

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة محمد الصديق بن يحيى-جيجل-



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم علوم الاقتصادية

العنوان

مستقبل صناديق الثروة السيادية في ظل انخفاض أسعار النفط  
دراسة تقييمية لصندوق النرويج-أبوظبي-الكويت (2014-2018)

مذكرة مقدمة استكمالاً لمتطلبات نيل شهادة الماستر أكاديمي

تخصص: اقتصاد دولي

إشراف الأستاذ:

يونس مراد

إعداد الطالبين:

- حميود بلال

- بوعدل وليد

أعضاء لجنة المناقشة:

رئيساً	جامعة: جيجل	الأستاذ: بودخدخ كريم
مشرفاً ومقرراً	جامعة: جيجل	الأستاذ: يونس مراد
مناقشة	جامعة: جيجل	الأستاذ: بن شوفي نورالدين

السنة الجامعية: 2017-2018

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

## شكر

بداية احمد الله عزوجل الذي منحنا القوة و الصبر ووفقنا لإتمام هذا العمل على الصورة التي هو عليها الآن.

ونتقدم بالشكر الجزيل الى الأستاذ المشرف:

يونس مراد

الذي نكن له احتراماً خاصاً، اعترافاً منا بفضلته الكبير، من خلال إشرافه على مذكرتنا، والإرشادات والنصائح القيمة التي قدمها لنا والتي أفادتنا كثيراً في هذه الدراسة.

وإلى كل من ساعدنا من قريب أو من بعيد ولو بالكلمة الطيبة في انجاز هذا العمل طالبين من المولى عزوجل أن ينفع به غيرنا.

