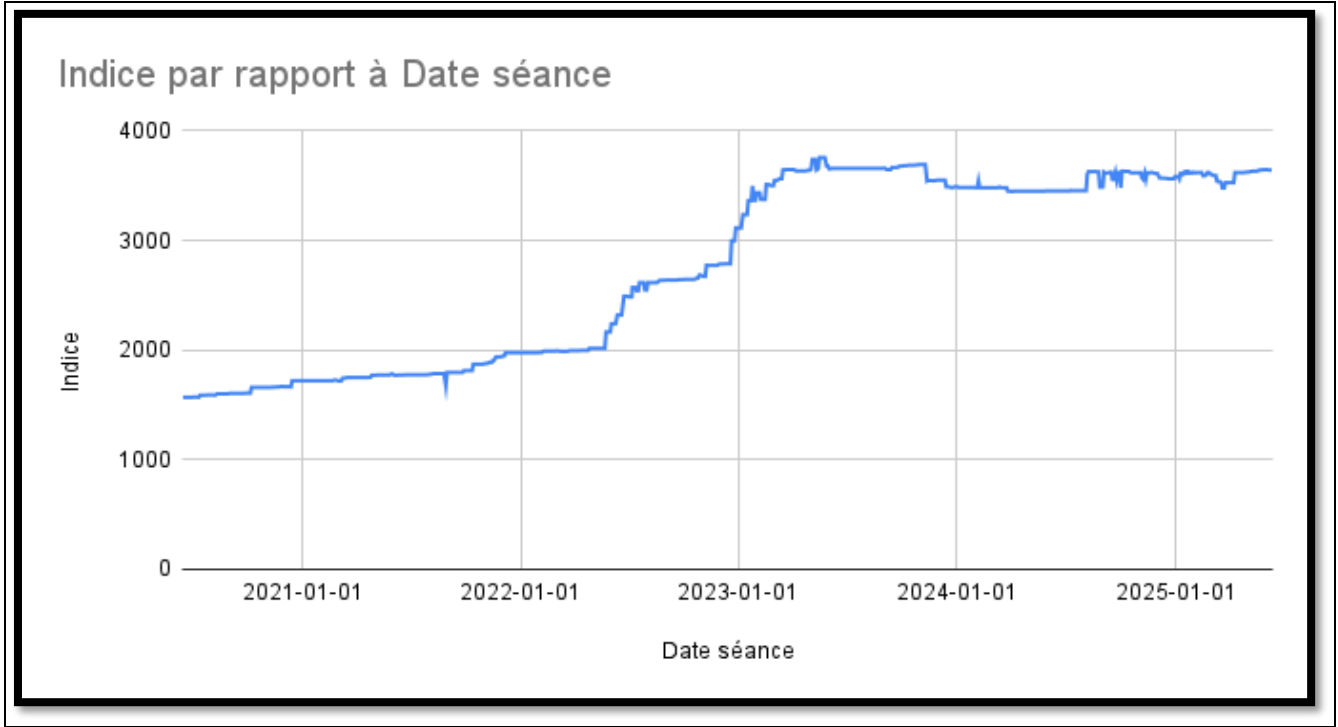
1. دراسة وصفية تحليلية لمحفظة استثمارية مالية لصندوق سيادي جزائري من خلال صندوق ضبط الإيرادات الجزائري:

سنقوم من خلال هذا الجزء من البحث اقتراح محفظة مالية متكونة من مؤشر "دزاير أندكس" من خلال الدخول إلى بورصة الجزائر ومحاولة تقييم العائد في حال استثمار رصيد صندوق ضبط الإيرادات السنوي حسب تغير المؤشر. تطور مؤشر Dzair Index منذ 30 يوليو 2020 وفقاً للبيانات المتاحة على الموقع الرسمي للبورصة (انظر الشكل 03-03)، حيث بلغت قيمة المؤشر 1527.13 دج واتبع اتجاهًا تصاعدياً ليصل، في 30 نوفمبر إلى قيمة 1611.06 دج، أي بزيادة قدرها 3.87%، وهو أكبر تغير سجله المؤشر هذا العام. في بداية عام 2021، حافظ المؤشر على اتجاهه الصعودي، ولكن في نهاية الربع الأول من العام نفسه، تراجع بنسبة 0.13%، وهو أكبر انخفاض سجله المؤشر. في بداية الربع الثاني، سجل المؤشر أكبر معدل تغير له، وهو 4.29%، بقيمة تقديرية بلغت 1893.95 دج.

الفصل الثالث: محاولة تقييم تكلفة غياب صندوق ثروة سيادي جزائري

الشكل: 03-03: تطور مؤشر "دزاير أندكس"

الوحدة: دينار جزائري



المصدر: (SGVB, 2025)

واصل المؤشر ارتفاعه، بمعدل تغير بلغ 1.75% في يناير 2022 مقارنة بنهاية عام 2021. في نهاية النصف الأول من عام 2022، بلغ معدل ارتفاعه 12.80%، وهو أعلى معدل ارتفاع بقيمة 2187.07 دج. وفي نهاية العام، بلغ المؤشر قيمة 2754.23 دج، وهي أعلى قيمة في عام 2022، وسُجلت في ديسمبر من نفس العام. في بداية عام 2023، سجل المؤشر أكبر تغير له منذ بدء تداول الأسهم في البورصة الجزائرية، بارتفاع قدره 13,30%. وبلغت أعلى قيمة سجلها المؤشر 3643,80 دج في نهاية شهر أكتوبر 2023. شهدت سنة 2024 طرح أسهم البنك الشعبي الجزائري في البورصة، وهو أول بنك يفتح رأس ماله، في حين شهدت المعاملات ركودًا في بداية العام، مما ساهم في انخفاض نسبي في قيمة المؤشر، الذي عاد إلى قيمته الطبيعية في نهاية العام. أما سنة 2025، فقد شهدت دخول بنك التنمية المحلية في قائمة المؤسسات المدرجة في البورصة، مما ساهم في ارتفاع قيمة مؤشر Dzair Index، لا سيما في بداية الربع الثاني من هذا العام، حيث بدأ تداول أسهم هذا البنك (SGVB, 2025)

الفصل الثالث: محاولة تقييم تكلفة غياب صندوق ثروة سيادي جزائري

2. دراسة قابلية توظيف صندوق ضبط الإيرادات (FRR) في السوق المالية الجزائرية :

في إطار هذه الدراسة التطبيقية، وضمن مسعى لتحليل مدى قابلية توظيف صندوق ضبط الإيرادات (FRR) في السوق المالية الجزائرية بالاستناد إلى أداء مؤشر DZAIR INDEX، تم تطوير نموذج محاكاة مالي يستند إلى استراتيجية استثمارية ديناميكية مرنة.

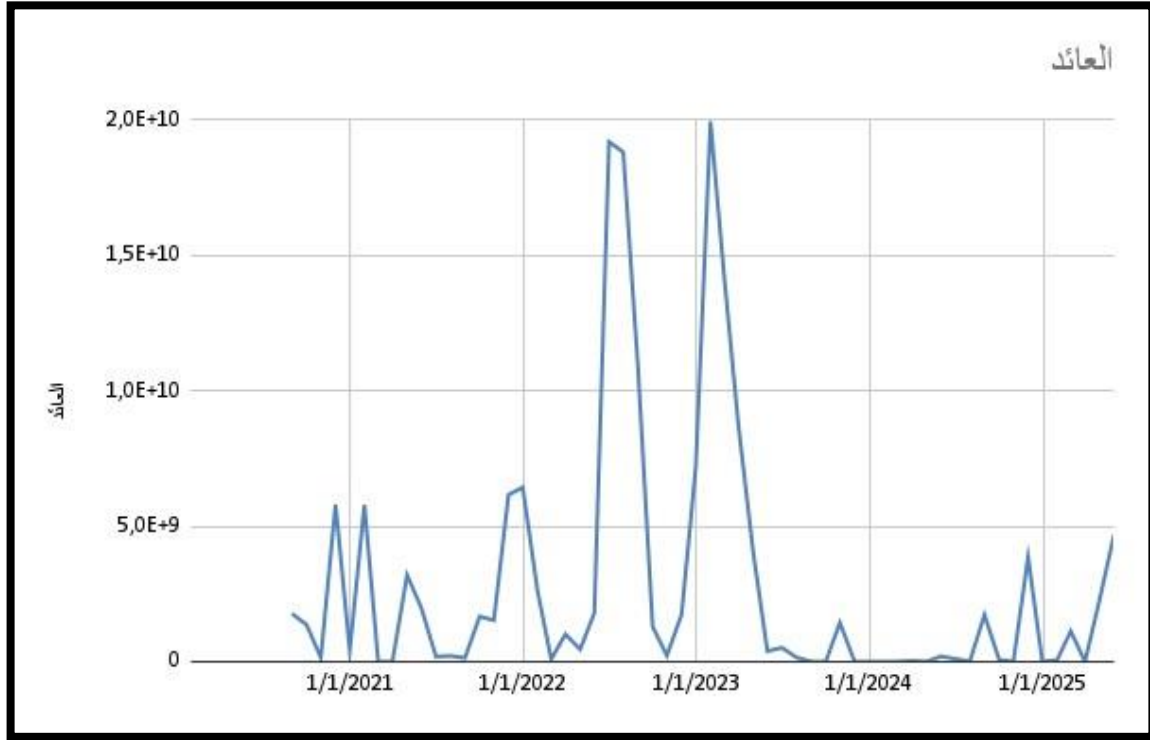
تم تصميم هذا النموذج على أساس منطق استثماري بسيط يعتمد على دوال ومعادلات شرطية، تتيح اتخاذ قرارات استثمارية تلقائية على أساس شهري، وفق القواعد التالية:

- يتم تنفيذ عملية شراء عند تسجيل المؤشر لعائد شهري موجب؛
 - أما في حالة تسجيل عائد شهري سلمي، فيتم اتخاذ قرار بالامتناع عن الدخول إلى السوق (الانتظار).
 - بفضل هذه الآلية، تم توليد معطيات مالية جديدة تشمل ما يلي:
 - نسبة التغير الشهري للمؤشر؛
 - قرار الدخول أو الانتظار؛
 - العائد الشهري المحقق؛
 - القيمة الإجمالية للمحفظة الاستثمارية؛
 - العائد التراكمي؛
 - قيمة الاستثمار تم تحديدها بـ 150 مليار دينار جزائري عند تحقق شرط الشراء.
- وقد تم تنفيذ هذه الآلية بالاعتماد على تقنيات "البرمجة القاعدية" لـ Excel، من خلال استخدام دوال شرطية ما أتاح توليد قرارات استثمارية تلقائية من خلال محاكاة استثمار صندوق ضبط الإيرادات الجزائري في السوق المالي الجزائري "مؤشر دزاير- أندكس" (أنظر الملحق رقم 04).

الفصل الثالث: محاولة تقييم تكلفة غياب صندوق ثروة سيادي جزائري

الشكل 03-04: العائد الرأسمالي غير المحقق من عدم استثمار صندوق ضبط الإيرادات الجزائري في السوق المالي الجزائري

الوحدة: مليار دينار



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات الملحق رقم 04

يعكس الشكل 03-04 تطور العائد الشهري الناتج عن تطبيق النموذج الاستثماري المقترح، وذلك خلال الفترة الممتدة من نهاية سنة 2020 إلى منتصف سنة 2025، ويُظهر المنحنى تذبذبًا ملحوظًا في أداء العوائد، حيث تميزت المرحلة الأولى (2020 – منتصف 2022) بتقلبات حادة بين الأرباح والخسائر، ما يعكس بيئة سوقية غير مستقرة أو قرارات استثمارية متذبذبة خلال تلك الفترة. خاصة بعد تعليق التداول على أسهم أن سي أ رويبة.

وقد شهدت العوائد خلال النصف الثاني من سنة 2022 وحتى بداية سنة 2023 ارتفاعًا استثنائيًا في العائدات، تمثل في تسجيل ذروتين متتاليتين تجاوزت فيهما العوائد سقف 19.9 مليار دينار جزائري شهريًا كان مع نهاية شهر جوان من سنة 2022. وتشير هذه القفزات إلى نجاح استثنائي في تنفيذ استراتيجية الدخول المرتبطة بتحسين المؤشر، مما يؤكد فعالية النموذج في استغلال الفرص الإيجابية في السوق.

الفصل الثالث: محاولة تقييم تكلفة غياب صندوق ثروة سيادي جزائري

إلا أن هذه النتائج الإيجابية لم تستمر، إذ سُجل تراجع حاد في العوائد مباشرة بعد الذروة الثانية، حيث دخلت المحفظة في مرحلة ركود امتدت طيلة سنة 2023 وحتى نهاية 2024 تقريبًا، مع بقاء العوائد ضمن مستويات ضعيفة جدًا أو منعدمة، ويُحتمل أن يكون هذا التراجع مرتبطًا بانخفاض أداء المؤشر، أو بسبب غياب شروط الشراء في النموذج المعتمد، مما أدى إلى عزوف استثماري متواصل. وفي مطلع سنة 2025، يُلاحظ تحسن في العوائد، ما قد يعكس بوادر انتعاش تدريجي في السوق أو بداية دورة جديدة إيجابية للاستثمار تزامن مع بداية تداول أسهم بنك التنمية المحلية.

يُبرز هذا التحليل أهمية توقيت الدخول والخروج في السوق المالية، وفعالية النموذج في اقتناص الفرص حين تتوفر الشروط، كما يكشف الحاجة إلى تقييم فترات الركود لفهم أسباب الأداء الضعيف واتخاذ قرارات تصحيحية في المستقبل، كما يمكن أيضا قياس العائد الممكن تحقيقه من استثمار صندوق ضبط الإيرادات الجزائري بصفته حامل لأسهم الشركات المدرجة في السوق المالي الجزائري من خلال توزيعات الأرباح المحققة. الجدول 03-07 يوضح توزيع الأرباح على المساهمين في السنوات الأخيرة.

الجدول 03-06 عائد توزيعات الأرباح على حملة الأسهم "Dividendes"

الوحدة: دج

السنة	2020	2021	2022	2023	2024
بيوفارم	115	175	134	180	160
صيدال	25	10	-	31	-
اليابس للتأمينات	32	35	35	30	35
القرض الشعبي الجزائري	-	-	-	125	125
بنك التنمية المحلية	-	-	-	-	77.77

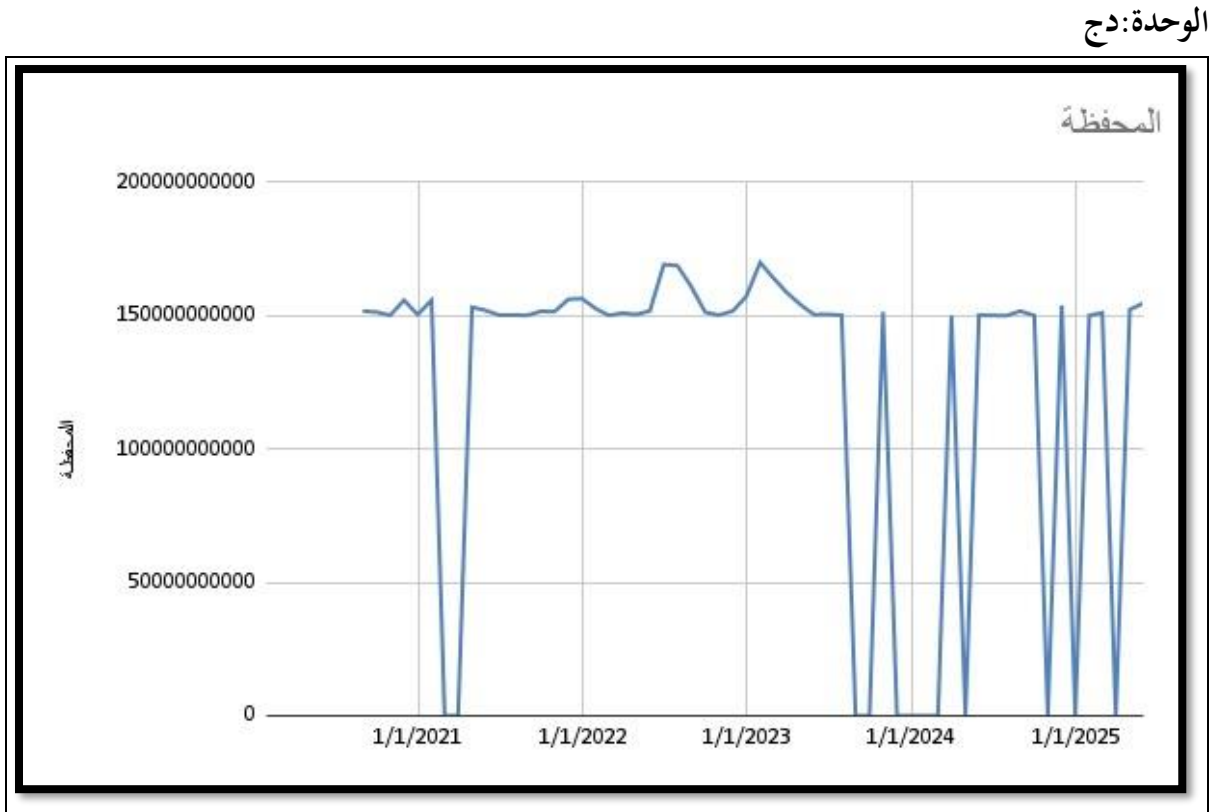
المصدر: (SGVB, 2025)

يمكننا تقييم الأرباح التي يمكن أن يحققها صندوق ضبط الإيرادات الجزائري، بالإضافة إلى عائد رأس المال من الأسهم بصفته مالكًا لأسهم شركات مدرجة في البورصة. من خلال قراءة الجدول 03-06، نلاحظ الأرباح التي حققتها هذه الشركات خلال الفترة 2020-2024، حيث سجلت شركة "بيوفارم" المتخصصة في صناعة الأدوية أعلى عائد بلغ 180 دج في سنة 2023، بسبب الاهتمام المتزايد بالرعاية الصحية في الجزائر في أعقاب جائحة فيروس كورونا، مع تحقيق إيرادات في عام 2024 تزيد عن 85 مليار

الفصل الثالث: محاولة تقييم تكلفة غياب صندوق ثروة سيادي جزائري

دينار، بزيادة قدرها 3% عن سنة 2023 (Biopharm, 2025)، أما مجمع "صيدال" فقد حقق إيرادات بلغت 18 مليار دينار سنة 2023 ودفعت أرباحًا قدرها 31 دج للسهم الواحد (sidal, 2023, p. 01). كما حافظت شركة "أليانس للتأمين" على نفس العائد للسهم الواحد، الذي تراوح بين 32 و35 دج خلال نفس الفترة وينطبق الشيء نفسه على بنك القرض الشعبي الجزائري، الذي حافظ على عائد مستقر خلال السنتين المائيتين، عند 125 دج (SGVB, 2025). كما قدر العائد للسهم الواحد لبنك التنمية المحلية بـ 77,77 دج، أي 5,55% من أرباح عام 2024، المقدرة بـ 23 مليار دينار جزائري، والتي تم دفعها للمساهمين لتشجيعهم على الاستثمار (APS, 2025).

الشكل 03-05: تطور المحفظة الاستثمارية المالية المقترحة



المصدر: بالاعتماد على مخرجات الملحق رقم 04

يعكس الرسم البياني في الشكل 03-05 لأداء المحفظة الاستثمارية المرتبطة بمؤشر "دزاير- اندكس" نمطاً ديناميكياً اتسم بتقلبات حادة وغير منتظمة خلال الفترة الممتدة من نهاية 2020 إلى منتصف 2025، فقد سجلت المحفظة عدة فترات انهيار مفاجئ نحو مستوى الصفر، الأمر الذي قد يُعزى إلى عدم تخصيص أصول للاستثمار في مرحلة الانتظار حسب آلية تسجيل البيانات ضمن نموذج الاستثمار.

الفصل الثالث: محاولة تقييم تكلفة غياب صندوق ثروة سيادي جزائري

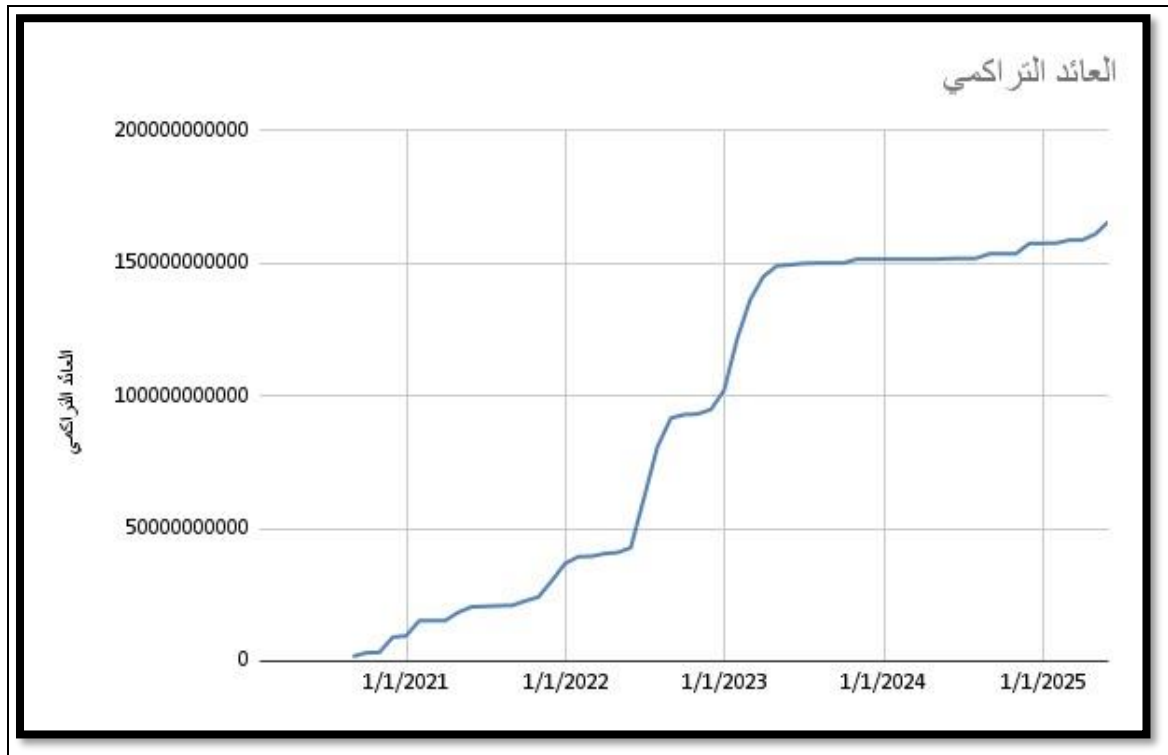
وقد أعقبت هذه الانخفاضات الحادة فترات تعافٍ سريع، أعادت القيمة الإجمالية للمحفظة إلى مستوياتها السابقة، مما يُبرز نمطاً دورياً من التراجع الحاد ثم الارتداد القوي.

هذا السلوك المتكرر يثير إشكالات جدية تتعلق باستقرار المؤشر، ويعكس في الوقت ذاته هشاشة في البنية السوقية أو ضعفاً في آليات إدارة المخاطر والتحوط من الصدمات، ومع ذلك يُسجل المنحنى اتجاهًا تصاعدياً تدريجياً في القيمة الكلية للمحفظة، خاصة في النصف الثاني من الفترة المدروسة، ما يدل على قدرة المؤشر على تحقيق عوائد معتبرة على المدى المتوسط إلى الطويل، رغم ما يشوبه من تقلبات.

وعليه ومن زاوية استثمارية، فإن هذا النمط الاستثماري يُصنّف على أنه عالي المخاطر رغم عوائده المغرية، ما يفرض على الهيئة المشرفة على الاستثمار في الصندوق اعتماد استراتيجية استثمارية صارمة تهتم بدراسة التقلبات السعريّة للمؤشرات تشمل التنوع، والمراقبة الدورية، واعتماد حدود دقيقة لوقف الخسائر.

الشكل 03-06: تطور العائد التراكمي الغير المحقق من عدم استثمار صندوق ضبط الإيرادات

الوحدة: دج



المصدر: بالاعتماد على مخرجات الملحق رقم 04

الفصل الثالث: محاولة تقييم تكلفة غياب صندوق ثروة سيادي جزائري

يُظهر الرسم البياني للشكل 03-06 العائد التراكمي للمحفظة الاستثمارية في مؤشر "دزاير-اندكس" خلال الفترة الممتدة من نهاية 2020 إلى منتصف 2025 نمطاً تصاعدياً واضحاً، يعكس قدرة المؤشر على توليد أرباح مستمرة رغم التقلبات الظاهرة في القيمة السوقية للمحفظة، فقد سجل العائد نمواً معتدلاً خلال السنة الأولى، تبعه تسارع ملحوظ في وتيرة الأرباح خلال السنة الثانية، مما يدل على فترة نشاط استثماري مكثف أو تحسن في أداء الأصول المدرجة.

بعد ذلك، استمر العائد في الارتفاع بوتيرة أبطأ حتى نهاية الفترة، وهو ما يعكس استقراراً نسبياً في الأداء المالي، وإن كان أقل ديناميكية من المرحلة السابقة؛ هذا التراكم الإيجابي في العائد، رغم التذبذب الحاد في القيمة السوقية للمحفظة، يعزز من جدوى الاستثمار في المؤشر على المدى المتوسط، ويشير إلى أن العوائد المحققة قد تكون ناتجة عن توزيعات أرباح أو إعادة تقييم للأصول، ومع ذلك، فإن التباين بين استقرار العائد وتصاعده من جهة، وبين اختيارات القيمة السوقية من جهة أخرى، يستدعي دراسة معمقة لطبيعة الأصول المكونة للمحفظة وآليات التقييم المعتمدة. يكمن أن نستنتج بأن الاستثمار في "دزاير-اندكس" يُظهر مؤشرات إيجابية من حيث العائد، لكنه يتطلب يقظة تحليلية ومتابعة دقيقة لتقلبات السوق لضمان استدامة الأرباح.

المطلب الثالث: محاولة تقييم تكلفة الغياب من خلال سندات الخزينة الجزائرية.

لجئت الجزائر إلى إصدار سندات الخزينة منذ سنوات الستينات باعتبارها أداة تمويل مكتملة للأدوات المالية التقليدية آنذاك، حيث يمكن توظيفها من طرف المؤسسات المالية في السوق المالي، كما تعتبر من بين الأدوات المالية الأكثر قابلية للتداول لتميزها بالأمان المالي من حيث العائد المستقر المضمون من طرف الحكومة .

1. تقديم سوق سندات الخزينة:

سعى من الحكومة الجزائرية وراء الحصول على مصادر لتمويل نفقاتها العمومية ومسايرة لتطورات التكنولوجيا المالية، اعتمدت الدولة على إصدار سندات الخزينة التي تعتبر أداة رئيسية لتمويل العجز في الخزينة العمومية.

تعتبر هذه السندات دين على عاتق الخزينة العمومية معبرا عنها بأوراق مالية يمكن تداولها في السوق المالي، وعليه يمكن تعريف سندات الخزينة العمومية على أنها قرض متوسط أو طويل المدى تصدره الخزينة في شكل أوراق مالية تلتزم فيه بدفع القيمة الاسمية مضافا إليها سعر فائدة معين عند تاريخ استحقاق محدد لصالح المقرض "حامل السند"، كما تتميز السندات الحكومية بسهولة انتقالها بين الأعوان الاقتصاديين بالطرق التجارية المعروفة (بوزناد، 2022، صفحة 05).

تُصدر سندات الخزينة عن طريق أسلوب مزايده يسمى المزاد الهولندي ثلاثة فئات من السندات ذات فترات استحقاق رئيسية وهي: 7، 10 و 15 عاماً، ويتم الاكتتاب عليها في السوق الأولية من طرف المتخصصين في قيم الخزينة SVT المعتمدين من قبل المديرية العامة للخزينة (SGVB, 2025).

الفصل الثالث: محاولة تقييم تكلفة غياب صندوق ثروة سيادي جزائري

الجدول 03-07: سندات الخزينة العمومية المدرجة في بورصة الجزائر بين 2019-2023

الفئة	الرمز	ISIN	سعر الإدراج	تاريخ الإدراج	تاريخ الاستحقاق	حجم الإصدار 6 ¹⁰ دج	نسبة الفائدة (%)
O.A.T 10 ans	O100229	DZ0000700439	87,98	03/02/2019	03/02/2029	11 853,00	5,75%
O.A.T 15 ans	O150434	DZ0000700454	87,538	17/04/2019	21/04/2034	117 343,00	6,50%
O.A.T 7 ans	O070326	DZ0000700447	89,725	06/03/2019	10/03/2026	19 486,00	5,00%
O.A.T 7 ans	O071026	DZ0000700462	89,725	02/10/2019	06/10/2026	22 880,00	5,00%
O.A.T 10 ans	O100230	DZ0000700470	88,074	19/02/2020	23/02/2030	41 573,00	5,75%
O.A.T 15 ans	O150435	DZ0000700488	87,55	22/04/2020	26/04/2035	35 505,00	6,50%
O.A.T 7 ans	O070727	DZ0000700496	89,721	01/07/2020	06/10/2027	54 014,00	5,00%
O.A.T 10 ans	O100331	DZ0000700504	87,97	10/03/2021	14/03/2031	46 830,00	5,75%
O.A.T 15 ans	O150436	DZ0000700512	87,54	31/03/2021	04/04/2036	10 790,00	6,50%
O.A.T 7 ans	O070628	DZ0000700520	89,725	20/06/2021	20/06/2028	7 334,00	5,00%
O.A.T 7 ans	O070929	DZ0000700538	91,773	31/08/2022	04/09/2029	69 255,00	5,00%
O.A.T 15 ans	O151237	DZ0000700546	88,79	30/11/2022	04/12/2037	60 300,00	6,50%
O.A.T 7 ans	O70130	DZ0000700553	91,774	29/01/2023	29/01/2030	129 050,00	5,00%
O.A.T 7 ans	O070530	DZ0000700561	91,778	03/05/2023	07/05/2030	48 000,00	5,00%
O.A.T 7 ans	O070630	DZ0000700579	91,303	14/06/2023	18/06/2030	11 045,00	5,00%
O.A.T 10 ans	O071030	DZ0000700587	91,281	30/08/2023	03/09/2033	70 111,00	5,75%
O.A.T 15 ans	O101233	DZ0000700595	87,54	24/09/2023	24/09/2038	55 350,00	6,50%
O.A.T 7 ans	O151238	DZ0000700603	91,261	25/10/2023	29/10/2030	100 274,00	5,00%
O.A.T 10 ans	O150239	DZ0000700611	91,277	03/12/2023	03/12/2033	64 406,00	5,75%
O.A.T 15 ans	O070231	DZ0000700629	87,54	06/12/2023	10/12/2038	19 700,00	6,50%

المصدر: (SGVB, 2025)

الفصل الثالث: محاولة تقييم تكلفة غياب صندوق ثروة سيادي جزائري

من خلال الجدول 03-07 يمكن أن نقسم إصدار الخزينة العمومية لثلاثة أنواع من السندات تختلف حسب المدة ومعدل الفائدة، فنجد السندات التي تستحق خلال 07 سنوات لها معدل فائدة يقدر بـ 05% كما تميزت سندات الخزينة التي تستحق خلال 10 سنوات بمعدل فائدة سنوي يقدر بـ 05.75% أما سندات الخزينة التي تستحق خلال 15 سنة فمعدل الفائدة عليها 06% سنويا.

2- تقييم مدى فعالية استثمار صندوق ضبط الإيرادات الجزائري في سوق سندات الخزينة:

كمحاولة لتقييم مدى فعالية استثمار صندوق ضبط الإيرادات الجزائري في السوق المالي من خلال سندات الخزينة العمومية المدرجة، قمنا باعتماد نموذج استثماري يعتمد على ترجيح رأس المال المستثمر من الصندوق والمقدر بـ 150 مليار دج كأسلوب للتحوط ضد المخاطر المتعلقة بهذا النوع من الاستثمارات من خلال توزيع المبلغ المستثمر على مختلف السندات المدرجة لجنب مخاطر سعر الفائدة و مخاطر السيولة من خلال:

- الاستثمار في السندات التي تستحق خلال 07 سنوات لتحقيق عوائد وسيولة في أجل قصير.
- الاستثمار في السندات التي تستحق خلال 10-15 سنة لتحقيق أكبر قيمة ممكنة من الفوائد مستقبلا.
- يمكن حساب العوائد على الاستثمار من خلال حساب القيمة المستقبلية للاستثمار وفق المعادلة التالية:

$$Vn = V0(1 + (t * n))$$

بحيث:

- Vn : القيمة المستقبلية للسندات.
- V_0 : مبلغ الاستثمار "القيمة الحالية للسندات".
- t : معدل الفائدة السنوي.
- n : عدد السنوات.

بما أن القيمة المستقبلية للسندات تتضمن القيمة الحالية إضافة إلى العائد (الفوائد) فإن:

$$\text{العائد الصافي} = \text{القيمة المستقبلية للسندات} - \text{القيمة الحالية "مبلغ الاستثمار"}$$

الفصل الثالث: محاولة تقييم تكلفة غياب صندوق ثروة سيادي جزائري

الجدول 03-08: القيمة المستقبلية و العائد الصافي من استثمار رصيد صندوق ضبط الإيرادات في سندات الخزينة

العمومية المدرجة في بورصة الجزائر:

الوحدة: مليون دج

الفئة	تاريخ الإدراج	تاريخ الاستحقاق	حجم الإصدار 10^6 دج	نسبة الفائدة (%)	القيمة المستقبلية	العائد الصافي
O.A.T 10 ans	03/02/2019	03/02/2029	11 853	5,75%	15 750,00	5 750,00
O.A.T 7 ans	06/03/2019	10/03/2026	19 486	5,00%	25 650,00	6 650,00
O.A.T 15 ans	17/04/2019	21/04/2034	117 343	6,50%	197 500,00	97 500,00
O.A.T 7 ans	02/10/2019	06/10/2026	22 880	5,00%	28 350,00	7 350,00
المجموع			171 562			117 250,00
O.A.T 10 ans	19/02/2020	23/02/2030	41 573	5,75%		
O.A.T 15 ans	22/04/2020	26/04/2035	35 505	6,50%		
O.A.T 7 ans	01/07/2020	06/10/2027	54 014	5,00%		
المجموع			131 092			
O.A.T 10 ans	10/03/2021	14/03/2031	46 830	5,75%	73 757,25	26 927,25
O.A.T 15 ans	31/03/2021	04/04/2036	10 790	6,50%	21 310,25	10 520,25
O.A.T 7 ans	20/06/2021	20/06/2028	7 334	5,00%	9 900,90	2 566,90
المجموع			64 954			40 014,40
O.A.T 7 ans	31/08/2022	04/09/2029	69 255	5,00%	93 494,25	24 239,25
O.A.T 15 ans	30/11/2022	04/12/2037	60 300	6,50%	119 092,50	58 792,50
المجموع			129 555			83 031,75
O.A.T 7 ans	29/01/2023	29/01/2030	129 050	5,00%	67 500,00	17 500,00
O.A.T 7 ans	03/05/2023	07/05/2030	48 000	5,00%		
O.A.T 7 ans	14/06/2023	18/06/2030	11 045	5,00%		
O.A.T 7 ans	25/10/2023	29/10/2030	100 274	5,00%		
O.A.T 15 ans	24/09/2023	24/09/2038	55 350	6,50%	98 750,00	48 750,00
O.A.T 15 ans	06/12/2023	10/12/2038	19 700	6,50%		
O.A.T 10 ans	30/08/2023	03/09/2033	70 111	5,75%	78 750,00	28 750,00
O.A.T 10 ans	03/12/2023	03/12/2033	64 406	5,75%		
المجموع			497 936			95 000,00

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الجدول رقم 03-07

الفصل الثالث: محاولة تقييم تكلفة غياب صندوق ثروة سيادي جزائري

من خلال الجدول 03-08 يمكن شرح النموذج الاستثماري الذي يعتمد على استثمار رأس مال مقدر بـ : 150 مليار دج موزعة على الأنواع الثلاثة المدرجة بالنظر إلى رصيد صندوق ضبط الإيرادات الجزائري باعتباره صندوق ثروة سيادي مستقل ماليا. نميز بين حالتين من قيمة الإدراج الإجمالية لسندات الخزينة العمومية:

➤ حالة قيمة الإدراج السنوية للسندات أقل من 150 مليار دج نقوم بشراء كامل السندات المدرجة والمطروحة في السوق الثانوي وهو الحال في السنتين 2021 و2022.

➤ حالة قيمة الإدراج تفوق 150 مليار دج وهو عتبة الاستثمار المحددة في نموذج المحاكاة المقترح في الدراسة، نقوم بشراء سندات متنوعة من حيث المدة ومعدل الفائدة في حدود هذا المبلغ وهو الحال لسنة 2019 و2023 أما سنة 2020 فقد كانت الاستثناء بعدم الدخول للسوق المالي بحكم الرصيد الصفري لصندوق ضبط الإيرادات الجزائري، وعليه كانت النتائج كالآتي:

في سنة 2019 تم استثمار مبلغ 150 مليار دج كاملا موزعا على مختلف السندات على النحو التالي:

➤ 10 مليار دج لسندات الخزينة من فئة 10 سنوات بمعدل فائدة 5.75% تستحق سنة 2029، قدرت قيمتها المستقبلية بـ 15 مليار دج منها 5.7 مليار دج كعائد صافي للفوائد السنوية؛

➤ 40 مليار دج للسندات من فئة 07 سنوات بمعدل فائدة يقدر بـ 05% سنويا، تستحق سنة 2026 قدرت قيمتها المستقبلية بـ: 54 مليار دج بمجموع عوائد صافية قدرت بـ: 14 مليار دج؛

➤ 100 مليار دج للسندات من فئة 15 سنة بمعدل فائدة 6.50%، قدرت قيمتها المستقبلية 197.5 مليار دج قدرت عوائدها السنوية بـ: 97.5 مليار دج.

في سنة 2020 لم يتم الاستثمار حيث كان رصيد صندوق ضبط الإيرادات صفري .

في سنة 2021 تم شراء جميع السندات المدرجة التي قدرت قيمتها قرابة 65 مليار دج موزعة على النحو التالي:

➤ 46. مليار دج مستثمرة في سندات من فئة 10 سنوات بمعدل الفائدة السنوي 5.75% تستحق سنة 2031، تحقق قيمة مستقبلية مقدرة بـ: 73.7 مليار دج منها 26.9 مليار دج عوائد إجمالية؛

➤ 10.7 مليار دج مستثمرة في السندات من فئة 15 سنة بمعدل فائدة سنوي 06.50% تستحق سنة 2036، تحقق قيمة مستقبلية تفوق 21.3 مليار دج منها 10.5 مليار دج كعوائد؛

➤ 7.3 مليار دج بالنسبة للسندات من فئة 07 سنوات بمعدل فائدة سنوي 05%، تستحق سنة 2028، تحقق قيمة مستقبلية مقدرة بـ: 9.9 مليار دج منها 2.6 مليار دج كعوائد.