والحمد لله حتى يرضى

والحمد لله إذا رضي

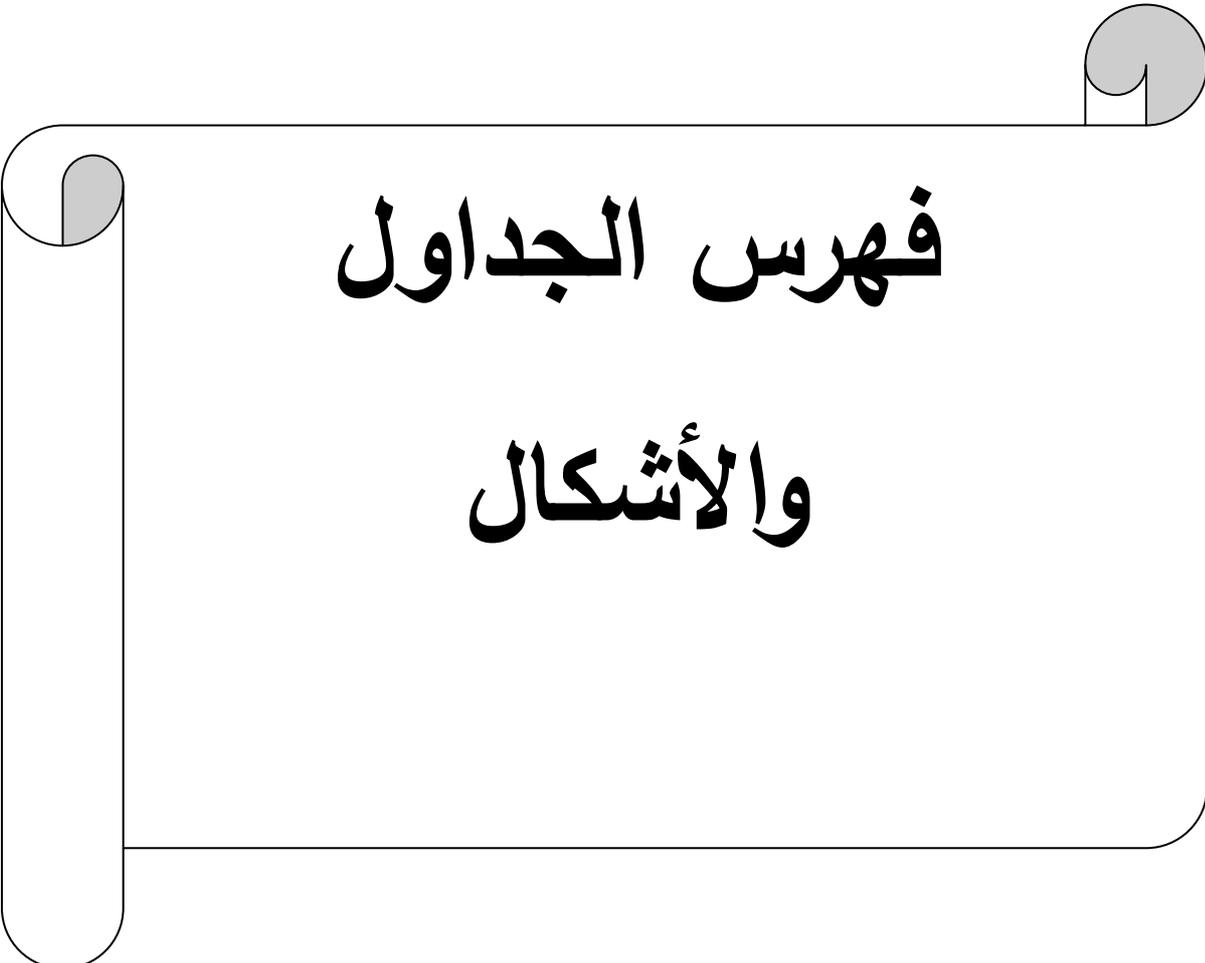
والحمد لله بعد الرضا



# فهرس المحتويات

رقم الصفحة	المحتويات
	إهداء
	شكر
II-IV	فهرس المحتويات
VI-VII	قائمة الجداول والأشكال
أ - ز	المقدمة
	<b>الفصل الأول : الإطار النظري لصناديق الثروة السيادية</b>
07	تمهيد
08	المبحث الأول : ماهية صناديق الثروة السيادية
08	المطلب الأول : تعريف صناديق الثروة السيادية
11	المطلب الثاني : نشأة صناديق الثروة السيادية
15	المطلب الثالث : أهمية وأهداف صناديق الثروة السيادية
17	المبحث الثاني : تصنيفات ،مصادر واستثمارات صناديق الثروة السيادية
17	المطلب الأول : تصنيفات صناديق الثروة السيادية
20	المطلب الثاني : مصادر صناديق الثروة السيادية
23	المطلب الثالث : استثمارات صناديق الثروة السيادية
26	المبحث الثالث : حوكمة صناديق الثروة السيادية ومؤشرات قياس أدائها
27	المطلب الأول : دور مبادئ سانتياغو في تعزيز حوكمة صناديق الثروة السيادية
29	المطلب الثاني : مؤشر ترومان
32	المطلب الثالث : مؤشر لينبرغ-مادول
34	خلاصة الفصل
	<b>الفصل الثاني : الاطار النظري للنفط</b>
35	تمهيد
36	المبحث الأول : مفهوم النفط ومكانته الاقتصادية
36	المطلب الأول : مفهوم النفط
40	المطلب الثاني : مكانة النفط في الاقتصاد العالمي
42	المطلب الثالث : مكانة النفط في اقتصاديات الدول النفطية

46	المبحث الثاني : الإطار العملي لسوق النفط
46	المطلب الأول : مفهوم السوق النفطي
48	المطلب الثاني : العوامل المؤثرة في تحديد اتجاهات السوق النفطية العالمية
54	المطلب الثالث : السعر النفطي
58	المبحث الثالث : أسباب وانعكاسات انهيار أسعار النفط في سنة 2014
58	المطلب الأول : أسباب انخفاض أسعار النفط
63	المطلب الثاني : انعكاسات انخفاض أسعار البترول على الدول المصدرة
65	المطلب الثالث : مستقبل أسعار النفط
67	خلاصة الفصل
	الفصل الثالث : آثار صناديق الثروة السيادية وواقعها
69	تمهيد
70	المبحث الأول : تأثير صناديق الثروة السيادية على القطاع المالي والحققي
70	المطلب الأول: الآثار الاقتصادية لصناديق الثروة السيادية
73	المطلب الثاني : مخاطر صناديق الثروة السيادية على النظام المالي الدولي
77	المبحث الثاني : واقع صناديق الثروة السيادية
77	المطلب الأول : تطور حجم صناديق الثروة السيادية خلال الفترة 2008-2017
79	المطلب الثاني : آثار انخفاض أسعار النفط على صناديق الثروة السيادية
83	المطلب الثالث : الآفاق المستقبلية لصناديق الثروة السيادية
86	المبحث الثالث : دراسة تقييمية لبعض تجارب صناديق الثروة السيادية السلعية
86	المطلب الأول : تجربة صندوق معاشات التقاعد النرويجي
94	المطلب الثاني : هيئة أبوظبي للاستثمار (ADIA)
99	المطلب الثالث : هيئة الاستثمار الكويتية (KIA)
107	خلاصة الفصل
109	الخاتمة
114	قائمة المراجع
	الملخص