الفصل الثالث: محاولة تقييم تكلفة غياب صندوق ثروة سيادي جزائري

سنة 2022: تميزت بإدراج فئتين من السندات "07 و15 سنة" بقيمة إجمالية تفوق 129.5 مليار دج، تم شراء جميعها في هذا النموذج الاستثماري حسب التوزيع التالي:

➤ 69.2 مليار دج قيمة مستثمرة في سندات من فئة 07 سنوات بمعدل فائدة سنوي 05% تستحق سنة 2029، تحقق قيمة مستقبلية مقدرة 93.4 مليا راج بعائد صافي مقدر بـ 24.2 مليار دج.

➤ 60.3 مليار دج مبلغ مستثمر في سندات من فئة 15 سنة بمعدل فائدة سنوي 06.50% تستحق سنة 2037 قدرت قيمتها المستقبلية بـ 119 مليار دج منها 58.7 مليار دج كعوائد سنوية.

سنة 2023: تميزت بأكبر قيمة ادراج للسندات في خمس سنوات الأخيرة، حيث بلغت القيمة الإجمالية للسندات المدرجة في هذه السنة قرابة 498 مليار دج موزعة على الأنواع الثلاثة للسندات، وعليه قمنا باستثمار المبلغ المحدد 150 مليار دج موزعا بين هذه الأنواع "50 مليار دج لكل فئة" على النحو التالي:

➤ 50 مليار دج مبلغ مستثمر في سندات من فئة 07 سنوات بمعدل فائدة سنوي 5% تستحق سنة 2030، قدرت قيمتها المستقبلية بـ 67.5 مليار دج منها 17.5 مليار دج كعوائد سنوية؛

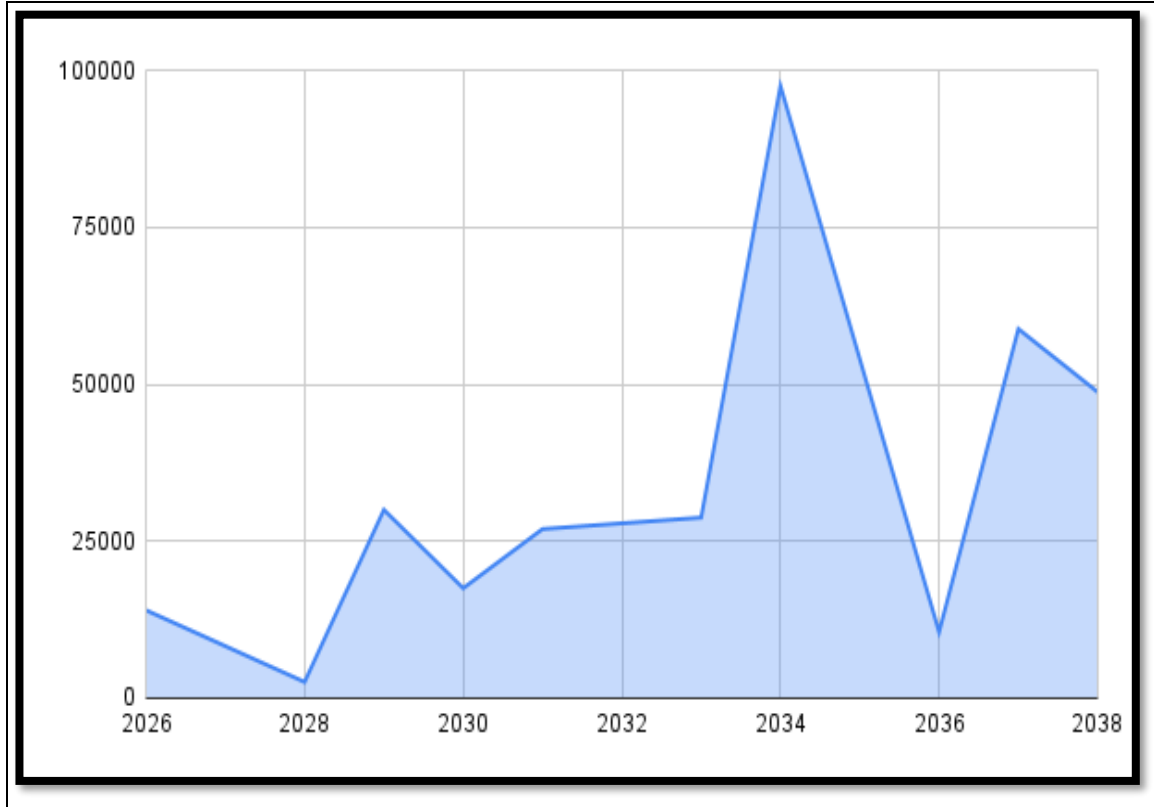
➤ 50 مليار دج مبلغ مستثمر في سندات من فئة 15 سنة بمعدل فائدة سنوي 06.50% تستحق سنة 2038، قدرت قيمتها المستقبلية بـ 98.75 مليار دج منها 48.75 مليار دج كعوائد سنوية؛

➤ 50 مليار دج مبلغ مستثمر في سندات من فئة 10 سنوات بمعدل فائدة سنوي 05.75% تستحق سنة 2033، قدرت قيمتها المستقبلية بـ: 78.75 مليار دج منها 28.75 مليار دج كعوائد سنوية.

قدر مجموع العوائد "فوائد سنوية" المستقبلية التي ستحقق على هذا الاستثمار إلى غاية تواريخ الاستحقاق خلال الفترة الممتدة بين 2026 إلى 2038 بأكثر من 335 مليار دج يمكن توضيحها في الشكل أدناه:

الشكل 03-07: تطور العائد المستقبلي الإجمالي على سندات الخزينة العمومية

الوحدة: مليون دج



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات الجدول رقم 03-08

من خلال الشكل 03-07 يمكن توضيح إجمالي العوائد الصافية الممكنة تحقيقها عند تواريخ استحقاق الخزينة العمومية، حيث من الممكن تحقيق سنة 2026 إجمالي فوائد تقدر بـ: 17 مليار دج ناتجة عن السندات المكتتبة في سنة 2019 من فئة 07 سنوات، فيما ستشهد سنتي الاستحقاق 2028-2029 انخفاض كبير في قيمة العوائد وهذا راجع إلى نقص إدراج السندات في البورصة من جهة أو إدراج بكمية قليلة، غير أن الفترة 2030-2034 ستشهد ارتفاع ملحوظ حيث بلغت ذروة العوائد في سنة 2034، إذ قدرت إلى 97.5 مليار دج وهذا يشير إلى إمكانية تحقيق عوائد قوية إذا تم اختيار التوقيت والاستراتيجية المناسبة.

كما ستشهد سنة 2036 انخفاض حاد في العائد الإجمالي الذي يمكن ان نفسه بوجود استحقاق ضئيل في هذه السنة وهذا ما يبرز أهمية تنويع الأصول لتقليل الاعتماد على مصدر واحد، وهو نفس الحال لسنة 2038، أما سنة 2037 فستشهد عوائد مقبولة مقارنة بسنة 2036 وهذا راجع إلى كمية الإدراج التي شهدتها سنة 2022.

المبحث الثالث: اقتراح إنشاء صندوق ثروة سيادي بالجزائر.

إن الاستخدام المفرط لأصول صندوق ضبط الإيرادات الجزائري من خلال استخداماته في استقرار الاقتصاد الوطني عن طريق تمويل العجز في الموازنة العامة للدولة وسداد المديونية بطريقة غير مباشر أدى إلى إضاعة فرصة حقيقية من عدم استثمار هذه الأصول في مختلف الفرص المتاحة على المستوى الداخلي والخارجي، ومع تزايد مخاوف تهاوي أسعار النفط التي تعتبر المصدر الأساسي لمصادر تمويل الصندوق يمكن القول أن الجزائر أمام حتمية استحداث صندوق ثروة سيادي يعنى بالإدارة الحكيمة لأصوله من خلال الاستثمار في إطار سياسة استثمارية محكمة ودقيقة تتماشى مع تطلعات الحكومة الجزائرية .

من خلال عرضنا لبعض تجارب الصناديق السيادية الناجحة في العالم ومحاكاة استثمار صندوق ضبط الإيرادات الجزائري في السوق المالي الجزائري التي اعتبرت ناجحة يمكن اقتراح نموذج لصندوق ثروة سيادي فعال.

المطلب الأول: اقتراح نموذج لصندوق ثروة سيادي.

يتم اقتراح هذا الصندوق كإصلاح لطريقة استخدام أرصدة صندوق ضبط الإيرادات من أداة لاستقرار الاقتصاد إلى أداة خلق ثروة جديدة لتنويع مصادر الدخل للاقتصاد الوطني.

1. تقديم الصندوق المقترح إنشاؤه:

هو هيئة حكومية مستقلة مكلفة بإدراة الأصول المالية الناتجة عن الفوائض المالية الخارجة عن احتياجات الدولة والعوائد المترتبة عن تشغيل هذا الصندوق الذي اقترحنا تسميته بـ"رأس مال مستقبل الجزائر" **Algeria Future Capital (AFC)** من خلال استثمارها في مختلف المشاريع الاقتصادية على الصعيدين الداخلي والخارجي بما يضمن تنمية اقتصادية مستدامة وتنويع اقتصادي يضمن حق الأجيال القادمة في توزيع عادل للثروة.

1.1. دوافع إنشاء صندوق -رأس مال مستقبل الجزائر- (AFC):

من خلال اطلاعنا على مجموعة من الدراسات السابقة التي اقترحت إنشاء صندوق ثروة سيادي نظرا لأهميته البالغة في الاقتصاد الجزائري ومن خلال دراستنا أيضا التي قمنا من خلالها بتقييم مدى تكلفة غياب صندوق ثروة سيادي جزائري، نؤيد فكرة إنشاء هذا الصندوق تحت مسمى "رأس مال مستقبل الجزائر- (AFC) للدوافع التالية:

➤ التجارب الناجحة لبعض الدول البترولية من خلال الدراسة التقييمية التي قمنا بها في الفصل الثاني من الأطروحة كانت محفز كبير لاقتراح صندوق سيادي جزائري، أظهرت هذه الدراسة الدور الكبير للصناديق السيادية في اقتصاديات الدول المالكة لها نظير استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية.

الفصل الثالث: محاولة تقييم تكلفة غياب صندوق ثروة سيادي جزائري

- عدم استغلال أرصدة صندوق ضبط الإيرادات الجزائري في خلق قيمة مضافة للاقتصاد الوطني واقتصار دوره على استقرار الموازنة العامة للدولة دون تحقيق عوائد لزيادة مصادر تمويله عطفًا على العوائد البترولية.
- برامج التنمية المحلية الكبرى المسطرة من طرف الحكومة التي تساهم بشكل كبير في احتياجات الموازنة العامة للدولة، حيث يمكن لصندوق الثروة السيادي المقترح "رأس مال مستقبل الجزائر - (AFC)" تبنيتها باعتباره هيئة استثمارية مستقلة ما يخفف العبء على الموازنة العامة؛
- انتعاش أسعار البترول إلى مستويات عالية في السنوات الأخيرة مع توقع زيادة الطلب العالمي في السنوات القادمة (L'OPEP, 2025) مما يدعم فرصة إنشاء صندوق الثروة السيادي المقترح لإدارة حكيمة لهذه العوائد؛
- استحداث مجالات جديدة للاستثمار تساهم في دفع عجلة التنمية المحلية كالأستثمارات المالية داخليا وخارجيا والاستثمار في مجال الطاقات المتجددة للحد من خطر نضوب البترول.

2.1 أهداف إنشاء الصندوق:

يسعى الصندوق المقترح إلى تحقيق أهداف تنموية واقتصادية بحتة من خلال:

- تنويع من مصادر دخل الاقتصاد الوطني: إن استثمار الفوائض النفطية في قطاعات مختلفة يساهم بشكل كبير في التقليل من الاعتماد على مصدر واحد للإيرادات ويقوي الاستدامة المالية للبلاد مما يساهم في تعزيز قدرة الدولة على الاستخدام طويل المدى للعوائد النفطية؛
- ضمان مستقبل الأجيال القادمة: يساهم الاستخدام الطويل الأجل لإيرادات الدولة من خلال الصندوق المقترح في حماية حق الأجيال القادمة في هذه الثروة القابلة للنضوب من خلال تنشيط الصندوق حاليا لكسب العوائد مستقبلا بغية تحقيق عدل في توزيع الثروة؛
- الاستثمار في الفرص المتاحة محليا وخارجيا: يمكن لصندوق الثروة السيادي المقترح الاستثمار في المشاريع الاقتصادية الضخمة للتنمية الاقتصادية وللبنية التحتية المسطرة من طرف الحكومة في طار برامجها التنموية على الصعيد المحلي أو من خلال دخول هذا الصندوق إلى السوق المالي ممثلا ببورصة الجزائر التي تم إعادة بعثها من جديد أو من خلال الاستثمار في الفرص المتاحة خارجيا أين يكون معدل المخاطر منخفض كون هذا الصندوق يدير أموال عمومية ملك للشعب الجزائري؛

الفصل الثالث: محاولة تقييم تكلفة غياب صندوق ثروة سيادي جزائري

- الإدارة المثلى للفوائض المالية: تعمل هذه الإدارة وفق استراتيجيات استثمارية تتماشى مع السياسة الاقتصادية للحكومة مراعية بذلك مؤشرات الاقتصاد الكلي للبلاد كالتضخم والبطالة وسعر الفائدة... الخ؛
- استقرار الاقتصاد الوطني: يهدف الصندوق المقترح إلى تحقيق الاستقرار الاقتصادي على المدى المتوسط والقصير، ويكون ذلك من خلال الإبقاء على المهام التي يقوم بها صندوق ضبط الإيرادات الجزائري من تمويل العجز الموازناتي للدولة وكذا المساهمة في القضاء على المديونية العمومية .

المطلب الثاني: حوكمة وإدارة الصندوق المقترح.

يهدف هذا المطلب إلى تقديم تصور لإدارة الصندوق المقترح من خلال استعراض هيكله التنظيمية وسياسات الحوكمة، مع التركيز على دورها في تعزيز الشفافية والكفاءة الاستثمارية وحماية الثروات الوطنية.

1- حوكمة الصندوق:

يستدعي تطبيق الاستراتيجيات الاستثمارية المسطرة من قبل الهيئات المشرفة على الصندوق المقترح السهر على تطبيق معايير الحوكمة لضمان الإدارة المثلى لأصول هذه الصناديق حيث يستدعي تطبيق حوكمة رشيدة من خلال:

- إطار قانوني واستثماري مستقل: يتم إنشاء هذا المقترح وفق قانون خاص مصادق عليه في البرلمان تحدد فيه كفاءات إدارة هذه الأصول المالية وتحديد مواردها واستخداماتها من خلال وضع هيكل تنظيمي مستقل عن الحكومة يحدد مسؤوليات الإدارة في اتخاذ قرارات استثمارية ذات طابع اقتصادي بعيدا عن التوجه السياسي للبلاد والنموذج الترويجي خير مثال على ذلك.

- الشفافية والإفصاح: يكون هذا من خلال الإفصاح بالمعلومات للجمهور المشرعين المحليين و الهيئات المستثمرة لتعزيز الثقة لديهم ومشاركتهم في اتخاذ القرارات الاستثمارية بنشر تقارير مالية مفصلة دورية أو سنوية تتضمن الأداء المالي لاستثمارات الصندوق المقترح ومدى التزامه بتطبيق معايير المحاسبة الدولية.

- الرقابة والمساءلة: من خلال وضع لجان رقابية خارج الإطار التنظيمي للصندوق المقترح، تعمل هذه اللجان على مراقبة تشغيل الصندوق ونتائجه المحققة، كما تعد هذه اللجان تقارير مفصلة للبرلمان ل طرحها أمام رقابة ومساءلة الشعب باعتباره المالك الأول للصندوق السيادي المقترح. من شأن هذه الرقابة الحد من سوء استخدام موارد الدولة ووضع حد للفساد وتقديم نوع من التحفيز للصندوق على تقديم أداء مالي أفضل مما كان عليه صندوق ضبط الإيرادات الجزائري.

الفصل الثالث: محاولة تقييم تكلفة غياب صندوق ثروة سيادي جزائري

➤ **رؤية استثمارية مستقبلية:** يسعى صندوقنا المقترح "رأس مال مستقبل الجزائر - (AFC)" إلى استثمار أصوله المالية وفق رؤية اقتصادية واضحة ومحددة تتماشى مع تطلعات الحكومة للنهوض بالتنمية المحلية و ضمان حق الأجيال القادمة في توزيع عادل للثروة بتحقيق عوائد مستدامة تحقق تنوع اقتصادي للجزائر بعيد المدى وتعتبر تجربة صندوق الاستثمارات العامة السعودي "PIF" ناجحة مع مشروع "رؤية 2030" للمملكة العربية السعودية.

2- إدارة الصندوق:

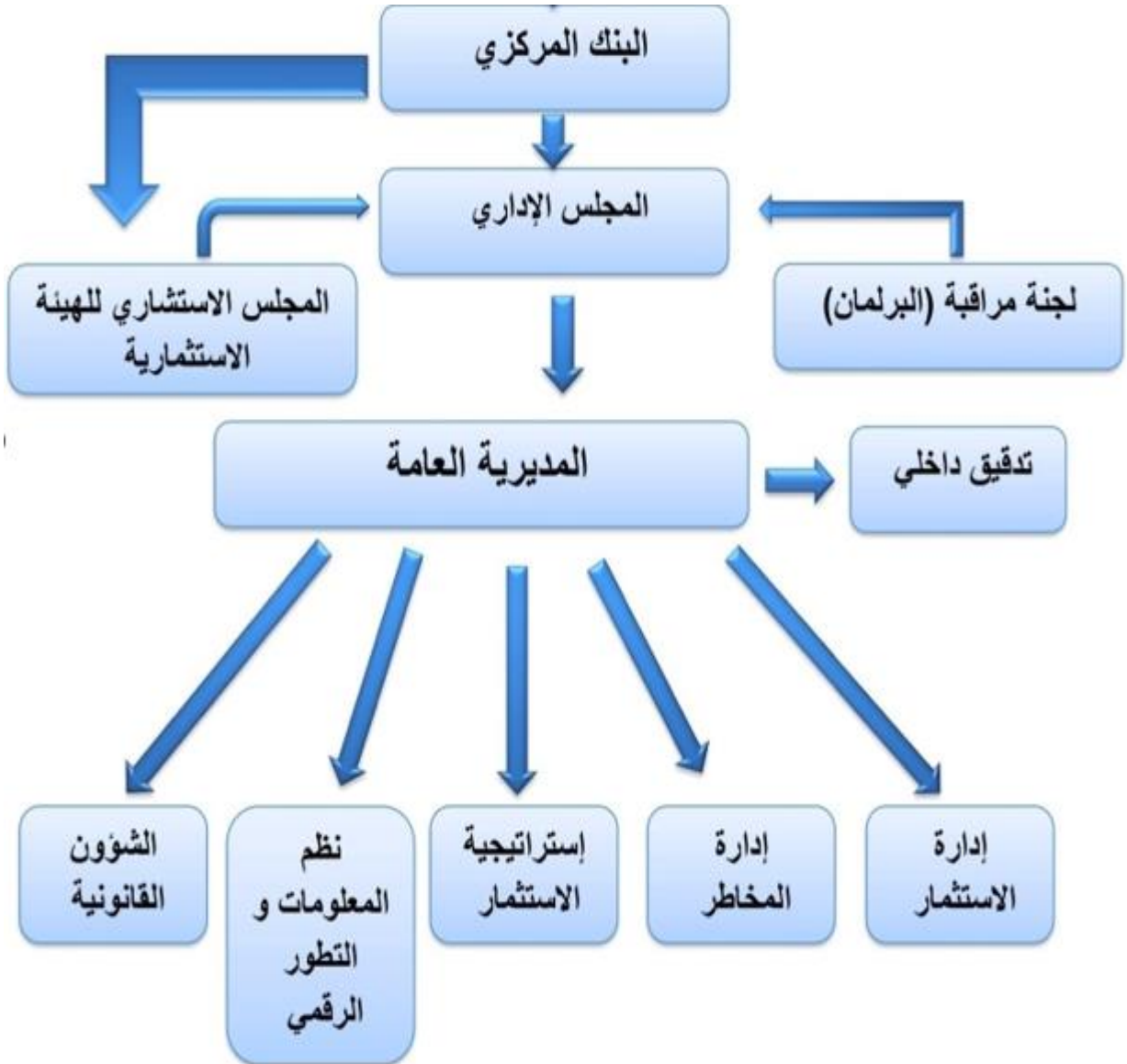
من خلال النموذج المقترح، يعتمد الصندوق على إنشاء شركة استثمارية في الجزائر، تُفوضها الحكومة لإدارة أصول الصندوق، تركز الإدارة على الاستثمار بهدف تحقيق قيمة مضافة وخلق عائد إضافي خارج قطاع المحروقات وهذا اقتداء بنموذج حكومة البرتا في كندا، التي أنشأت "شركة إدارة الاستثمارات" AIMCO كبديل لصندوق "البرتا" السيادي، الذي لم يحقق الأهداف المرجوة من تأسيسه، وأولها الاستثمار؛ و هي نفس حالة الجزائر، حيث فشل صندوق ضبط الإيرادات الجزائري في إيجاد الفرص الاستثمارية ستقوم الشركة الجديدة بوضع الإطار الإداري للصندوق المقترح من خلال مجموعة من الهيئات مع تحديد مسؤوليات ودور كل منها. لذا، قمنا باقتراح هيكل تنظيمي لهذا الصندوق بما يخدم الهدف الاستثماري المرجو منه.

يُظهر الشكل 03-08 الهيكل التنظيمي للصندوق الاستثماري المقترح "رأس مال مستقبل الجزائر - (AFC)" توزيعاً متوازناً بين الجهات الرقابية، والإدارية، والفنية، بما يعكس الالتزام بالحوكمة المؤسسية والمعايير المهنية.

ففي المستوى الأعلى، تتولى جهات إشرافية مثل المجلس الإداري، المجلس الاستشاري، البنك المركزي، مسؤولية رسم السياسات العامة ومراقبة الأداء، مما يضمن توافق النشاط الاستثماري مع التوجهات الاقتصادية للدولة، حيث يقوم البنك المركزي بتحديد مهام وصلاحيات مجلس الإدارة وتحديد سياسة إدارة المخاطر والموافقة على الخطط والاستراتيجيات الاستثمارية المقترحة من قبل المجلس الاستشاري للهيئة الاستثمارية التي يتم تعيينها من قبل مجلس الإدارة.

الفصل الثالث: محاولة تقييم تكلفة غياب صندوق ثروة سيادي جزائري

الشكل 03-08: الهيكل التنظيمي لصندوق الثروة السيادي الجزائري "رأس مال مستقبل الجزائر - (AFC)"



المصدر: من إعداد الطالب

تقوم لجنة المراقبة المكونة من أعضاء البرلمان بمراقبة العمليات الاستثمارية والسهر على مدى تطبيق القوانين والنصوص التنظيمية والاطلاع على القوائم المالية للصندوق الاستثماري المقترح.

أما على المستوى التنفيذي، فتقود المديرية العامة العمليات اليومية وتنسق بين الوحدات، مدعومة بإدارات مستقلة مثل التدقيق الداخلي والشؤون القانونية، التي تعزز الرقابة الداخلية والامتثال التشريعي وتتولى الإدارات الفنية مثل إدارة الاستثمار، المخاطر، التكنولوجيا، واستراتيجية الاستثمار تحقيق الأهداف التشغيلية من خلال تنفيذ السياسات وتحليل أداء السوق وتطوير أدوات

الفصل الثالث: محاولة تقييم تكلفة غياب صندوق ثروة سيادي جزائري

اتخاذ القرار ويُعزز هذا الهيكل الفصل الوظيفي بين السلطات الرقابية والتنفيذية، ويضمن وجود آليات فعالة للمساءلة والتنسيق، بما يدعم استدامة الأداء وتطويره في بيئة مالية واستثمارية متغيرة.

المطلب الثالث: الاستراتيجية الاستثمارية للصندوق المقترح وإدارة أصوله.

من خلال التنظيم الإداري المقترح للصندوق السيادي الجزائري الذي يبين مدى أهمية إعداد الاستراتيجية الاستثمارية على أعلى مستوى (وزارة المالية مع موافقة البرلمان) تفاديا لتصادم الأهداف الاستثمارية للصندوق مع السياسة المالية العامة للدولة من خلال الاعتماد على مجموعة من المبادئ التوجيهية لهذه الاستراتيجية تتجلى فيما يلي :

1. المبادئ التوجيهية للاستراتيجية الاستثمارية:

1.1. الامتثال لمعايير الاستثمار المسؤول (ESG): يلتزم الصندوق بتطبيق معايير الحوكمة والممارسات الأخلاقية

البيئية والاجتماعية خلال عملياته الاستثمارية من خلال عدم مشاركة الاستثمار للشركات التي لا تحترم أخلاقيات الاستثمار (الصندوق الترويجي نموذجاً)؛

2.1. تحديد أهداف استثمارية واضحة: يضع الصندوق عوائد مستهدفة تحدد نوعيتها من خلال الأصول المتاحة

للصندوق حيث يمكن أن تكون أهداف طويلة أو قصيرة الأجل مما يسمح بوضع استراتيجية واضحة تعمل في درجة عالية من الشفافية؛

3.1. دراسة مؤشرات الأسواق المستثمر بها: يقوم الاستثمار الجديد على التنافسية والابتكار والتطوير لتحقيق

الجودة و الفعالية في إدارة الأصول المستثمرة خاصة في الأسواق المالية التي تتميز بالتغيرات الكبيرة ودرجة المخاطر العالية، لذا يتم يجب دراسة تطورات هذه الأسواق قبل الاستثمار بها من خلال دراسة مجموعة من المؤشرات المالية وتقييمها، ومعرفة درجة تصنيف الشركات المستثمرة بها؛

4.1. احترام قوانين الدول المستقبلية للاستثمارات: يجب على الصندوق السيادي الجزائري المقترح احترام قوانين

الدول المستقبلية لاستثماراته (في حالة الاستثمار خارج الجزائر) لتعزيز الثقة مع هذه الدول والمحافظة على مصداقية الصندوق وسمعته وتجنب الصراعات القانونية مستقبلاً؛

5.1. اعتماد سياسة التحوط ضد المخاطر: إن احتمالية حدوث أزمات مالية مستقبلاً تستدعي إدارة حكيمة

لإدارة هذه المخاطر لتجنب الخسائر والآثار السلبية المترتبة عن هذه المخاطر على استثمارات الصندوق المقترح يتم ذلك من خلال:

الفصل الثالث: محاولة تقييم تكلفة غياب صندوق ثروة سيادي جزائري

- دراسة الأسواق المستثمر بها داخليا وخارجيا لمعرفة وتحديد الأخطار المتوقع حدوثها (مخاطر سوقية، مخاطر السيولة، مخاطر ائتمانية، المخاطر التشغيلية، المخاطر السياسية والقانونية) ؛
- وضع استراتيجية لتجنب هذه المخاطر (عدم الاستثمار في القطاعات ذات الخطر العالي) ؛
- معرفة درجة المخاطر المحتمل وقوعها (عالية، متوسطة، ضعيفة الخطورة) ومعرفة مدى تأثيرها على العوائد الاستثمارية.

6.1. تطبيق الشفافية في اختيار الاستثمار وتقييمه: ينبغي على الصندوق السيادي الجزائري المقترح تطبيق واحترام

المعايير الدولية للحوكمة والشفافية كمبادئ سنثياغو والإفصاح عن الأهداف المسطرة والاستراتيجية الاستثمارية التي يتبناها هذا الصندوق والكشف عن المحفظة الاستثمارية من خلال الإفصاح عن الأصول المكونة لها وقطاعها الاستثماري من خلال نشر تقارير سنوية أو دورية توضح الأداء المالي للصندوق و العوائد المحققة والمخاطر التي تعترض هذه الاستثمارات، ليتسنى للإدارة المركزية تقييم هذه الاستثمارات ومعرفة نقاط القوة و الضعف ومحاولة إصلاحها وهو ما يعزز أداء الصندوق مستقبلا.

2. إدارة أصول الصندوق السيادي الجزائري "رأس مال مستقبل الجزائر – (AFC)":

يعمل صندوق (AFC) على الاستثمار في المشاريع والفرص المتاحة في الاقتصاد المحلي التي تساهم في تحقيق التنمية وكذا الفرص المتاحة على الصعيد الخارجي وهذا يتطلب إدارة حكيمة لمحفظة الأصول التي يملكها من خلال الاستثمار في قطاعات مختلفة تخلق نوع من التنوع في مصادر تمويل هذه الأصول من خلال:

1.2 تصنيف الأصول: تصنف أصول الصندوق السيادي المقترح حسب الاستراتيجية الاستثمارية المسطرة التي تمت

الموافقة عليها من جميع الأطراف بما في ذلك السلطة التشريعية مع تمكين المديرية العامة للصندوق من مراجعة نسبة تقسيم هذه الأصول حيث يمكن أن نصنفها إلى:

➤ **أصول مالية:** مثل الاستثمار في سندات الحكومات الأجنبية (سندات الخزينة الأمريكية)، أو أسهم الشركات العالمية الكبرى التي لها معدلات عائد مرتفع (شركات التكنولوجيا) ؛

➤ **أصول ثابتة "غير سائلة":** تتمثل في الأصول التي يملكها الصندوق في مشاريع البنية التحتية والعقارات موزعة على مجموعة من الدول حيث يتسم هذا النوع من الاستثمارات بمعدل أمان مرتفع؛

➤ **أصول وطنية:** تتمثل هذه الأصول الوطنية في استثمارات الصندوق السيادي في قطاعات هامة من خلال إبرام عقود

شراكة مع المؤسسات الوطنية التابعة للحكومة وتبني بعض البرامج التنموية طويلة الأجل المسطرة من قبل الحكومة.

الفصل الثالث: محاولة تقييم تكلفة غياب صندوق ثروة سيادي جزائري

2.2. لجنة إدارة الأصول: يمكن للمديرية العامة إنشاء وحدة فرعية تعنى بإدارة الأصول المملوكة للصندوق السيادي

المقترح، تتكون هذه الإدارة من مجموعة من الخبراء الاقتصاديين الملمين بدراسة وقياس مؤشرات الأسواق وتحليل أداء الصندوق من خلال التقارير الصادرة من المديرية العامة يمكنهم من خلالها توجيه الأصول نحو استثمارات محددة من خلال الدراسة الاستباقية التي يقومون بها في تحليل المؤشرات.

3.2. تخصيص الأصول: يتم من خلالها تحديد قيمة الأموال المستثمرة في كل صنف من الأصول، يتم تحديد هذه

القيمة حسب الهدف المحدد في الاستراتيجية الاستثمارية، بما يضمن حماية الموازنة العامة من تقلبات أسعار النفط و دعم الاستثمار المحلي

4.2. تحويل الأصول الحكومية للصندوق: يمكن تحويل الأصول التابعة للدولة التي لا يتم استغلالها إلى المحفظة

الاستثمارية للصندوق بغية زيادة تتمثل هذه الأصول في حصص الحكومة في شركات ذات أداء ضعيف أو أصول مالية غير محققة للعوائد (الاحتياطيات) أو أصول ثابتة كالعقارات والأراضي الحكومية الممنوحة في إطار الامتياز وغير مستغلة والمرافق العمومية والمباني الحكومية المهجورة، يتم تحويلها بعد جردها وتقييمها وترخيص قانوني صادر عن الحكومية يقضي بذلك.

5.2. توسيع نشاط عمل الصندوق: تتمثل عملية توسيع نشاط الصندوق السيادي المقترح داخليا وخارجيا من

خلال:

➤ خارجيا: من خلال الاستثمار في الأدوات المالية العالمية (الأسهم والسندات في الشركات الكبرى) وعقود الشراكة مع صناديق سيادية أخرى ذات خبرة في المجال الاستثماري.

➤ داخليا: تتمثل في الاستثمار في القطاعات الاستراتيجية للدول مثل (الزراعة والطاقة المتجددة، السياحة، الصناعات كما يمكن أيضا الاستثمار في السوق المالية الجزائري كما سبق وأشرنا إليه.

خلاصة الفصل:

تواجه الجزائر على غرار الدول البترولية تحديات اقتصادية متعلقة بالتغيرات المفاجئة لأسعار المحروقات في السوق العالمية وهو ما يبرز مدى أهمية إنشاء صندوق ثروة سيادي جزائري قائم على مبدأ الاستثمار من خلال استخدام الفوائض المالية المحققة من الجباية البترولية المتمثلة في أرصدة صندوق ضبط الإيرادات الجزائري عن طريق استثمارها في مختلف القطاعات الاقتصادية لتحقيق عوائد مستقبلية تضمن حق الأجيال في توزيع عادل للثروة، وهو ما تم إظهاره من نتائج كانت قابلة للتحقيق في السنوات السابقة أو ستحقق مستقبلا من خلال دخول صندوق ضبط الإيرادات إلى السوق المالي الجزائري مستثمرا إما عن طريق مؤشر "دزاير-اندكس" للمؤسسات المدرجة في البورصة أو من خلال سندات الخزينة العمومية المدرجة اللذان يلبيان الحاجة إلى التنوع في مصادر الدخل في الاقتصاد الوطني باعتبارها فرصة لتحسين وزيادة العوائد من خلال انتهاج استراتيجية استثمارية مناسبة. حيث أظهرت نتائج محاكاة قمنا بها في هذا البحث أن أصول صندوق ضبط الإيرادات تكفي للقيام بعمليات استثمارية محلية من خلال الدخول إلى السوق المالي حيث توصلنا إلى تضييع عوائد مالية قابلة للتحقيق من خلال مؤشر بورصة الجزائر "دزاير اندكس" التي قاربت 20 مليار دينار جزائري سنة 2022، كما توصلت نتائج محاكاة قمنا بها من خلال استثمار صندوق ضبط الإيرادات الجزائري باعتباره صندوق ثروة سيادي جزائري إلى تضييع ما قيمته 335 مليار دج من العوائد السنوية التي يمكن أن تحقق مستقبلا على الاستثمار في سندات الخزينة العمومية المدرجة في السوق المالي الجزائري كنظرة استشرافية إلى مآلات استثمار الصندوق السيادي الجزائري الذي اقترحناه في هذه الدراسة والذي من إمكانه تحقيق تنوع في إيرادات الحكومة خارج المحروقات.

من خلال الدراسة التحليلية والتقييمية التي أجريت في الفصل الثاني والخاصة بمجموعة من صناديق الثروة السيادية العالمية التي حققت إضافة إلى اقتصاديات البلدان المالكة لها، وبالنظر إلى نماذجها واستراتيجياتها الاستثمارية وأطرها التنظيمية، ونتائج دراسة إمكانية استثمار صندوق ضبط الإيرادات الجزائري في السوق المالي التي أظهرت قيمة التكلفة الغائبة من عدم وجود صندوق سيادي جزائري، اقترحنا إنشاء صندوق ثروة سيادي جزائري تحت مسمى " رأس مال مستقبل الجزائر - (AFC)" مملوك للشعب الجزائري" يميزه إطار تنظيمي خاص ومستقل عن الخزينة العمومية، مهمته إدارة الفوائض النفطية الخارجة عن احتياجات الاقتصاد بتفويض من الحكومة بما يتماشى مع التوجهات الاقتصادية والسياسة المالية للدولة، عن طريق استراتيجية استثمارية محكمة في مختلف القطاعات والمشاريع الكبرى.

يمثل هذا الصندوق المقترح إنشاؤه إلى مختلف معايير الحوكمة والشفافية في إدارة الأصول المالية الموكلة إليه، من خلال الإفصاح عن جميع العمليات الاستثمارية والاستجابة لمتطلبات المساءلة أمام أجهزة الرقابة الداخلية.

خاتمة عامة

خاتمة عامة :

تختلف الغاية من وراء إنشاء صناديق الثروة السيادية باختلاف أنواعها ودورها في اقتصاديات الدول المالكة لها، فمنها ما هو موجه للادخار ومنها للاستقرار وبعضها لتمويل المعاشات بغية الاستقرار الاقتصادي المحلي ومنها ما يهدف لاستثمار أصوله المتمثلة في الفوائض المالية المترتبة عن زيادة أسعار النفط في الأسواق العالمية من خلال تشغيلها في قطاعات استثمارية أخرى لتحقيق عوائد مالية خارج المحروقات.

حاولنا من خلال هذا البحث، الإجابة على التساؤل الرئيسي الذي يهدف إلى دراسة إمكانية تقييم تكلفة غياب صندوق ثروة سيادي في الجزائر في ظل الاعتماد الكبير على عائدات المحروقات وتذبذب أسعارها وذلك عبر التطرق إلى أبرز التجارب الدولية الناجحة في مجال الصناديق السيادية التي استطاعت تحقيق عوائد إضافية للدول المالكة لها خارج المحروقات. حيث تم إسقاط هذه التجارب الدولية على الواقع الاقتصادي الجزائري من خلال محاكاة استثمار صندوق ضبط الإيرادات الجزائري باعتباره صندوق ثروة سيادي جزائري غائب فعليا عن الأهداف التي أنشئ من أجلها والمتمثلة في تشغيل جزء من أرصده لت تحقيق عوائد إضافية للدولة الجزائرية من خلال دراسة إمكانية دخوله مستثمرا باقتراح محفظة استثمارية في السوق المالي الجزائري من خلال مؤشر دزائر-أندكس الذي يضم مجموعة من المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر التي تختلف قطاعيا وأيضا من خلال سندات الخزينة العمومية المدرجة في السوق الثانوي واحتساب العوائد الممكنة تحقيقها من هذا الاستثمار خارج المحروقات، مما سمح لنا بتقييم تكلفة غياب صندوق ثروة سيادي جزائري باعتبار هذه العوائد إيرادات ضائعة غير محققة جراء عدم تشغيل أصول الصندوق، وعليه اقترحنا إنشاء صندوق ثروة سيادي جزائري ذو هيكل تنظيمي فعال وقابل للتطبيق يتماشى مع خصوصيات الاقتصاد الجزائري.