فهرس الجداول

والأشكال

الصفحة	العنوان	الرقم
12	الصناديق السيادية في بعض الدول و سنوات إنشائها	01
20	مصادر وحجم أهم 20 صندوق سيادي في العالم	02
25	التوزيع الجغرافي وحجم صناديق الثروة السيادية حسب أهم المناطق التي تشتمل عليها	03
29	مكونات معيار الهيكلية	04
30	مكونات معيار الحوكمة	05
30	مكونات معيار المسائلة والشفافية	06
31	مكونات معيار سلوك الصناديق	07
32	مكونات مؤشر "الينبرغ -مادول"	08
41	الاستهلاك العالمي للنفط خلال الفترة (2012-2016)	09
43	أهم الدول والمناطق النفطية في العالم سنة 2015	10
62	إنتاج إيران من النفط خلال الفترة 2009-2014	11
63	إنتاج العراق من النفط خلال الفترة 2009-2015	12
77	تطور حجم صناديق الثروة السيادية خلال الفترة 2008-2017.	13
80	التغير في أصول مجموعة من الصناديق السيادية الممولة من مصادر نفطية خلال الصدمة النفطية الأخيرة.	14
82	استثمارات صناديق الثروة السيادية خلال فترة انخفاض أسعار النفط	15
91	تطور حجم أصول صندوق معاشات التقاعد النرويجي(2013-2017)	16
92	توزيع أصول صندوق معاشات التقاعد النرويجي	17
94	مراحل نشأة هيئة أبوظبي للاستثمار	18
97	مكونات المحفظة الاستثمارية لهيئة الاستثمار لأبوظبي	19
98	المحفظة المرجعية لهيئة أبوظبي للاستثمار حسب المناطق	20
100	مراحل تطور هيئة الاستثمار الكويتية	21
103	توزيع اصول محفظة الاستثمار الكويتية	22

104	التوزيع الجغرافي لاستثمارات هيئة الاستثمار الكويتية	23
105	توزيع صفقات هيئة الاستثمار الكويتية حسب القطاعات	24

ثانيا : فهرس الأشكال

الصفحة	العنوان	الرقم
13	تطور عدد صناديق الثروة السيادية منذ 1953	01
23	حجم الصناديق السيادية في العالم	02
24	استثمارات الصناديق السيادية حسب القطاعات	03
25	التوزيع الجغرافي للصناديق السيادية حول العالم	04
58	اتجاه أسعار النفط سنة 2014	05
59	تطور العرض والطلب النفطي في الفترة (2009-2015)	06
84	التقديرات الحالية والمستقبلية لقيمة أصول صناديق الثروة السيادية	07
89	الهيكل التنظيمي لصندوق معاشات التقاعد النرويجي	08
95	الهيكل التنظيمي لهيئة أبوظبي للاستثمار	09
96	مراحل إعداد وتنفيذ إستراتيجية الاستثمار في هيئة الاستثمار لأبوظبي	10
102	الهيكل التنظيمي لهيئة الاستثمار الكويتية	11

# المقدمة

تعتبر صناديق الثروة السيادية إحدى الوسائل المؤثرة في مجريات الاقتصاد العالمي ولاسيما في أوقات تقلب وتغير معطيات الأسواق المالية وأزماتها المتكررة ، كذلك التقلبات المتكررة في أسعار المواد الأولية خاصة في السنوات الأخيرة ، وقد اتخذت هذه الصناديق سيناريوهات حديثة في العلاقات المالية الدولية ، فهي أثبتت قدرة أكبر على دعم الأسواق المالية والتأثير فيها نحو توازن الأسواق المالية.

لقد أنشأت صناديق الثروة السيادية بهدف تقديم العديد من الحلول الممكنة لإدارة فائض الموارد المالية في البلدان النفطية بفعالية وكفاءة عالية ، وهذا نتيجة تراكم مبيعاتها الأساسية ومن خلال حقن السيولة في الأسواق المالية الدولية وقدرتها على الاستثمار لمواجهة التقلبات الدورية ولاسيما خلال الأزمات فإنها قد عملت على تحقيق الاستقرار في الأسواق الدولية وتعزيز الشفافية والرقابة ودعم الترويج العام من المدخرات طويلة الأجل وتحقيق العدالة في توزيع الثروة بين الأجيال والمساهمة في مواجهة الصدمات التي تتعرض لها اقتصادياتها المحلية والاقتصاد العالمي.