مناقشة نتائج الدراسة:

تقوم صناديق الثروة السيادية بإدارة أصولها المالية من خلال تكوين محافظ استثمارية كأسلوب ترجيح لتنويع الأصول المستثمرة بغية تجنب المخاطر المالية المرتفعة حرصا منها على تحقيق السيولة اللازمة والعائد الأكبر بأقل درجة خطر ممكنة، حيث تساهم هذه الصناديق في خلق نوع جديد من الإيرادات المترتبة عن تشغيل الصندوق في استثمارات في مختلف القطاعات الاقتصادية الحساسة ذات مردودية عالية كالاتمان والعقارات والبنية التحتية والطاقة وغيرها، يعتمد على هذه الصناديق كأداة لتسيير الفوائض الخارجة عن احتياجات الدولة المالكة لها.

بينت الدراسة صحة الفرضية الأولى التي تقول أن صندوق ضبط الإيرادات الجزائري يساهم بطريقة مباشرة وغير مباشر في إدارة الفوائض المالية من إيرادات الناتجة عن الجباية البترولية، حيث أثبتت نتائج البحث أن صندوق ضبط الإيرادات الجزائري

يقوم بتمويل العجز الموازناقي للحكومة من خلال تغطية عجز الخزينة مباشرة وهذا ما يحول بينها وبين الاستدانة الخارجية التي كان للصندوق دور كبير في تخفيضها خاصة للفترة بين 2001-2008 بما يفوق 2600 مليار دج، وحاجات الإنفاق الحكومي الاستثماري في ظل تطبيق سياسة الانتعاش الاقتصادي لتجسيد البرامج التنموية المحلية المسطرة من قبل الدولة .

تعتبر صناديق الثروة السيادية ذراع اقتصادي للدول المالك لها لما تتيحه من خيارات استثمارية محلية وأجنبية تساهم في تنويع موارده خاصة وموارد الاقتصاد عامة، حيث تعتبر هذه الصناديق مصدرا للسيولة الحالية تمكن الدول المالكة لها من مواجهة التعثرات الاقتصادية المترتبة عن الصدمات الخارجية خاصة منها المتعلقة بتغير سعر النفط في السوق العالمي؛ استطعنا تأكيد ذلك من خلال تقييم الأداء المالي لبعض صناديق الثروة السيادية، حيث حقق صندوق مبادلة للاستثمارات عائدات كبرى كان أبرزها سنة 2021 بقيمة وصلت إلى 123 مليار درهم إماراتي وهو نفس الحال لمؤسسة دبي للاستثمارات الحكومية التي تمكنت من تحقيق أكبر عائداها سنة 2023 لتبلغ 310 مليار درهم إماراتي، أما صندوق المعاشات الحكومي العالمي النرويجي فيعتبر الصندوق المثالي من حيث إدارة الأصول واستثمارها، تمكن من تحقيق أكبر قيمة عائد منذ نشأته سنة 2023 بقيمة 2 222 مليار كرونة نرويجية، كما حققت شركة إدارة الاستثمارات الكندية AIMCO أعلى عائد لها سنة 2021 بقيمة تفوق 17 مليار دولار أمريكي، كل هذه العوائد حققتها الصناديق السيادية من تشغيل أصولها باستثمارات خارج المحروقات وهو ما يخلق ثروة إضافية تحقق تنويع في الإيرادات الاقتصادية للبلدان المالكة لها تضمن بما حق الأجيال في المستقبل في توزيع عادل للثروة وهو ما يؤكد صحة الفرضية الثانية .

في محاولة لتقييم تكلفة غياب صندوق ثروة سيادي جزائري، التي قمنا من خلالها:

➤ استحداث محفظة مالية استثمارية اقتصر على الاستثمار في السوق المالي الجزائري "بورصة الجزائر" لغياب معايير الحوكمة والأطر التنظيمية العالمية التي يخضع لها صناديق الثروة السيادية ، استثمرنا في هذه المحفظة المالية المقترحة **150** مليار دج من أرصدة صندوق ضبط الإيرادات الجزائري الغائب تماما عن الاستثمار من خلال مؤشر "دزايراندكس" الذي يضم مجموعة من المؤسسات الجزائرية الكبرى المدرجة في هذا السوق تختلف قطاعيا وهو ما يساعد على توزيع المخاطر حيث توصلت نتيجة الدراسة إلى أن عدم استثمار أرصدة صندوق ضبط الإيرادات الجزائري في السوق المالي كلفت الجزائر خسارة بما يقارب **20** مليار دينار جزائري (كعائد رأس مالي على الاستثمار) وهذا دون احتساب عائد توزيعات الأرباح على حملة الأسهم ويعتبر هذا فرصة ضائعة لخلق ثروة خارج المحروقات .

➤ استثمار نفس المبلغ من أرصدة صندوق ضبط الإيرادات الجزائري في "بورصة الجزائر" من خلال شراء سندات الخزينة العمومية المتداولة في السوق الثانوي التي تتميز بمعدل فائدة مرتفع ودرجة مخاطرة أقل حيث أثبتت الدراسة أنه في حال

استثمار صندوق ضبط الإيرادات الجزائري في سوق سندات الخزينة فيمكنه تحقيق أرباح تقدر بأكثر من 335 مليار دج كعوائد صافية مستقبلية عن شراء سندات الخزينة بأنواعها الثلاث.

بناء على هذه المخرجات نؤكد الفرضية الثالثة التي تقول "يمكن تقييم تكلفة الفرصة الضائعة من غياب صندوق سيادي جزائري من خلال الفرص المتاحة في السوق المالي الجزائري واستثمار أرصدة صندوق ضبط الإيرادات الجزائري في بورصة الجزائر والتدخل في السوق الثانوي أين يتم تداول أسهم الشركات المدرجة في البورصة وسندات الخزينة العمومية المدرجة" حيث تعتبر هذه العوائد غير المحققة فرصة ضائعة عن صندوق ضبط الإيرادات الجزائري في خلق ثروة خارج الإيرادات البترولية.

من خلال دراسة صندوق ضبط الإيرادات الجزائري في السوق لمالي "بورصة الجزائر" واقتراح إنشاء صندوق ثروة سيادي كذلك، اتضح أن الجزائر تملك أصول مالية غير مشغلة بطريقة صحيحة تتيح لها فرصة تنوع الدخل للدولة خارج المحروقات بما في ذلك احتياطات الصرف والجباية البترولية. تعتبر هذه المعطيات وكذا الظروف الاقتصادية مواتية لإقامة صندوق ثروة سيادي جزائري يستثمر أصوله المالية لضمان حق مستقبل الأجيال القادمة في توزيع عادل للثروة وهو ما يبرر رفض الفرضية الرابعة التي تنفي إمكانية إنشاء صندوق ثروة سيادي لغياب فرص الاستثمار في الساحة الاقتصادية الجزائرية.

من خلال هذه الدراسة يمكن أن نستخلص النتائج التالية:

- تعتبر صناديق السيادية دافع التنمية في الدول المالكة لها لما تحوزه من أصول ضخمة يمكنها من توفير سيولة وقت الأزمات؛
- تختلف الغاية من إنشاء صناديق الثروة السيادية من بلد لآخر باختلاف طبيعة الاقتصاد فيه، فمنها ما هو موجه للادخار ولآخر للتنمية ولآخر لتمويل المعاشات؛
- توزع صناديق الثروة السيادية استثماراتها في قطاعات متعددة داخل البلد المالك لها أو البلدان المستقبلية للاستثمارات هذه الصناديق بما يتماشى مع أهداف الاستراتيجية الاستثمارية المسطرة من قبل إدارة الصندوق؛
- تخضع جميع صناديق الثروة السيادية إلى ضوابط تحكم نشاطاتها من خلال القيم حسب مؤشرات تصنعها هيئات حكومية لضمان إطار أخلاقي في المعاملات الاستثمارية؛
- تعتبر صناديق الثروة السيادية الإماراتية من بين أبرز صناديق الثروة السيادية في العالم إذ يشكل مجموع أصولها 15% من إجمالي الصناديق السيادية العالمية؛
- تعتبر استثمارات الائتمانية من بين أبرز التوجهات الاستثمارية حيث بلغت 63% من المحفظة الاستثمارية لشركة مبادلة للاستثمار، وهو نفس الحال بالنسبة لصندوق المعاشات الحكومي العالمي النرويجي حيث بلغت الاستثمارات المالية بين

الأسهم والسندات نسبة 98% من المحفظة الاستثمارية لهذا الصندوق، كما بلغت هذه الاستثمارات أكثر من 70%

من آجالي استثمارات شركة إدارة الاستثمارات لالبرتا بكندا؛

➤ يرجع هذا الاهتمام المتزايد بهذا التوجه الاستثماري في الأسواق المالية إلى ارتفاع قيمة أسهم التكنولوجيا مقابل الطلب المتزايد من حلول الذكاء الاصطناعي وارتفاع معدل الفائدة على السندات الحكومية وخاصة سندات الخزينة الأمريكية واليابانية؛

➤ حققت صناديق الثروة السيادية من خلال استثمار أصولها المالية عوائد كبيرة استطاعت من خلالها توفير سيولة للدول المالكة لها خاصة مع أزمة كوفيد19 التي أثرت سلبا على الاقتصاد العالمي جراء الإغلاق الذي شهد السوق العالمية وتوقف نشاطاتها؛

➤ اقتصر دور صندوق ضبط الإيرادات الجزائري منذ نشأته على تمويل العجز الموازنات للحكومة والمساهمة في سداد الدين الخارجي، حيث يعتبر لحد الساعة أداة لتحقيق الاستقرار الاقتصادي المحلي ولا يقوم بعمليات تشغيل لأرصده بغية خلق ثروة إضافية خارج فائض الجباية البترولية؛

➤ لا يزال استقرار الوضع الاقتصادي في الجزائر إلى يومنا هذا مربوط بأسعار المحروقات في السوق العالمي؛

➤ يفتقر صندوق ضبط الإيرادات الجزائري لإطار حوكمة رشيدة وهيكل تنظيمي محكم يمكنه من تشغيل أرصده باستقلالية مالية تامة، إذ يعتبر واقع صندوق ضبط الإيرادات الجزائري على انه حساب خاص من حسابات الخزينة العمومية؛

➤ استنادا إلى تجربة الصناديق محل البحث، يمكن تقييم الفرصة الضائعة من غياب صندوق ثروة سيادي جزائري من خلال الدخول كمستثمر بأرصدة صندوق ضبط الإيرادات الجزائري في السوق المالي "بورصة الجزائر" حيث توصلنا إلى أن الجزائر تضيع ما قيمته 20مليار دينار جزائري من عدم الاستثمار في "مؤشر دزايير-اندكس" و 335 مليار دينار عن عدم الاستثمار في شراء سندات الخزينة العمومية المدرجة؛

➤ من خلال نتائج الدراسة التي أجريت على إمكانية استثمار صندوق ضبط الإيرادات الجزائري في السوق المالي الجزائري، يمكن أن نقول أن الجزائر تمتلك أصول مالية غير مشغلة بما في ذلك احتياطي الصرف، وهو ما يؤكد وجود رؤوس أموال كافية لإنشاء صندوق ثروة سيادي جزائري يعتمد على الاستثمار لتحقيق تنويع اقتصادي خارج الإيرادات البترولية.

2. التوصيات:

- وضع استراتيجية استثمارية لصندوق الثروة السيادية المقترح، يمكن من تشغيل أصوله المالية في مختلف القطاعات يمكن أن يحقق تنوع في إيرادات الصندوق؛
- إعادة هيكلة صندوق ضبط الإيرادات الجزائري يتماشى مع متطلبات الحكومة والمعايير المعترف عليها في مجال إدارة واستثمار صناديق الثروة السيادية وتعزيز الرقابة على عمليات السحب والإيداع "وفق النموذج المقترح في الفصل الثالث "؛
- الاستثمار في الرأس المال البشري من خلال تكوين القائمين كل إدارة الصندوق السيادي الجزائري المقترح من خلال الاستعانة بكفاءات من الخارج لها خبرة في مجال الصناديق السيادية والاستفادة من خبرتها وكفاءتها
- الاستثمار في الفرص المتاحة محليا لاكتساب الخبرة وتدريب متخذي القرار على التعامل مع الأخطار المتعلقة بالاستثمار "التركيز على الاستثمار المحلي".
- إقامة عقود شراكة صندوق الثروة السيادي الجزائري المقترح وصناديق أخرى، يسمح لها من اكتساب المعرفة في تحديد الاستراتيجية الاستثمارية المثلى وللقدرة على قياس درجة المخاطر المتعلقة بالفرص الاستثمارية المتاحة خارجيا، كما يمكنها من اكتساب الثقة عند الدول المستقبلية لاستثمارات الصندوق الجزائري.
- تبني صندوق الثروة السيادي الجزائري المقترح، للمشاريع التنموية الكبرى خاصة في مجالات الأشغال العمومية والطاقة والسياحة والبنية التحتية من شأنه أن يقلل من نفقات الحكومة ويحقق قيمة مضافة للاقتصاد خارج المحروقات.
- تضافر جهود الحكومة والمؤسسات الفاعلة في الاقتصاد لإظهار الإرادة في إنشاء صندوق ثروة سيادي مستقبلي هدفه الاستثمار.

3. آفاق الدراسة:

- يحتاج موضوع الصناديق السيادية على غرار البحوث الأخرى اهتماما أكبر من قبل الباحثين لإثراء هذا الموضوع وإعطاء نتائج أخرى مستقبلا من خلال التطرق لمختلف المواضيع والمشكلات المطروحة ذات الصلة بالبحث محل الدراسة مثل :
- استقطاب استثمارات صناديق الثروة السيادية الأجنبية لتوطين المعرفة والتكنولوجيا الحديثة في الجزائر.
- صناديق الثروة السيادية والتكنولوجيا المالية الحديثة (رهانات ومالات).

قائمة المصادر

والمراجع

قائمة المصادر والمراجع:

1. باللغة العربية:

- المراجع:

1. رضا عبد السلام علي، (2008)، اقتصاديات استثمار الفوائض النفطية "دراسة مقارنة وتطبيقية على المملكة العربية السعودية"، مركز الإمارات للدراسات والبحوث الاستراتيجية، أبو ظبي، (الإمارات).
2. الموسوي صفاء عبد الجبار، المنصوري واثق علي محي الدين، (2016)، اقتصاديات صناديق الثروة السيادية، دار الأيام، عمان (الأردن).

- المجالات:

1. العريان محمد، (جوان 2010)، صناديق الثروة السيادية وفق المعتاد الجديد، مجلة التمويل والتنمية، واشنطن.
2. العقريب كمال، (2014)، تقييم واقع ودور صناديق الثروة السيادية في تحقيق الاستقرار في الاقتصاد العالمي، مجلة الاقتصاد الجديد، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 01، العدد 10، الإسكندرية (مصر).
3. ماهر أحمد، (1996)، اقتصاديات الإدارة، مجلة اقتصاديات الإدارة، مركز التنمية الإدارية للنشر، الإسكندرية.
4. مهران حاتم أمير، (2007)، التضخم في دول مجلس التعاون الخليجي ودور صناديق النفط في الاستقرار الاقتصادي، سلسلة اواق عمل رقم السلسلة API /WPS 0702، الكويت.
5. السبتي وسيلة؛ (2017)، كزيز نسرين، دور صناديق الثروة السيادية في دعم السياسة المالية وتحقيق الاستقرار الاقتصادي، مجلة اداء المؤسسات الجزائرية، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة (الجزائر).
6. حسنين صالح حامد محمد، (2022)، صناديق الثروة السيادية ودورها في تحقيق أهداف التنمية المستدامة (دراسة تحليلية)، المجلة الدولية للفقهاء والقضاء والتشريع، جامعة عين شمس، مصر.
7. جلولي سهام، راتول محمد، (2015)، إدارة صناديق الثروة السيادية في الدول العربية "واقع و آفاق"، مجلة دفاتر بوادكس، جامعة البليدة (الجزائر).
8. بوفليح نبيل؛ طرشي محمد، (2017)، دور صناديق الثروة السيادية في ادارة العوائد النفطية -صندوق الثروة السيادي النرويجي نموذجاً-، مجلة رؤى الاقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلي، شلف (الجزائر).
9. الملا سلوى حامد، (2022)، تقييم اداء الصناديق السيادية في ظل المتغيرات الاقتصادية، مجلة الاقتصاد الدولي و العولمة، جامعة أحمد بن خليفة، الدوحة (قطر).

10. ضويفي حمزة، (2023)، حوكمة صناديق الثروة السيادية مع الإشارة الى صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر، مجلة دراسات اقتصادية، جامعة زيان عاشور، الجلفة (الجزائر).
11. بسام عبد الله، (2014)، الحوكمة الرشيدة المملكة العربية السعودية حالة دراسية، مجلة الاكاديمية للدراسات الاجتماعية والانسانية، قسم العلوم الاقتصادية والقانونية، إدارة البرامج المالية معهد الإدارة العامة، الرياض (المملكة العربية السعودية).
12. قدي عبد المجيد، (2009)، الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 06، جامعة الجزائر.
13. ساخي بوبكر، (2022)، حوكمة صناديق الثروة السيادية في اطار مبادئ مجموعة العمل الدولية (مبادئ سنتياغو)، المجلة الجزائرية للعملة والسياسات الاقتصادية، جامعة البليدة (الجزائر).
14. زرقاطة مريم، (2019)، تأثير الحوكمة على اداء صناديق الثروة السيادية حسب مؤشرات الاداء الدولية -دراسة مقارنة بين صندوق ضبط الموارد وصندوق المعاشات الحكومي النرويجي-، مجلة معارف، المجلد 14، العدد 01، جامعة فرحات عباس، سطيف (الجزائر).
15. يحي هاجر، (2017)، تقييم مدى التزام صناديق الثروة السيادية بمبادئ سنتياغو -دراسة حالة صندوق معاشات التقاعد الحكومي العالمي -النرويج- و صندوق ضبط الموارد-الجزائر-، مجلة الاقتصاد الجديد، جامعة سطيف 01، سطيف (الجزائر).
16. بن عيشوبة رفيقة، (2015)، صناديق الثروة السيادية، المخاوف وتحديات الحوكمة، مجلة الاقتصاد الجديد، جامعة شلف (الجزائر).
17. أوداير داس، مزارعي عدنان، اليسون ستوارت، (2010)، صناديق الثروة السيادية ومبادئ سنتياغو، مجلة التمويل والتنمية، واشنطن (الولايات المتحدة الأمريكية).
18. زرقاطة مريم، (2017)، تأثير الحوكمة على اداء صناديق الثروة السيادية -صندوق مبادلة لإمارة ابوظبي نموذجاً-، مجلة التكامل الاقتصادي، العدد 05، جامعة سطيف (الجزائر).
19. شبوطي حكيم، محي الدين سمير، (2017)، دور صناديق الثروة السيادية في تعزيز التنمية الاقتصادية و تنوع مصادر الدخل دراسة تجرية امارة دبي "مؤسسة دبي للاستثمارات الحكومية"، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، العدد 01، جامعة المدية (الجزائر).
20. هزاع بن داوود، (2013)، الاقتصاد المستدام جوهر خطط أبو ظبي الاقتصادية، مجلة الاقتصاد اليوم، أبو ظبي (الإمارات العربية المتحدة).