وتختلف أسباب إنشاء صناديق الثروة السيادية من اقتصاد إلى آخر وذلك على اختلاف طبيعة الأموال التي تتكون منها صناديق الثروة السيادية وموردها فضلا عن اختلاف الغايات الموضوعية لتلك الصناديق ، وفيما يخص البلدان المنتجة والمصدرة للنفط فإن صناديق الثروة السيادية فيها يمكن أن تؤدي إلى تحسين مستوى المؤشرات الاقتصادية الكلية للبلد ، لأن النفط والسلع الأخرى تؤدي إلى تدهور الفوائض المالية نتيجة الارتفاع المستمر لمعدل التضخم العالمي لهذا تستثمر هذه الفوائض المالية ، وبالتالي يقوم الصندوق بمساعدة البلدان على تحويل إيرادات السلع بدلا من أن تستهلك ، فيتم تحويلها إلى ادخارات وترشيد الاستهلاك والعمل على توظيفها استثماريا والحفاظ على الثروة للأجيال القادمة ، أما البلدان ذات الفوائض الكبيرة في الحساب الجاري واحتياطي العملات التي معظمها من بلدان آسيا فيمكنها للاستفادة من خلال نقل احتياطات النقد الأجنبي إلى صناديق الثروة السيادية في البلد وهذا ما يمكن من تقليل احتمالات المخاطرة والعوائد المالية على أصول المبالغ في المديين المتوسط والبعيد.

ومن خلال المستحقات السابقة الذكر يمكن طرح الإشكالية الرئيسية التالية :

**ما هو مستقبل صناديق الثروة السيادية في ظل انخفاض أسعار النفط ؟**

من خلال الإشكالية الرئيسية يمكن طرح الأسئلة الفرعية التالية :

- ما هي أسباب إنشاء صناديق الثروة السيادية وهل يقتصر وجودها على البلدان النفطية فقط ؟

- ما مدى نجاح صناديق الثروة السيادية في تجاوز أزمة انخفاض أسعار النفط ؟
- ما هي أهم التحديات التي تواجه صناديق الثروة السيادية؟

### فرضيات الدراسة:

- أما فرضيات الدراسة التي اعتمدها للإجابة على هذه التساؤلات فكانت كالآتي:
- تعتبر صناديق الثروة السيادية أداة حديثة النشأة وتصنف ضمن مصادر التمويل المحلي كما تتواجد هذه الصناديق سواء في الدول النفطية وغيرها من دول العالم غير النفطية.
  - تسعى صناديق الثروة السيادية إلى تنويع استثماراتها والتخلص من التبعية للنفط وتقليل مخاطر انهيار أسعار النفط.
  - يعتبر ظهور الأزمات المالية وانخفاض أسعار النفط من أهم التحديات التي تواجه صناديق الثروة السيادية.

### أهداف الدراسة:

- تتمحور أهداف الدراسة حول النقاط التالية:
- دراسة أهم التطورات التي شهدتها أسعار النفط وأهم أسباب انخفاضها في السنوات الأخيرة.
  - معرفة مدى تأثير انخفاض أسعار النفط على صناديق الثروة السيادية.
  - إثراء المكتبة الجامعية بدراسة جديدة قد تكون حافزاً للباحثين لإنجاز دراسات مكتملة.

### أهمية الدراسة : يتناول موضوع الدراسة أهمية ما يلي:

لقد قامت الكثير من الدول النفطية بإنشاء هذه الصناديق ، وتعددت مفاهيمها ومضمونها ، وأهميتها وسبل إدارة أصولها ، وأحجامها ، وشفافيتها إذ اتجهت أغلب الدول إلى إنشاء صندوق الثروة السيادي من أجل استثمار الفوائض النفطية واستخدامها في تمويل مختلف السياسات الاقتصادية والبرامج التنموية ، وعلى الرغم من تعدد أهداف صناديق الثروة السيادية وتنوعها ، إلا أن أغلبها يسعى إلى خلق مصدر بديل عن النفط يمكن الاعتماد عليه في المستقبل ، وضمان حقوق مشاركة الأجيال وضمان تحقيق الاستقرار

الاقتصادي والمالي للدولة المالكة في ظل التقلبات التي تشهدها أسعار النفط في السنوات الأخيرة وتأثيرها في حجم أصول صناديق الثروة السيادية ونشاطاتها الاستثمارية، كما أن انخفاض أسعار النفط أدى إلى تلاشي بعض صناديق الثروة السيادية إلى جانب تراجع قيمة أصولها المالية نتيجة استخدام الفوائض الموجودة بهذه الصناديق في تمويل العجز بالموازنة العامة مثلما حدث في الجزائر من خلال صندوق ضبط الإيرادات.

### دوافع اختيار الموضوع:

نلخص دوافع اختيار الموضوع فيما يلي:

- كون الموضوع يندرج ضمن تخصص الاقتصاد الدولي.
- حداثة الموضوع وقلة الدراسات عليه.
- أهمية الموضوع وخصوصا بعد انخفاض أسعار النفط التي حدثت في الآونة الأخيرة.
- محاولة إثراء المكتبة بموضوع صناديق الثروة السيادية ، ولندرة الدراسات حول هذا الموضوع.