21. زيرمي نعيمة، (2021)، الصناديق السيادية الخليجية - تجربة الامارات العربية المتحدة-، مجلة التكامل الاقتصادي، جامعة بشار (الجزائر).
22. بن عيشوية رفيقة، صدقاوي صورية، (2022)، الاستثمار الأخلاقي لصندوق التقاعد الحكومي النرويجي العالمي، مجلة المالية و الاسواق، العدد 09، جامعة خميس مليانة (الجزائر).
23. حساني بن عودة، زايري بلقاسم، (2018)، كفاءة صندوق المعاشات الحكومية العام النرويجي في تمويل عجز الميزانية السنوي، مجلة دفاتر اقتصادية، المجلد 09، العدد 01، جامعة وهران (الجزائر).
24. بلقلة إبراهيم، قسول أمين، (2017)، صندوق التقاعد الحكومي النرويجي كنموذج لاستثمار العوائد النفطية وتجنب ظاهرة المرض الهولندي، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، المجلد 01، العدد 02، جامعة المسيلة (الجزائر).
25. بوشليط مريم، (2023)، صندوق ضبط الموارد ودوره في تحقيق الاستقرار الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة (2000-2021)، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد 09، العدد 02، مغنية (الجزائر).
26. العارم عيساني، (2018)، دور صندوق ضبط الايرادات في الحد من المديونية الخارجية بالجزائر خلال الفترة 2000-2015، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، العدد 01، جامعة الجزائر.
27. لطرش ذهبية، كتاف شافية، (2018)، فعالية صندوق ضبط الايرادات في تمويل عجز الموازنة العمومية خلال الفترة 2000-2017، مجلة التنمية الاقتصادية، المجلد 03، العدد 01، جامعة سطيف (الجزائر).
28. بونحاس عادل، (2021)، دور استراتيجية التحويل و الدفع المسبق للديون في تخفيض حجم المديونية العمومية في الجزائر، دفاتر البحوث العلمية، المجلد 09، العدد 01، تيبازة (الجزائر).
29. بوزناد زروقي، (2022)، السندات الخزينة العمومية وسندات الاستحقاق في القانون الجزائري، مجلة العلوم القانونية والاجتماعية، جامعة وهران (الجزائر).
30. منيف عبد الله ماجد، (2007)، صناديق الثروة السيادية و دورها في ادارة الفوائض النفطية، بحوث اقتصادية عربية، العدد 47، بيروت.

– الأطروحات الأكاديمية:

1. شنوف حكيم، (2019)، التوجه الاستراتيجي الاستثماري لصناديق الثروة السيادية للدول العربية النفطية، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر 03.
2. قريسي ياسين، (2017)، تحويل الفوائض النفطية إلى محفظة مالية دولية في إطار صندوق سيادي، دراسة حالة أهم التجارب الدولية خلال الفترة 2009-2014 مع إمكانية تطبيقها في الجزائر، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر 03.
3. بن عيشوبة رفيقة، (2016)، صناديق الثروة السيادية و تحديات العولمة، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 03.
4. بن قدور صفية، (2018)، دور صناديق الثروة السيادية في الحد من اثار الازمات المالية العالمية –دراسة تجارب دولية–، أطروحة دكتوراه، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف (الجزائر).
5. فرحات سليمان زواري، (2017)، صناديق الثروة السيادية ودورها في تحريك عملية التنمية الاقتصادية بالدول النفطية: دراسة واقع و آفاق صناديق الثروة السيادية العربية، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر 03.
6. مسيفة عكاشة، (2020)، استثمارات صناديق الثروة السيادية للدول العربية ودورها في تحقيق الاستقرار المالي للاقتصادات المحلية، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر 03.
7. جلوي سهام، (2019)، دور الصناديق السيادية في دعم التنمية المستدامة –دراسة مقارنة–، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة لونيبي علي "بليدة 02"، بليدة (الجزائر).
8. حبارك سير، (2020)، تأثير الازمات المالية المعاصرة على استراتيجيات استثمار صناديق الثروة السيادية "دراسة حالة صندوق ضبط الايرادات في الجزائر"، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر 03 (الجزائر).
10. أوسعي سمير، (2023)، امكانية التحول من صندوق استقرار الى صندوق استثمار –حالة صندوق ضبط الموارد–، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر 03 (الجزائر).
11. بوفليح نبيل، (2011)، دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية الواقع والأفاق مع الإشارة إلى حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر 03 (الجزائر).
12. مزياني مونة مريم، (2023)، انعكاسات تقلبات اسعار البترول على النمو الاقتصادي في الجزائر، أطروحة دكتوراه جامعة الجزائر 03 (الجزائر).

13. حساني بن عودة، (2019)، الصناديق السيادية ومتطلبات إنشاء صندوق سيادي جزائري، أطروحة دكتوراه، جامعة وهران 02، وهران (الجزائر).
14. درويش أبو موسى أشرف، (2008)، حوكمة الشركات وأثرها على كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة (فلسطين).
15. سليمان عبد الكريم، (2014)، دور صناديق الثروة السيادية في ترشيد الإيرادات النفطية العربية مع الإشارة إلى حالة أبو ظبي، رسالة ماجستير، جامعة خيضر محمد، بسكرة (الجزائر).
16. سلوم عبد الرحمان، (2009)، إدارة صناديق الثروة السيادية وصناديق التحوط، رسالة ماجستير، جامعة دمشق (سوريا).
17. فرحات سليمان زواري، (2012)، دور صناديق الثروة السيادية في ظل الازمة المالية الراهنة (دراسة مقارنة لحالة الجزائر والنرويج)، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، رسالة ماجستير، جامعة الجزائر 03.

– المداخلات العلمية:

1. واثق إلهام محمد، (29-30 نوفمبر 2016)، تبني المعايير الدولية للقطاع العام في المحاسبة عن الصناديق السيادية الغاطسة، مداخلة مقدمة ضمن الملتقى الدولي الثاني حول متطلبات تحقيق الإقلاع الاقتصادي في الدول النفطية في ظل انهيار أسعار البترول، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أكلي محند اولحاج، البويرة "الجزائر".
2. بوفاسة سليمان وسعيداني رشيد، (29 – 30 أبريل 2015)، حوكمة صناديق الثروة السيادية وفق مبادئ سانتياغو ومؤشرات شفافيتها، ملتقى دولي حول موقع صناديق الثروة السيادية ضمن النظام المالي العالمي ودورها في تحقيق الاستقرار، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجيلالي بونعامة، خميس مليانة "الجزائر".
3. مخلوف أحمد، (2009)، الأزمة المالية العالمية و استشراف الحل باستخدام مبادئ الإفصاح والشفافية وحوكمة الشركات من منظور إسلامي، ملتقى دولي بعنوان الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة سطيف (الجزائر).

– التقارير:

1. صندوق النقد الدولي، دائرة الإحصائيات لصندوق النقد الدولي، (2007)، إحصائيات على صناديق الثروة السيادية: الاجتماع 21 للجنة صندوق النقد الدولي بشأن إحصائيات ميزان المدفوعات، واشنطن (الولايات المتحدة الأمريكية).
2. مبادلة، التقرير السنوي لسنة 2023، صندوق مبادلة، أبو ظبي (الإمارات العربية المتحدة).
3. ICD، التقرير السنوي ICD، (2023)، الإمارات العربية المتحدة.

4. مجلس الإدارة، (2023)، دبي للاستثمار ش.م.ع والشركات التابعة لها، مجلس ادارة ICD، دبي (الإمارات العربية المتحدة).
5. سونيتا كايمال، معهد حوكمة الموارد الطبيعية NREGI، مؤشر حوكمة الموارد الطبيعية، (2021)، تونس.

– القوانين الدستورية:

1. المادة 66 قانون المالية 2004، قانون المالية، الجريدة الرسمية، (2003/12/29)، العدد 83، الجزائر.
2. المادة 25 من الامر 04-06، قانون المالية التكميلي 2006، الجريدة الرسمية، (2006/06/19)، العدد 47، الجزائر.
3. المادة 121 قانون المالية 2017، قانون المالية، وزارة المالية، الجريدة الرسمية، (2016/12/29)، العدد 77، الجزائر.
4. قانون المالية 2022، قانون المالية 2022، الجريدة الرسمية، (2021/12/30)، العدد 100، الجزائر.
5. مذكرة عرض قانون المالية التصحيحي، مذكرة عرض قانون المالية التصحيحي، (2023/09/10)،
6. المادة 10 قانون المالية التكميلي لسنة 2000، المادة 10 قانون المالية التكميلي لسنة 2000، (2000/06/27)، الجزائر.

– المنظمات العالمية:

1. النشرة الشهرية حول التطورات البترولية في الأسواق العالمية، النشرة الشهرية حول التطورات البترولية في الأسواق العالمية، (2022)، مترس، منظمة أوبك.
2. معهد الدراسات المصرفية، (2013)، صناديق الثروة السيادية، صناديق الثروة السيادية، نشرة توعوية "معهد الدراسات المصرفية"، الكويت.

– المواقع الإلكترونية:

1. وزارة المالية، المديرية العامة للتقدير والسياسات -المالية العامة-، تم الاطلاع على الموقع يوم: (2025/05/14)، <https://dgpp.mf.gov.dz/ar/%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%A7%D9%84%D9%8A%D8%A9-%D8%A7%D9%84%D8%B9%D8%A7%D9%85%D8%A9>
2. باللغة الفرنسية:

– Les Livres :

1. Delacour caroline bertin, (2009), les fonds souverains ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale, group Eyrolles, les échos éditions, Paris.

-Les Revues:

1. Raisen Helmut, (2008), Fonds Souverains et Economie du Développement, Fonds Souverains et Economie du Développement, La Vie Economique Revue de Politique Economique, Paris.
2. TEBANI Amel, (2020), évaluation et la gestion de l'efficacité du fonds de régularisation des recettes (FRR) a l'épreuve de la crise actuelle, albachaer économique journal, Volume 06, Nombre de volumes 01, Université Alger 03, Algérie.
4. hadjmoussa Nacima, (2021), fonds des régulations des recettes algériennes entre nécessité et gaspillage des ressources rares de l'état 2000-2020, Revue internationale de la performance économique, Université de Boumerdes UMBB, Algérie.

- Les Mémoires:

1. AKLIZAKIA, (2015), Nature des Fonds de Régulation des Recettes FRR et son rôle dans le financement de L'économie Algérienne sur la période 2000-2014, Mémoire du diplôme magistère, Université mouloud maamri, Tizi Ouzou, Alger.
2. Chedad Mohamed, (2024), La Gestion des fonds souverains -analyse et optimisations-, Université Alger 03, Alger.

- Les Conférences:

1. Morisson Gilles, (2008), les fonds souverains problématique et enjeux perspectives pour l'Afrique sub-saharienne, Institute bancaire et financier international, banque de France.
2. Bougussa Nabil, (20/10/2009), La bonne gouvernance une réponse a la crise financier, le Séminaire Internationale sure la crise financier et Economie et la gouvernance mondiale, faculté des science économique, Sétif (Algérie).
3. Aoun Marie-Claire, (2015), Les nouveaux défis des fonds souverains pétroliers, Les nouveaux défis des fonds souverains pétroliers, l'Institut français des relations internationales, Paris.

- Les Rapports:

1. saidal, groupe, (2023), rapport de gestion 2023, saidal, Alger.
2. Biopharm communique financier, (15/05/2025), communique financier, résultats consolidés au 31 décembre 2024, Biopharm, Algérie.

- Les Sites Web:

1. www.mubadala.com, (16/10/2024), <https://www.mubadala.com/ar/who-we-are>.
2. www.icd.gov.ae/ar, www.icd.gov.ae/ar, (06/12/2024), <https://icd.gov.ae/ar/about-icd/>.
3. www.argaam.com, www.argaam.com, (31/12/2024), <https://www.argaam.com/ar/article/articledetail/id/1052942>.
4. www.swfinstitute.org, www.swfinstitute.org, (31/12/2024), <https://www.swfinstitute.org/fund-rankings/sovereign-wealth-fund>.
5. www.globalmediainsight.com, www.globalmediainsight.com, (31/12/2024), <https://www.globalmediainsight.com/blog/dubai-tourism-statistics/>.
6. www.nbim.no/en, www.nbim.no/en, (31/12/2024), www.nbim.no/en/, (31/12/2024), <https://www.nbim.no/en/about-us/about-the-fund/>.
7. www.nbim.no/en, www.nbim.no/en, (31/12/2024), www.nbim.no/en/, (31/12/2024), <https://www.nbim.no/en/about-us/about-the-fund/>.
8. NBIM, www.nbim.no, www.nbim.no, (01/02/2025), <https://www.nbim.no/en/about-us/about-the-fund/the-history>.
9. www.nbim.no, www.nbim.no, (30/01/2025), <https://www.nbim.no/en/about-us/about-the-fund/governance-structure/>.
10. blogs.worldbank.org, [bogs.worldbank.org](https://blogs.worldbank.org), (04/09/2024), <https://blogs.worldbank.org/ar/pendata>.
11. www.mf.gov.dz, www.mf.gov.dz, (04/09/2024), <https://www.mf.gov.dz/index.php/ar/activites-ar/1481-2024-6>.
12. tresor.mf.gov, tresor.mf.gov, tresor.mf.gov, (15/05/2025), <https://tresor.mf.gov.dz/dette-interne-et-externe/>.

- The Conferences:

1. Sovereign Wealth Funds, (2008), A Work Agenda: International Monetary Fund, Washington.
2. Truman Edwin M, (2008), A Blueprint For Sovereign Wealth Fund Best Practices Policy, Peterson Institute the international economics, Washington.
3. Piotr Wiisnewski, (2023), sovereign wealth funds « SWFs », financial market speculation and investment unit, institute of risk and financial market speculation Warsaw school of economics, WARSAW, POLAND, proceedings of the 10thEuropeanconference on social media, ECSM.
4. ÖZGÜL Hüseyin Burak, (2019), SOVEREIGN WEALTH FUNDS: THE CASE OF NORWAY, International Public Finance Conference, Antalya.
5. Piotr Wiisnewski, (2023), Sovereign wealth funds « SWFs » ,financial market speculation and investment unit, institute of risk and financial markets peculation Warsaw school of economics ,WARSAW ,POLAND, proceedings of the 10thEuropeanconference on social media, ECSM.

- The Scientific Journals:

1. SANTISO CARLOS, (2001),good governance and effectiveness : the world bank and conditionality, Johns Hopkins University, the georg town pulic policy review, balimore (U.S.A).
2. Lie Einar, (2018), Learning by failing: the origins of the Norwegian oil fund, Scandinavian Journal of History, Size 43, Number 02, Oslo.
3. Smith Peter, (1991), The Politics of Plenty: Investing Natural Resource Revenues in Alberta and Alaska, canadien public policy -analys e de politique -university Athabasca-, canadien public policy -analys e de politique -university Athabasca-, Size 17, Number 02,Athabasca (canada).

- The Reports:

1. Kern Steffen, (2008), SWFS and foreign investment policies, an updaten, Deutsche bank research, Germany.

2. GPF, (2023), Annual report, Norges Bank Investment Management, NORGES.
3. GPF, (2019), Annual report, GPF, NORGIS.
4. GPF, (2020), Annual report, Government Pension Fund Global, NORGIS.
5. GPF, (2021), Annual report, Government Pension Fund Global, NORGIS.
6. GPF, (2022), Annual report, Government Pension Fund Global, NORGIS.
7. Heritage Savings Trust Fund Alberta, (2021), Statement of Policies and Goals, Alberta Heritage Savings Trust Fund, Alberta.
8. AIMCo, (2023), Annual Report, AIMCo, Alberta.
9. AIMCo, (2019), Annual Report, AIMCo, Alberta.
10. AIMCo, (2020), Annual Report, AIMCo, Alberta.
11. AIMCo, (2021), Annual Report, AIMCo, Alberta.
12. AIMCo, (2022), Annual Report, AIMCo, Alberta.
13. IMF, Sovereign Wealth Funds, (2008), A Work Agenda: International Monetary Fund, Washington (America).

- The Web Sites:

1. AIMCo, AIM True, AIMCo, (23/04/2025), <https://www.aimco.ca/who-we-are/at-a-glance>.
2. AIMCo, Investment Philosophy, (23/03/2025), <https://www.aimco.ca/what-we-do/investment-philosophy>.
3. AIMCo, Board Committees & Responsibilities, AIMCo, (07/11/2024), https://assets.ctfassets.net/lyt4cjmfjno/4JY1u5FvUh4F8pENZ6DJjB/0267cba73da1ced25d1b556f4581a7e2/Board_Committees_Responsibilities_Nov7_2024.pdf, (26/03/2025).
4. mandate and roles document, AIMCO, (14/09/2017), https://assets.ctfassets.net/lyt4cjmfjno/1UPvqagXEdS09ZGIz4ACaz/5b4ac5714255c13089cda1fc6c0ccc93/AIMCo_Mandate_and_Roles_Document_-_September_2017.pdf, (28/09/2025).
5. OPEC, OPEC, (18/10/2025), <https://www.opec.org/opec-basket-price.html>.

الملاحق

الملحق رقم 01: أبرز استثمارات صندوق مبادلة.

الشركة	قطاع الاستثمار	البلد	محتوى الاستثمار
نوفال للكيمياويات NOVA Chemicals	الطاقة	كندا	شركة مملوكة كلياً لمبادلة تعمل في مجال البيتروكيمياويات مختصة في صناعة "الاثيلين" و "البوليسترين"، قدرت قيمة الاستثمارات 2.1 مليار دولار
دينتا كير أليانس Denta care allince	الرعاية الصحية	الولايات المتحدة الأمريكية	تعمل الشركة في مجال الرعاية الطبية للأسنان، استحوذت مبادلة على 2.5 مليار دولار من أصول الشركة
ترويسيت إنشورانس هولدنغز Truist Insurance Holdings	التأمينات	الولايات المتحدة الأمريكية	تعتبر الشركة خامس وسيط تأمين في الـو.م.أ من خلال 200 مكتب متواجد بولاية كارولينا، استحوذت مبادلة على حصة 1.95 مليار دولار ممثلة لـ 20%
غلوبلفاوندريز Global Foundries Inc. (GFS)	التكنولوجيا	الولايات المتحدة الأمريكية، ألمانيا سنغافورة	تعمل الشركة في مجال صناعة "الرقائق" وهي مملوكة لمبادلة بلغت قيمتها السوقية 26 مليار دولار من خلال طرح أسهمها للتداول في بورصة "ناسداك" تمكنت مبادلة من خلالها جمع 2.6 مليار دولار.
سببسا Cepsa	الطاقة	اسبانيا	شركة تعمل في مجال صناعة الهيدروجين الأخضر والوقود من خلال استثمار 8.58 مليار دولار مع مجموعة "كارلايل" للاستثمار إلى غاية 2030
أوستيمإمبلانت OSSTEM Implant	الرعاية الصحية	كوريا الجنوبية	تحتل الشركة المرتبة الرابعة عالمياً في مجال صناعة مواد مستلزمات زراعة الأسنان وتنشط في أكثر من 30 سوق على مستوى العالم من خلال عقود شراكة مع "أم-بي-بارتنرز" و "يونيسون-كابيتال"
أوسبي فارم UCB Pharma	الرعاية الصحية	الصين و بلجيكا	شركة مملوكة لمبادلة تعمل في صناعة الأدوية البيولوجية بالشراكة مع مجموعة "CBC" المختصة في إدارة الأصول الصحية في آسيا، بلغ صافي مبيعاتها سنة 2023 إلى 131 مليون يورو
كووليت CoolITSystems	الطاقة	كندا	شركة متخصصة على براءة الاختراع في التبريد السائل لأنظمة الحواسيب تملكها مبادلة بالشراكة مع شركة الاستثمار العالمية KKR.
REIT 3650	استثمارات مالية	الولايات المتحدة الأمريكية	تعتبر REIT 3650 منصة استثمارية للائتمان العقاري تستثمر بما مبادلة 26 مليون دولار، وتخصص 50 مليون دولار لمنصتها في الولايات المتحدة، و 100 مليون دولار لاستراتيجية الأوضاع الخاصة في الولايات المتحدة وتخصص 110 مليون جنيه إسترليني إضافية لمنصة الاستثمارات الائتمانية في أوروبا.
مصرف أبو ظبي الإسلامي ADIB – Abu Dhabi Islamic Bank	استثمارات مالية	الإمارات العربية المتحدة	قامت مبادلة ببيع حصتها من مصرف أبو ظبي الإسلامي البالغة 7.6% من أصوله تماشياً مع سياستها في إدارة محفظتها الاستثمارية في حين سجل المصرف عائدات قياسية في الثلاثي الأول من 2023 بقيمة 540 مليون دولار محققاً نسبة نمو تقدر بـ 45%.
الدار وأريس مانجمنت كوربريشن Aldar Properties Ares Management Corporation	الائتمان العقاري	أوروبا	تمثل شراكة استراتيجية بين "الدار" الرائدة في المجال العقاري ومبادلة و"أريس مانجمنت كوربريشن" لاستثمار 01 مليار دولار كمرحلة أولى في مجال الائتمان العقاري في الأسواق الثانوية.
ألايند Aligned Data Centers	التكنولوجيا	كندا و.م.أ	تعتبر "اللايند" الرائدة في مجال مراكز البيانات من خلال أكثر من 40 مركز بيانات، استثمرت مبادلة 500 مليون دولار لتعزيز البنية التحتية الرقمية في دولة الإمارات.