### حدود الدراسة:

تمتد الحدود الزمنية لهذه الدراسة ابتداء من نهاية سنة 2014 التي عرفت انخفاض أسعار النفط إلى غاية سنة 2017 ، أما فيما يخص الحدود المكانية فتتمثل في دراسة بعض الصناديق السيادية على غرار صندوق النرويج والإمارات والكويت باعتبارها تجارب رائدة في هذا المجال.

### منهج الدراسة:

بهدف الإلمام بجوانب موضوع البحث تم الاعتماد على المنهج الوصفي الذي يسمح الجانب النظري للبحث المتمثل في إظهار الإطار العام للصناديق السيادية وكذلك واقع النفط في الأسواق العالمية وانخفاض أسعار النفط إلى جانب المنهج التحليلي وذلك لتحديد تأثير انخفاض أسعار النفط على صناديق الثروة السيادية ، إلى جانب تحليل البيانات الموجودة في الأشكال والجداول كما تم الاعتماد على المنهج التاريخي من أجل دراسة نشأة وتطور صناديق الثروة السيادية.

### صعوبات الدراسة:

عند قيامنا بدراسة هذا الموضوع واجهتنا العديد من الصعوبات كان أهمها ما يلي:

- ندرة المراجع الخاصة بموضوع الدراسة.
- عدم توفر الإحصائيات الحديثة الرسمية.
- وجود اختلاف في بعض الإحصائيات الخاصة بموضوع الدراسة.

### الدراسات السابقة:

الدراسة الأولى : بوفليح نبيل ، دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية الواقع والآفاق مع الإشارة إلى حالة الجزائر ، أطروحة دكتوراه (غير منشورة) ، تخصص نقود ومالية ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة الجزائر ، 2011.

ولقد كانت إشكالية الدراسة على النحو التالي:

**كيف يمكن لصناديق الثروة السيادية أن تساهم في تمويل اقتصاديات الدول النفطية في ظل التقلبات التي تسجلها أسعار النفط وعدم اليقين الذي يسود أسواقها حاليا وعلى المدى البعيد ، وما موقع تجربة الجزائر من ذلك ؟**

كما قام الباحث باستعمال المنهج الوصفي والمنهج التحليلي الذي يساعد على وصف الموضوع محل البحث وربط الأسباب بالنتائج ، كما استخدم المنهج الاستقرائي لتحليل واستقراء المعطيات والبيانات المرتبطة بموضوع البحث ، كما اعتمد الباحث على مجموعة من الدراسات والبحوث في هذا المجال والتي لا تزال في مراحلها الأولى وعلى سبيل الذكر لا الحصر نذكر:

- سفين بيرينت" صناديق الثروة السيادية الخليجية ،"إدارة الثروة في زمن الاضطراب" ، ب حث منشور من طرف مؤسسة كارنيغي للسلام الدولي ، فبراير 2009.
  - ماجد عبد الله المنيف"صناديق الثروة السيادية ودورها في إدارة الفوائض النفطية"، بحث منشور في مجلة النفط والتعاون العربي التي تصدر عن منظمة الدول العربية المصدرة للبترول ، ربيع 2009.
  - إدوين ترومان " مشروع الممارسات الأمثل لصناديق الثروة السيادية "بحث منشور في مجلة الاقتصاد المالي الصادرة عن جمعية الاقتصاد المالي الفرنسية، عدد خاص بصناديق الثروة السيادية، 2009.
- في نهاية الدراسة توصل إلى النتائج التالية:

- يعتبر النفط بمختلف أنواعه السائل والغازي والصلب أهم مصدر للطاقة حاليا بالنظر للخصائص التي تميزه عن المصادر الأخرى والمتمثلة أساسا في الوفرة النسبية وسهولة الاستغلال وملائمته للتكنولوجيا المستخدمة حاليا ، كما يعتبر مصدر غير متجدد مما يجعله أهم سلعة اقتصادية يتم تبادلها على المستوى العالمي.

- صناديق الثروة السيادية عبارة عن أوعية استثمارية مدارة بطريقة مباشرة أو غير مباشرة من قبل الحكومة ويتم تمويلها عن طريق الفوائض المالية المحققة في ميزان المدفوعات أو الموازنة العامة للدولة ، كما أن مجال نشاطها قد يكون داخلي أو خارجي.
  - تختلف مبررات ودوافع إنشاء صناديق الثروة السيادية من بلد لآخر إلا أن أهمها يتمثل في الاستعداد للنضوب الطبيعي للموارد الطبيعية ، والحاجة إلى إيجاد أصول جديدة لتعويض الانخفاض المحتمل في الدخل القومي ، كما أن عدم قدرة اقتصاديات الدول على امتصاص واستيعاب الفوائض المالية المحققة يعد سببا مهما في لجوء هذه الدول إلى إنشاء صناديق الثروة السيادية من أجل استثمار هذا الفائض خارج الوطن والتخفيف من الانعكاسات السلبية للتدفقات المالية الناتجة عن الثروة الطبيعية.
- الدراسة الثانية : سليمان عبد الكريم ، دور صناديق الثروة السيادية في ترشيد الإيرادات النفطية العربية مع الإشارة حالة أبوظبي ، مذكرة ماجستير (غير منشورة) ، تخصص اقتصاد دولي ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة بسكرة ، الجزائر ، 2014.