من خلال الاستفادة من شراكة مبادلة مع "أبولو" الأمريكية المختصة في إدارة أصول قامت مبادلة بعقد شراكة مع "ألفا ظي" القابضة للاستثمار في فرص الائتمان الخاص بمبلغ 2.5 مليار دولار مثلت 80% منها لمبادلة و 20% لألفا ظي.	الإمارات العربية المتحدة	استثمارات مالية	ألفا ظي ALPHA DHABI Apollo Global Management
الشراكة الثلاثية بين مبادلة، ألفا ظي، وأبولو تمثل واحدة من أضخم المبادرات الإماراتية في مجال التمويل البديل والائتمان الخاص، بقيمة 2.5 مليار دولار، تهدف لتوسيع حضور الإمارات في أسواق المال العالمية وتأكيد مكانة مبادلة كأحد أكبر الصناديق الاستثمارية السيادية تنوعاً في العالم.	أمريكا اللاتينية	استثمارات مالية	بايسيكيل كابيتال Bicycle Capital
استثمرت مبادلة 440 مليون دولار في صندوق "بايسيكيل كابيتال" الذي يتخصص في الاستثمار في الشركات الناشئة في أمريكا اللاتينية	الإمارات العربية المتحدة و الو.م.أ	التكنولوجيا	بلو أول BLUE OWL
استثمرت مبادلة 01 مليون دولار في شركة "بلو أول" الرائدة في مجال الإقراض الائتماني و إدارة الأصول البديلة لشركات التكنولوجيا بهدف رفع الاستثمارات الائتمانية	الصين و سنغافورة	الائتمان العقاري	CBC مجموعة و "IBG" Groupe CBC et IBG.
استثمرت مبادلة 320 مليون دولار في مجموعة CBC و IBG من خلال منصة عقارية لعلوم الحياة حيث استحوذت مبادلة و CBC السنغافورية على شركة أدوية في الصين بقيمة 680 مليون دولار.	المملكة المتحدة	التكنولوجيا	سيتيفايبر City-Fibre
بلغت حصة مبادلة في شركة "سيتي فايبر" المتخصصة في الألياف الضوئية 23.8% من مجموع أصول الشركة باستثمار أولي بلغ 500 مليون جنيه إسترليني سنة 2021 وخصصت مبادلة 300 مليون جنيه إسترليني كاستثمار ثاني للانضمام إلى "مشروع غيغابت" في المملكة المتحدة.	الهند	العقارات والبنية التحتية	كيوب هايوايز Qube Highways
استثمرت مبادلة 270 مليون دولار في "كيوب هايوايز" الرائدة في مجال الطرقات السريعة في الهند لامتلاكها 25 بوابة دفع من خلال التعاقد مع شركة كولومبيا البريطانية التي تدير صندوق المعاشات التقاعد الكندي.	الولايات المتحدة الأمريكية	استثمارات مالية	فورتريس Fortress
بوساطة مبادلة "كابيتال" توصلت مبادلة مع مجموعة "فورتريس" الاستثمارية حيث استحوذت من خلاله على 90% من حصص "فورتريس" من سوفت بنك قدرت ب 03 مليار دولار	السويد و شمال أوروبا	العقارات والبنية التحتية	جلوبال-كونيكت Global Connect
تمتلك مبادلة 15% من connect-global الرائدة في مجال مراكز الاتصالات والبيانات عبر الألياف البصرية التابعة لشركة EQT infrastructure، من خلال استثمار بلغ 350 مليون دولار	الإمارات العربية المتحدة	الرعاية الصحية	M42
قامت مبادلة و G42 للرعاية الصحية، بإنشاء شركة M42 للخدمات الصحية مقدره بمليارات الدولارات .	البرازيل	استثمارات مالية	مبادلة كابيتال Mubadala Capital
قامت مبادلة بإنشاء صندوق ثروة استثماري ثاني بدولة البرازيل محققا اكتشافات تحطت 710 مليون دولار.	الإمارات العربية المتحدة	الطاقة	مبادلة للطاقة Mubadala Energy
شركة عالمية رائدة في مجال استكشاف و تطوير النفط و الغاز، تنشط في أكثر من 10 دول عبر العالم مشاركة في عدة مشاريع عالمية مثل "دلفين للطاقة" و تعتبر ثاني مشغل للنفط في "تايلند"	الإمارات العربية المتحدة	استثمارات مالية	مبادلة كابيتال سولوشنز Mubadala Capital Solutions
أطلقت "مبادلة كبيتال" منصة "مبادلة كايبتال سولوشنز" يتم من خلالها تخصيص حلول للمستثمرين بهدف الوصول إلى الفرص الاستثمارية من خلال مجموعة من الأدوات الاستثمارية التي تعدها المنصة لهذا الغرض بلغت قيمة الاستثمارات على هذه المنصة 2.7 مليار دولار.	هونغ كونغ	العقارات والبنية التحتية	بروبريوم Proprium Capital Partners
تشترك مبادلة و "بروبريوم" في مشروع استثماري عقاري للمرافق الحيوية في دولة اليابان بالشراكة مع شركة "مانولايف" لإدارة الاستثمار و "ساموراي" المختصة في إدارة الأصول تهدف هذه الشراكة إلى تكوين محفظة أعمال تصل إلى 600 مليون دولار			

ريزيليانس Resilience	صناعة الأدوية	الإمارات العربية المتحدة	أبرمت مبادلة عقد مع "ريزيليانس" الرائدة في مجال صناعة الأدوية الحيوية يقضي هذا العقد بتأسيس منشأة في إمارة أبو ظبي تهدف هذه الشركة إلى تحقيق قيمة سوقية في العالم تصل إلى 5 مليار دولار نهاية سنة 2027
ريو غراندي يالانجي Rio Grande LNG	الطاقة	الولايات المتحدة الأمريكية	استثمرت مبادلة ما قيمته 500 مليون في حصص شركة "ريو غراندي ال ان جي" الرائدة في مجال تصدير الغاز الطبيعي الأمريكي المسال.
الياه سات وبيانات Yah-sat Bayanat	التكنولوجيا	الشرق الأوسط و شمال إفريقيا	أدى اندماج شركتي "بيانات" و "الياه سات" إلى إنشاء شركة SPACE24 كسابقة في قطاع التكنولوجيا الفضائية المدعمة بالذكاء الاصطناعي حيث قدر رأس مال الشركة ب 4.1 مليار دولار أمريكي استهدفت مبادلة من خلالها الأسواق الناشئة.
زينوبي Zenobi	النقل	الإمارات العربية المتحدة	استثمرت مبادلة 106 مليون دولار في شركة "زينوبي" الرائدة في قطاع كهرباء أساطيل النقل من خلال تخزين الطاقة .

المصدر: (2024، mubadala) (www.mediaoffice.abudhabi/ar) (www.3650capital.com)

الملحق رقم 02: أبرز استثمارات "مؤسسة دبي للاستثمارات" حسب القطاع

قطاع الاستثمار	الشركة	البلد	محتوى الاستثمار
	بنك دبي الإسلامي DUBAI ISLAMIC BANK	الإمارات العربية المتحدة	يعتبر بنك دبي الإسلامي من بين أكبر المصارف الإسلامية في العالم و الأول على مستوى الإمارات بمجموع أصول تقدر بـ: 314 مليار درهم إماراتي موزعة على 500 فرع بلغ التمويل الإسلامي بما 199 مليار درهم إماراتي.
	بنك الإمارات دبي الوطني Emirates N.B.D	الإمارات العربية المتحدة	بعد دمج بنك دبي الوطني مع بنك الإمارات الدولي تأسس "بنك الإمارات دبي الوطني" سنة 2007، يعتبر ثاني بنك في الإمارات من حيث قيمة الأصول التي بلغت إلى 863 مليار درهم إماراتي إلى غاية 2023 و بمحفظة قروض تبلغ 445 مليار درهم موزعة على 856 فرع عبر العالم.
	بنك دبي التجاري COMMERCIAL BANK OF DUBAI	الإمارات العربية المتحدة	يتكون بنك دبي التجاري من شبكة تتكون من 14 فرع في دولة الإمارات بإجمالي قيمة أصول بلغت 129 مليار درهم إماراتي و محفظة قروض تقدر بـ 83 مليار درهم منها 88 مليار درهم إماراتي قيمة الودائع.
الخدمات المالية والمصرفية	الصكوك الوطنية NATIONAL BONDS	الإمارات العربية المتحدة	نشأت سنة 2006 لتدعم التعاملات المصرفية بالشفرة الإسلامية بلغت قيمة أصولها 14 مليار درهم إماراتي إلى سنة 2023 من خلال أكثر من 950 ألف عميل ، وزعت قرابة 3 مليار درهم إماراتي من الصكوك الوطنية كأرباح لريائنها.
	بورصة دبي	الإمارات العربية المتحدة	سعيًا لتعزيز مكانة الإمارات في سوق رأس المال و السوق المالي العالمي تأسست بورصة دبي سنة 2007 التي تعتبر القابضة لشركة "سوق وناسداك دبي"، حيث بلغت قاعدة المستثمرين أكثر من مليون مستثمر منها 46% أجنبي و برأس مال إجمالي قدر بـ 688 مليار درهم إماراتي سنة 2023.
المواصلات	"فلاي دبي" FLAY DUBAI	الإمارات العربية المتحدة	تستثمر مؤسسة دبي للاستثمارات في "فلاي دبي" الشركة المملوكة لحكومة الإمارات و كان أبرز استثمار لها في سنة 2023 بـ 190 مليون دولار من خلال منشأة جنوب دبي لإصلاح وصيانة الطائرات وشبكات فاقت 122 وجهة حول 52 دولة بأسطول يقدر بـ: 88 طائرة
	شركة دبي لصناعة الطائرات DUBAI AEROSPACE ENTREPREISE	الإمارات العربية المتحدة	أسطول يتكون من 500 طائرة "إيرباص و بوينغ"، تعتبر شركة دبي لصناعة الطائرات شركة خدمات طيران عالمية بإصلاح هياكل الطائرات و تجديدها ، تضم زبائن من أوروبا و آسيا و إفريقيا فاقت 123 شركة طيران عميلة ، بلغت أصول "DAE" 17 مليار دولار أمريكي إلى غاية سنة 2023.
	طيران الإمارات Emirates	الإمارات العربية المتحدة	من خلال 39 سنة من الوجود أصبت شركة طيران الإمارات من بين الشركات الكبرى ، بأسطول فاق 260 طائرة بمختلف الأنواع، حققت أرباحا فاقت 18.7 مليار درهم إماراتي (5.1 مليار دولار أمريكي) سنة 2023 من خلال عدة استثمارات ضخمة أبرزها إطلاق صندوق بقيمة 200 مليون دولار للبحث و تطوير مجال الوقود الجوي حيث بلغت حصة مؤسسة دبي للاستثمارات الحكومية 4 مليار درهم (1.1 مليار دولار أمريكي).
	دناتا D.N.A.T.A	الإمارات العربية المتحدة	تعتبر "دناتا" من بين أكبر شركات الخدمات الجوية في العالم ، الشحن ، البيع بالتجزئة، التموين ، السفر من خلال 36 دولة و أكثر من 778 ألف طائرة يتم استخدامها على مستوى 178 مطار عبر العالم حققت من خلالها أرباح قياسية بلغت 1.4 مليار درهم (0.4 مليار دولار) و مجموع إيرادات 19.2 مليار درهم إماراتي (5.2 مليار دولار أمريكي) بلغت أرباح مؤسسة دبي للاستثمارات 02 مليار درهم إماراتي سنة 2022، بلغت إجمالي استثمارات "دناتا" و "طيران الإمارات" 128 مليار درهم إماراتي (35 مليار دولار أمريكي) بهدف تعزيز الخدمات اللوجستية و البنية التحتية للطيران في دبي .

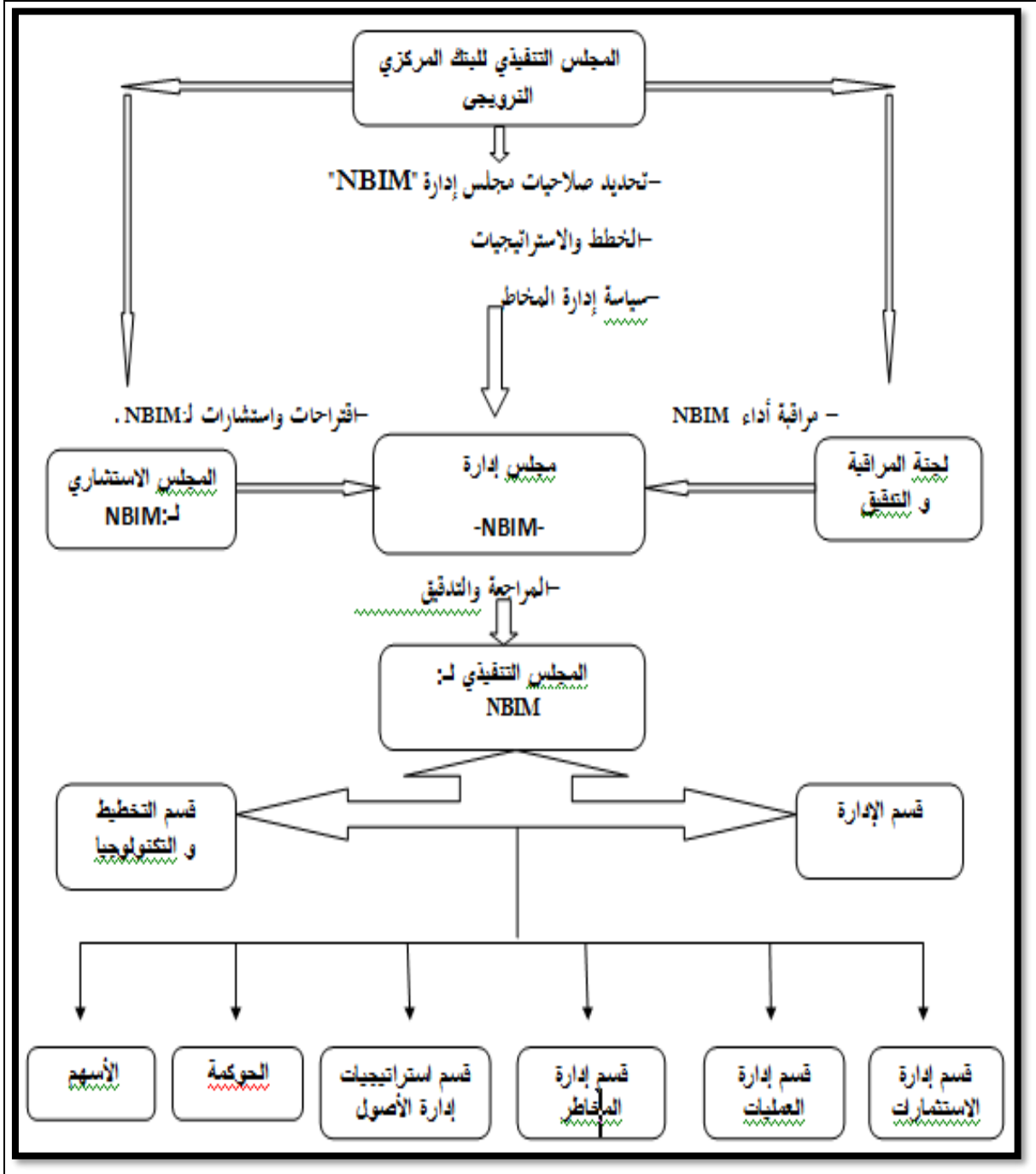
النفط و الغاز	اينوك E.N.O.C	الإمارات العربية المتحدة	استحوذت مؤسسة دبي للاستثمارات الحكومية سنة 2007 على حصة شركة بتول الإمارات الوطنية "ENOC" المتخصصة في قطاع النفط والغاز بلغ مجموع محطاتها 154 محطة سنة 2023.
الصناعة	الإمارات العالمية للألمنيوم EGA EMIRATE GLOBALE ALIMINIUM	غينيا والإمارات العربية المتحدة	تعتبر شركة رائدة في مجال صناعة الألمنيوم تمتلكها مؤسسة دبي للاستثمارات الحكومية بالشراكة مع صندوق مبادلة، تمتلك حصة تقدر ب 04% من إجمالي إنتاج الألمنيوم في العالم بأكثر من 2.7 مليون طن و مجموع عملاء يفوق 420 عميل .
	دوكاب شركة دبي للكابلات DUCAB	الإمارات العربية المتحدة	تعتبر "دوكاب" أكبر الشركات المختصة في إنتاج وتوزيع وتسويق الكابلات النحاسية وكذلك الألمنيوم بقدره إنتاج تفوق 235 ألف طن متري و استثمارات جديدة كإطلاق شركة "دوكاب للمعادن" وإبرام عقدين بقيمة 55 مليون درهم إماراتي مع "الاتحاد لصناعة الأنابيب" و "بروج للبيتروكيماويات"
	دوبال القابضة DUBAI HOLDING	الإمارات العربية المتحدة	"دوبال" مجموعة رائدة في مجال التعدين و الصناعة والطاقة، تستحوذ على عدة شركات في مجال الألمنيوم كشركة "OSE Industries" وشركة "ثيرماكس" بالولايات المتحدة الأمريكية، حققت 1.79 مليار درهم إماراتي كعوائد سنة 2023.
إعمار	EAAMAR	الإمارات العربية المتحدة	تعتبر من أشهر الشركات العقارية في العالم و أبرزها سلمت أكثر من 108 آلاف وحدة سكنية منذ سنة 2002 حققت 7.3 مليار دولار كإيرادات سنة 2023 بأصول عقارية قدرت ب 19 مليار دولار .
العقارات و البناء	"اليك" للهندسة والمقاولاتية ALEC Building Excellence	الإمارات العربية المتحدة	استحوذت مؤسسة دبي للاستثمارات الحكومية على شركة "اليك" سنة 2017 و هي شركة رائدة في مجال انجاز المشاريع المعقدة لاعتمادها على الروبوتات و الذكاء الاصطناعي في تقديم خدماتها التي وصلت محفظة الطلبات المستحقة عليها أكثر من 22 مليون درهم إماراتي وبلغ عدد المشاريع المنجزة إلى 806 مشروع بقيمة 73 مليار درهم إماراتي.
	INVESTMENT CORPORATION OF DUBAI Brookfield +	الإمارات العربية المتحدة	تمثلت في عقد شراكة بين مؤسسة الاستثمارات الحكومية لدبي و "بروكفيلد بروبرتيبارترز" من خلال قرض مشترك بين مجموع من البنوك تمثلت في "دبي الإسلامي" و "ستاندرتشارتد" و "أبو ظبي الوطني" و "أبو ظبي التجاري" بقيمة 1.5 مليار درهم لتمويل بناء برج "أي س يدي بروكفيلد بليس"
	D.I.E.Z Dubai Integrated Economic zones دبي للمناطق الاقتصادية المتكاملة	الإمارات العربية المتحدة	"دييز" تأسست سنة 2021 مؤسسة هدفها تطوير الأنظمة البيئية و الشبكات العالمية في المناطق الاقتصادية بإمارة دبي "كمطار وواحة دبي للسيليكون" و"دبي كومرسيتي" من خلال صندوق استثماري يمول الشركات الناشئة يحمل اسم "أوراسي اكايبطال" بقيمة 136 مليون دولار أمريكي
	ATLANTIS THE PALM DUBAI	الإمارات العربية المتحدة	أطلقت مؤسسة دبي للاستثمارات الحكومية مشروع بناء فندق Royal Atlantis الجديد بجزيرة النخلة بقيمة 1.4 مليار دولار الذي سيقام من طرف Kerzner International التي تملك مؤسسة دبي 46% من أسهمها يستهدف المشروع انجاز فندق من 800 غرفة و أكثر من 250 شقة من خلال 46 طابق .
	-الجيل الأسود- PORTO MONTINIGRO	جنوب أوروبا	نحو السعي إلى الاستثمار في الأصول السياحية خارج دبي استحوذت مؤسسة دبي للاستثمارات الحكومية على "پورتو-مونتينيغرو . منتجع المارينا" جنوب أوروبا يحتوي على 450 مرسى لليخوت و فنادق و شقق قابلة للبيع وصلت قيمة المشروع 1.1 مليار درهم إماراتي في جميع مراحلها.