ولقد كانت إشكالية الدراسة على النحو التالي:

### مدى فعالية صناديق الثروة السيادية في الاستغلال الأمثل للعوائد النفطية العربية ؟

كما قام الباحث باستعمال المنهج الوصفي و المنهج التحليلي ، المنهج الوصفي الذي يوصف أجزاء الدراسة وذلك من خلال إعطاء صورة واضحة وسهلة للفهم ، أما المنهج التحليلي فهو يثري البحث أكثر ويزيد من تبسيط وتحليل الدراسة من خلال بيانات وأرقام يتم صياغتها في شكل جداول وأشكال والتي تعطي الدراسة مزيدا من الفهم والإثراء ، كما اعتمد الباحث على مجموعة من الدراسات والبحوث في هذا المجال والتي لا تزال في مراحلها الأولى وعلى سبيل الذكر لا الحصر نذكر:

- زواري فرحات سليمان ، دور صناديق الثروة السيادية في ظل الأزمة المالية العالمية الراهنة (دراسة مقارنة لحالة النرويج والجزائر) رسالة ماجستير ،جامعة الجزائر 3 ، الجزائر ، 2011.
- بوفليح نبيل ، دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية الواقع والآفاق مع الإشارة إلى حالة الجزائر ، أطروحة دكتوراه (غير منشورة) ، تخصص نقود ومالية ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة الجزائر ، 2011.

وفي نهاية الدراسة توصل إلى النتائج التالية:

- تشهد صناديق الثروة السيادية العربية تطورا كبيرا ومستمرًا سواء من حيث حجمها أو عددها ، ويعود هذا إلى تبني العديد من البلدان العربية ذات الفوائض المالية النفطية خاصة مع الارتفاعات الحاصلة مؤخرا في أسعار النفط إلى إنشاء صناديق الثروة السيادية.
- تعتبر صناديق الثروة السيادية ضرورة وحلا استراتيجيا للدول العربية ذات الفوائض النفطية من أجل ترشيد هذه الفوائض ، ولكن بشرط استثمارها بأحسن شكل ، وفرض الرقابة الصارمة اللازمة عليها من قبل الهيئات المعنية ، للحفاظ على المال العام.
- صناديق الثروة السيادية في السنوات القادمة سوف يكون لها دور أكبر في المنظومة المالية العالمية لما أظهرته من نمو سريع في حجم أصولها وتضاعف في عددها.

#### تقسيمات الدراسة:

من أجل الإلمام بجوانب الموضوع تم تقسيم هذه الدراسة إلى الفصول التالية :

**الفصل الأول : الإطار النظري لصناديق الثروة السيادية :** في محاولة للإحاطة بالموضوع كاملا قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث ، حيث تناولنا في المبحث الأول ماهية صناديق الثروة السيادية ، أما المبحث الثاني فيتعلق بموارد واستثمارات والتوزيع الجغرافي لصناديق الثروة السيادية ، وتطرقنا في المبحث الثالث إلى حوكمة الصناديق السيادية ومؤشرات قياس أدائها.

**الفصل الثاني : الإطار النظري للنفط :** لدراسة هذا الفصل قمنا لتخصيص ثلاثة مباحث ، تناولنا في المبحث الأول مفهوم النفط ومكانته الاقتصادية ، وقمنا بتخصيص المبحث الثاني للإطار العملي لسوق النفط ، ووضحنا في المبحث الثالث أسباب وانعكاسات انهيار أسعار النفط في سنة 2014.

**الفصل الثالث : تأثيرات صناديق الثروة السيادية وواقعها :** قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث ، حيث خصصنا المبحث الأول لدراسة تأثير صناديق الثروة السيادية على القطاع المالي والحقيقي ، أما في المبحث الثاني فقد تطرقنا إلى واقع صناديق الثروة السيادية ، أما في المبحث الثالث فقد قمنا بدراسة تقييمية لبعض صناديق الثروة السيادية السلعية.

## الفصل الأول: الإطار النظري لصناديق الثروة السيادية

المبحث الأول: ماهية صناديق الثروة السيادية

المبحث الثاني: موارد واستثمارات، والتوزيع الجغرافي لصناديق الثروة السيادية

المبحث الثالث: حوكمة صناديق الثروة السيادية ومؤشرات قياس أدائها

تمهيد:

تشهد الساحة الاقتصادية العالمية حالياً جدلاً متزايداً حول ظاهرة صناديق الثروة السيادية وهي ظاهرة حديثة وقديمة في نفس الوقت، حيث يرجع تاريخ ظهورها إلى منتصف عقد الخمسينات من القرن العشرين إلا أنها لم تلقى نفس الاهتمام الذي تشهده حالياً حيث كثر الحديث عنها وتباينت ردود أفعال مختلف الأطراف حول دورها ومكانتها في النظام المالي العالمي.

كما ساهم تحقيق بعض الدول لفوائض مالية معتبرة نتيجة ارتفاع أسعار المنتجات والمواد الأولية في الأسواق الدولية في إعطاء نفس جديد لصناديق الثروة السيادية، حيث سجلت هذه الأخيرة تزايداً مضطرباً في أعدادها وتطوراً مهماً في أصولها ونوعية تدخلها في الأسواق المالية العالمية، مما أدى إلى جذب انتباه الرأي العام العالمي نحوها.

ومن أجل الإلمام بمختلف الجوانب الرئيسية لصناديق الثروة السيادية تم تقسيم هذا الفصل إلى:

المبحث الأول: ماهية صناديق الثروة السيادية.

المبحث الثاني: موارد واستثمارات، والتوزيع الجغرافي لصناديق الثروة السيادية.

المبحث الثالث: حوكمة صناديق الثروة السيادية ومؤشرات قياس أدائها.

## المبحث الأول : ماهية صناديق الثروة السيادية

يعتبر مفهوم صناديق الثروة السيادية من المفاهيم القديمة إلا أن بروز هذا المصطلح تحقق مؤخرًا بفضل اجتماع العديد من الظروف الاقتصادية التي شهدتها الاقتصاد الدولي ، لذلك سنتطرق من خلال هذا المبحث إلى تعريف صناديق الثروة السيادية ونشأتها وكذا مميزاتها ، أهميتها ، أهدافها .

### المطلب الأول : تعريف صناديق الثروة السيادية

#### أولاً : تعريف صناديق الثروة السيادية

لا يوجد تعريف موحد لصناديق الثروة السيادية ، وهذا يعود لعدم وجود اتفاق عالمي موحد حول ما يمكن اعتباره صندوق سيادي ، ونتيجة لهذا سنقوم بطرح مختلف التعريفات حول ما يعرف بصناديق الثروة السيادية أهمها:

#### 1-تعريف صندوق النقد الدولي : "صناديق الثروة السيادية عبارة عن صناديق استثمار ذات غرض خاص

تملكها الحكومة العامة ، وتنشئ الحكومة العامة صناديق الثروة السيادية لأغراض اقتصادية كلية ، وهي تحتفظ بالأصول أو تتولى توظيفها أو إدارتها لتحقيق أهداف مالية مستخدمة في ذلك استراتيجيات استثمارية تتضمن الاستثمار في الأصول المالية الأجنبية ، وتتسم صناديق الثروة السيادية بتنوع هياكلها المنظمة للجوانب القانونية والمؤسسية وممارسات الحكومة ، وهي مجموعة متغايرة الخصائص ، فمنها صناديق استقرار المالية العامة وصناديق المدخرات ومؤسسات استثمار الاحتياطيات ، وصناديق التنمية وصناديق الاحتياطيات الغير مقترنة بالالتزامات التقاعدية الصريحة"<sup>1</sup>.

#### 2-تعريف منظمة التعاون و التنمية الاقتصادية « OCDE »: "صناديق الثروة السيادية عبارة عن مجموعة

من الأصول المالية المملوكة والمدارة بطريقة مباشرة أو غير مباشرة من طرف الحكومة لتحقيق أهداف وطنية والممولة إما باحتياطيات الصرف الأجنبي أو صادرات الموارد الطبيعية أو الإيرادات العامة للدولة أو أية مداخيل أخرى"<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> International monetary fund ,Sovereign wealth funds A work agenda, working paper ,Washington,2008,p:26.