تعتبر من أبرز الشركات العالمية المختصة في تطوير الفنادق والمنتجعات السياحية، تنشط في أكثر من 11 دولة حول العالم وتدير علامات تجارية ذات شهرة ك: "أتلانتس"، "ONE & ONLY"، "ساير"، "ريفينديس" من أبرز استثماراتها بيع 50% من حصصها مقابل 250 مليون أورو لشركة استثمار عالمية، إعادة هيكلة الرهون العقارية بقيمة 2.6 مليار دولار من خلال بيع منتج "أتلانتس"	الإمارات العربية المتحدة	Kerzner	الضيافة والترفيه
تأسس سنة 1979 يحتوي على عقارات تجارية وسياحية عالمية بمساحة تزيد عن 2.2 مليون قدم مربع مخصصة لتنظيم التظاهرات والفعاليات العالمية، كان لها أثر اقتصادي على إمارة دبي من خلال ناتج اقتصادي فاق 128 مليار درهم إماراتي سنة 2023 حيث أقيم به: 76 معرضاً دولياً ممثلة لـ: 10.53 مليار درهم إماراتي كنتاج محلي إجمالي، خلقت من هذه الفعاليات أكثر من 69 ألف وظيفة شغل.	الإمارات العربية المتحدة	DUBAI WORLD TRADE CENTRE مركز دبي التجاري العالمي	
تعتبر "إمداد" شركة رائدة في مجال خدمة إدارة المرافق تمتد تواجدها بين مصر و الإمارات و عمان و الشرق الأوسط تستحوذ الشركة على 10% من سوق إدارة المرافق في الإمارات الذي بلغ 7 مليار درهم إماراتي، أي 700 مليون درهم إماراتي.	الإمارات العربية المتحدة	إمداد IMDAAD	
تعتبر سوق دبي الحرة التي تأسست سنة 1983 من المؤسسات العالمية المختصة في تجارة التجزئة في المطارات التي تستهدف المسافرين من خلال بيع منتجات عالمية تبلغ مساحة السوق أكثر من 44 ألف متر مربع بتنوع البضاعة المباعة قدرت ب أزيد من 55 مليون وحدة مباعة قدرت العائدات عليها بقرابة: 08 مليار درهم إماراتي، بإجمالي عدد معاملات البيع أكثر من 20 مليون درهم إماراتي سنويا .	الإمارات العربية المتحدة	السوق الحرة دبي Dubai Duty Free	البيع بالتجزئة وقطاعات أخرى
انشأ سنة 2002 يضم أكثر من 24 ألف شركة ممثلة عن 186 دولة حول العالم يعتبر أول منطقة حرة لتجارة السلع في العالم بخدمات ذات جودة عالمية تضم أسواق الذهب و مراكز تجارة "الماس" بلغت قيمتها 157 مليار دولار، من خلال أكثر من 87 برجسكي وتجاري و 600 محل للبيع بالتجزئة يساهم DMCC بـ: 15% من تدفقات الاستثمار الأجنبية سنة 2024 ب 1023 شركة جديدة .	الإمارات العربية المتحدة	D.M.C.C مركز دبي للسلع المتعددة	
هي شركة مختصة في تقديم الحلول في إدارة المعاملات المالية للمؤسسات المالية في مجال الصناعة المالية و الرقابة و مصادر الربح و خفض التكاليف وادارة المخاطر باستخدام تقنيات الذكاء الاصطناعي، كما خطط صندوق دبي للاستثمارات الحكومية بيع شركة "سمارت سيستم" بقيمة قدرت بـ: 01 مليار دولار.	الإمارات العربية المتحدة	Smart Stream	
في سنة 2004 تم تأسيس مؤسسة "إمارتك" المختصة في تقديم الاستشارات والحلول التكنولوجية للشركات تتميز بسمعتها للمستوى العالمي لمنتجاتها التقنية حيث قدمت خدمات رئيسية لحكومة الإمارات بلغت المعاملات الرقمية في منصة إمارتك أزيد من 22 مليون عملية أما في مجال الحلول العقارية فقد بلغت المعاملات أزيد من 02 مليون معاملة وفي المعاملات النقدية أكثر من 33 مليون بلغت قيمة المعاملات المعالجة من خلال البوابة الرقمية "نقودي" أزيد من 21.7 مليار درهم إماراتي	الإمارات العربية المتحدة	إماراتك EMARATECH	

المصدر: (www.icd.gov.ae/ar): Source spécifiée non valide. Source spécifiée non valide.

Source spécifiée non valide. (التقرير السنوي ICD، 2023، الصفحات 25-62).

الملحق 03: الهيكل التنظيمي لإدارة صندوق المعاشات الحكومي العالمي النرويجي



المصدر: بالاعتماد على <https://www.norges-bank.no/en/topics/about/Organisation/The-Executive-Board/>

Board/ اطلع عليه يوم 2025-06-15

و (أوسعيد، 2023، صفحة 159) و (بوفليخ، دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية الواقع والأفاق مع الإشارة إلى حالة الجزائر، 2011، صفحة 130)

الملحق رقم 04: محاكاة استثمار صندوق ضبط الإيرادات الجزائري في السوق المالي الجزائري "مؤشر دزايير-أندكس :

العائد التراكمي	الخفظة الاستثمارية	العائد	المبلغ المستثمر مليار دج	قرار الاستثمار	نسبة التغير الشهرية %	التغير الشهري	INDEX	
/	/	/	0	0	0,00%	0	0	30/01/2020
/	/	/	0	0	0,00%	0	0	29/02/2020
/	/	/	0	0	0,00%	0	0	30/03/2020
/	/	/	0	0	0,00%	0	0	30/04/2020
/	/	/	0	0	0,00%	0	0	30/05/2020
/	/	/	0	0	0,00%	0	0	30/06/2020
/	/	/	0	0	0,00%	0	1527,13	30/07/2020
1 774 852 471,00	151 774 852 470,52	1 774 852 470,52	150	شراء	1,18%	0,01058849	1543,30	30/08/2020
3 134 674 965,25	151 359 822 494,25	1 359 822 494,25	150	شراء	0,91%	0,008112486	1555,82	30/09/2020
3 283 353 401,50	150 148 678 436,26	148 678 436,26	150	شراء	0,10%	0,000886992	1557,20	30/10/2020
9 080 979 487,07	155 797 626 085,56	5 797 626 085,56	150	شراء	3,87%	0,034587722	1611,06	30/11/2020
9 495 074 123,60	150 414 094 636,54	414 094 636,54	150	شراء	0,28%	0,002470423	1615,04	30/12/2020
15 287 453 356,17	155 792 379 232,57	5 792 379 232,57	150	شراء	3,86%	0,03455642	1670,85	30/01/2021
15 287 453 356,17	0,00	0,00	150	انتظار	-0,02%	-0,000137654	1670,62	28/02/2021
15 287 453 356,17	0,00	0,00	150	انتظار	-0,13%	-0,001149274	1668,70	30/03/2021
18 482 768 160,04	153 195 314 803,86	3 195 314 803,86	150	شراء	2,13%	0,019062743	1700,51	30/04/2021
20 467 987 623,10	151 985 219 463,06	1 985 219 463,06	150	شراء	1,32%	0,011843506	1720,65	30/05/2021
20 655 028 675,85	150 187 041 052,75	187 041 052,74	150	شراء	0,12%	0,001115857	1722,57	30/06/2021
20 868 134 580,84	150 213 105 904,99	213 105 904,99	150	شراء	0,14%	0,001271356	1724,76	30/07/2021
21 003 221 835,88	150 135 087 255,04	135 087 255,04	150	شراء	0,09%	0,000805909	1726,15	30/08/2021
22 671 516 939,75	151 668 295 103,87	1 668 295 103,87	150	شراء	1,11%	0,009952785	1743,33	30/09/2021
24 200 299 672,77	151 528 782 733,02	1 528 782 733,02	150	شراء	1,02%	0,009120476	1759,23	30/10/2021
30 365 923 520,21	156 165 623 847,44	6 165 623 847,44	150	شراء	4,11%	0,036783138	1823,94	30/11/2021
36 799 874 952,34	156 433 951 432,13	6 433 951 432,13	150	شراء	4,29%	0,038383938	1893,95	30/12/2021
39 424 884 488,86	152 625 009 536,52	2 625 009 536,52	150	شراء	1,75%	0,015660392	1923,61	30/01/2022
39 517 251 541,85	150 092 367 052,99	92 367 052,99	150	شراء	0,06%	0,000551047	1924,67	28/02/2022
40 528 375 011,44	151 011 123 469,59	1 011 123 469,59	150	شراء	0,67%	0,006032203	1936,28	30/03/2022
40 982 859 841,85	150 454 484 830,42	454 484 830,41	150	شراء	0,30%	0,002711385	1941,53	30/04/2022
42 781 206 502,21	151 798 346 660,36	1 798 346 660,36	150	شراء	1,20%	0,010728652	1962,36	30/05/2022
61 975 492 663,55	169 194 286 161,34	19 194 286 161,34	150	شراء	12,80%	0,11451008	2187,07	30/06/2022
80 790 282 467,48	168 814 789 803,94	18 814 789 803,94	150	شراء	12,54%	0,112246064	2432,56	30/07/2022
91 665 907 952,69	160 875 625 485,20	10 875 625 485,20	150	شراء	7,25%	0,064882264	2590,39	30/08/2022
92 957 494 849,47	151 291 586 896,79	1 291 586 896,79	150	شراء	0,86%	0,007705403	2610,35	30/09/2022
93 179 675 178,19	150 222 180 328,71	222 180 328,71	150	شراء	0,15%	0,001325493	2613,81	30/10/2022
94 920 776 587,63	151 741 101 409,45	1 741 101 409,45	150	شراء	1,16%	0,010387136	2640,96	30/11/2022
102 109 989 164,72	157 189 212 577,09	7 189 212 577,09	150	شراء	4,79%	0,042889707	2754,23	30/12/2022
122 065 195 173,65	169 955 206 008,93	19 955 206 008,93	150	شراء	13,30%	0,119049607	3082,12	30/01/2023

136 265 648 523,22	164 200 453 349,57	14 200 453 349,57	150	شراء	9,47%	0,084717662	3343,23	28/02/2023
144 986 050 206,15	158 720 401 682,93	8 720 401 682,93	150	شراء	5,81%	0,052024539	3517,16	30/03/2023
149 042 225 481,75	154 056 175 275,60	4 056 175 275,60	150	شراء	2,70%	0,024198501	3602,27	30/04/2023
149 431 233 241,48	150 389 007 759,74	389 007 759,73	150	شراء	0,26%	0,002320759	3610,63	30/05/2023
149 945 614 364,67	150 514 381 123,19	514 381 123,19	150	شراء	0,34%	0,003068717	3621,71	30/06/2023
150 105 750 991,03	150 160 136 626,36	160 136 626,36	150	شراء	0,11%	0,00095535	3625,17	30/07/2023
150 105 750 991,03	0,00	0,00	150	انتظار	0,00%	0	3625,17	30/08/2023
150 105 750 991,03	0,00	0,00	150	انتظار	-0,38%	-0,003403978	3612,83	30/09/2023
151 542 635 713,32	151 436 884 722,29	1 436 884 722,29	150	شراء	0,96%	0,008572227	3643,80	30/10/2023
151 542 635 713,32	0,00	0,00	150	انتظار	-4,20%	-0,037551457	3506,97	30/11/2023
151 542 635 713,32	0,00	0,00	150	انتظار	-1,90%	-0,017046054	3447,19	30/12/2023
151 542 635 713,32	0,00	0,00	150	انتظار	-0,03%	-0,000232073	3446,39	30/01/2024
151 542 635 713,32	0,00	0,00	150	انتظار	-0,04%	-0,000336584	3445,23	29/02/2024
151 576 206 314,51	150 033 570 601,19	33 570 601,19	150	شراء	0,02%	0,000200277	3445,92	30/03/2024
151 576 206 314,51	0,00	0,00	150	انتظار	-0,18%	-0,001607698	3440,38	30/04/2024
151 774 503 359,87	150 198 297 045,36	198 297 045,36	150	شراء	0,13%	0,001183009	3444,45	30/05/2024
151 875 724 610,39	150 101 221 250,52	101 221 250,52	150	شراء	0,07%	0,00060387	3446,53	30/06/2024
151 882 533 467,52	150 006 808 857,12	6 808 857,12	150	شراء	0,00%	0,00	3446,67	30/07/2024
153 609 481 291,85	151 726 947 824,33	1 726 947 824,33	150	شراء	1,15%	0,010302698	3482,18	30/08/2024
153 679 279 622,16	150 069 798 330,32	69 798 330,32	150	شراء	0,05%	0,000416406	3483,63	30/09/2024
153 679 279 622,16	0,00	0,00	150	انتظار	-0,23%	-0,002052457	3476,48	30/10/2024
157 550 036 346,17	153 870 756 724,01	3 870 756 724,01	150	شراء	2,58%	0,023092323	3556,76	30/11/2024
157 550 036 346,17	0,00	0,00	150	انتظار	0,00%	0	3556,76	30/12/2024
157 606 589 253,06	150 056 552 906,90	56 552 906,90	150	شراء	0,04%	0,000337386	3557,96	30/01/2025
158 732 083 648,77	151 125 494 395,71	1 125 494 395,71	150	شراء	0,75%	0,006714522	3581,85	28/02/2025
158 732 083 648,77	0,00	0,00	150	انتظار	-3,37%	-0,030168768	3473,79	30/03/2025
161 033 753 699,60	152 301 670 050,82	2 301 670 050,82	150	شراء	1,53%	0,0137314	3521,49	30/04/2025
165 703 734 172,22	154 669 980 472,62	4 669 980 472,62	150	شراء	3,11%	0,027860366	3619,60	30/05/2025

المصدر : من اعداد الطالب بالاعتماد على (SGVB, 2025)

الملحق رقم 05: الكودات والصيغ البرمجية المستعملة في نموذج المحاكاة الاستثمارية داخل Excel

يعتمد نموذج المحاكاة الاستثمارية على مجموعة من الصيغ البرمجية والدوال الشرطية داخل برنامج Microsoft Excel ، حيث ترتبط الخلايا فيما بينها بطريقة تسمح بتحديث النتائج آلياً بمجرد تغيير بيانات مؤشر DZAIR INDEX. وقد تم استعمال الصيغ التالية:

$$1 - \text{حساب العائد الشهري للمؤشر } IF(B2=0,0,(B3-B2)/B2)$$

شرح الصيغة:

B3 - تمثل قيمة مؤشر DZAIR INDEX خلال الشهر الحالي.

B2 - تمثل قيمة المؤشر خلال الشهر السابق.

-تقوم الصيغة بحساب نسبة التغير بين القيمتين.

-تم استعمال الدالة IF لتفادي الخطأ الرياضي الناتج عن القسمة على الصفر خلال الفترات الأولى التي تكون فيها قيمة

المؤشر معدومة.

$$2 - \text{حساب نسبة التغير الشهرية المئوية } C3*100$$

شرح الصيغة:

C3 - تمثل قيمة العائد الشهري المحسوب سابقاً.

- يتم ضرب العائد في 100 لتحويله إلى نسبة مئوية قابلة للتحليل الاقتصادي والمالي.

3 - برمجة قرار الاستثمار آلياً:

"IF(C3>0), شراء", انتظار"

شرح الصيغة:

-إذا كانت قيمة العائد الشهري موجبة فإن Excel يعطي إشارة "شراء".

-إذا كانت قيمة العائد سالبة أو تساوي الصفر فإن Excel يعطي إشارة "انتظار".

-تسمح هذه الدالة بمحاكاة قرار استثماري منطقي يعتمد على اتجاه السوق المالي.

$$4 - \text{تثبيت قيمة الاستثمار الشهري } 150 \text{ مليار دج}$$

شرح الصيغة:

-تم اعتماد مبلغ استثماري ثابت قدره 150 مليار دينار جزائري في كل فترة استثمارية.

-تمثل هذه القيمة مبلغاً افتراضياً يمكن لصندوق ضبط الإيرادات توظيفه داخل السوق المالية الجزائرية.

5 - حساب الأرباح أو العائد الشهري:

$$IF(E3="شراء",F3*C3,0)$$

شرح الصيغة:

E3 - تمثل خلية قرار الاستثمار.

F3 - تمثل قيمة الاستثمار الثابت.

C3 - تمثل نسبة العائد الشهري.

- إذا كان القرار "شراء" يتم حساب الأرباح.

- إذا كان القرار "انتظار" يتم تسجيل قيمة صفرية لتجنب احتساب أرباح غير حقيقية.

6 - حساب قيمة المحفظة الاستثمارية:

$$F3+G3$$

شرح الصيغة:

F3 - تمثل المبلغ المستثمر.

G3 - تمثل الأرباح الشهرية.

- تقوم الصيغة بحساب القيمة الجديدة للمحفظة بعد إضافة الأرباح المحققة.

7 - حساب العائد التراكمي:

$$I2+G3$$

شرح الصيغة:

I2 - تمثل العائد التراكمي للفترة السابقة.

G3 - تمثل أرباح الفترة الحالية.