<sup>2</sup> A. Blundell Wignall, Yu-Wei Hu Juan Yermo, Sovereign Wealth and Pension Fund Issues. OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions Wo:14. "2008". OECD Publishing France,P:04

**3-تعريف معهد صناديق الثروة السيادية :** "الصندوق السيادي عبارة عن صندوق استثمار حكومي مكون من أصول مالية من أسهم وسندات وغيرها من الأدوات المالية ، علما أن موارد الصندوق تتشكل من فائض ميزان المدفوعات أو الموازنة العامة أو نواتج عمليات الخصخصة أو إيرادات الصادرات السلعية ، وبالتالي فإن صندوق الثروة السيادي لا يتضمن صناديق التقاعد الحكومية والشركات الاقتصادية المملوكة للدولة بالإضافة إلى احتياطات الصرف المدارة من قبل السلطات النقدية والمستعملة لتحقيق أهداف السياسة النقدية"<sup>1</sup>.

من خلال التعريفات السابقة يمكن تعريف صندوق الثروة السيادي بأنه عبارة عن أداة مالية مستحدثة ومدارة بطريقة مباشرة أو غير مباشرة من قبل الحكومة لأغراض استثمارية أو ادخارية ويتم تمويله من عدة مصادر منها الفوائض المالية المحققة في ميزان المدفوعات أو الموازنة العامة للدولة أو من خلال عمليات الخصخصة أو احتياطات الصرف الأجنبي.

#### ثانيا: مميزات صناديق الثروة السيادية

من المهم الإشارة إلى ان صناديق الثروة السيادية تتميز عن غيرها من الهيئات المالية الأخرى بمجموعة من الخصائص والتي يمكن ذكرها فيما يلي<sup>2</sup>:

- تتميز عن البنوك المركزية من حيث أهدافها ، فهي تسعى إلى الاستثمار وليس إلى إدارة السياسة النقدية وسياسة الصرف ، ويغلب على محفظة اصولها الاستثمار في الأسهم ، في حين أن البنوك المركزية ولكونها ملزمة بالاحتفاظ بمستوى معين من السيولة لمواجهة التغيرات في أسعار الصرف ، تستثمر أساسا في السندات ، هذا وبالرغم من أن بعض الدول مثل الصين والنرويج توكل مهمة إدارة صناديقها السيادية إلى أقسام في البنوك المركزية.
- تتميز عن صناديق المعاشات العمومية لكون موارد هذه الأخيرة تأتي أساسا من الاشتراكات من جهة وهي تهدف إلى تمويل معاشات الأجيال القادمة من جهة أخرى.
- تتميز عن المؤسسات ، حيث تأخذ المؤسسات العمومية شكل شركات تجارية وتخضع بموجب ذلك للقانون التجاري ، والأمر ليس كذلك بالنسبة للصناديق السيادية التي هي عبارة عن صناديق

<sup>1</sup>بوفليح نبيل ، دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية - الواقع و الآفاق ، أطروحة دكتوراه(غير منشورة) ، تخصص نقود و مالية ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة الجزائر ، الجزائر ، 2011 ، ص:101.

<sup>2</sup>عبد المجيد قدي ،مرجع سبق ذكره ،ص :02.

استثمار ووظيفة الشركات الأساسية هي إنتاج السلع والخدمات في حين أن الوظيفة الأساسية لصناديق الثروة السيادية هي استثمار الأصول المالية.

كما يمكن توضيح الفرق بين الصناديق السيادية وبعض الصناديق الأخرى فيما يلي:

**1- صناديق الاستثمار :** هي مؤسسات مالية تقوم بالاستثمار الجماعي للأوراق المالية عن طريق تجميع المدخرات لعدد كبير من المستثمرين بموجب صكوك أو وثائق استثمارية موحدة القيمة ثم تعيدها إلى جهة أخرى تسمى مدير الاستثمار ، لتستثمر هذه المدخرات في الأوراق المالية لصالح المدخرين والمستثمرين معا.

### 1-1 الفرق بين صناديق الثروة السيادية وصناديق الاستثمار

- درجة إفصاح وشفافية فيما يتعلق بعمل صناديق الاستثمار في حين عدم توفر الإفصاح والشفافية حول عمل الصناديق السيادية وحجم عوائد استثماراتها وكيفية توزيعها.
- تعود ملكية أصول صناديق الاستثمار إلى المستثمرين فيه ، في حين أن ملكية الصناديق تعود للدولة.
- يتمثل الهدف الرئيسي لصناديق الاستثمار في تعظيم أرباح المستثمرين فيها ، في حين ان الهدف الرئيسي لصناديق الثروة السيادية هو تحقيق الحماية والاستقرار في الميزانية والاقتصاد من التقلبات المفردة في الإيرادات والصادرات.
- الرقابة الحكومية على نشاط صناديق الاستثمار ضعيفة مقارنة مع الرقابة المفروضة على نشاط الصناديق السيادية التي تخضع لرقابة قوية.
- صغر حجم صناديق الاستثمار لأن أصولها عبارة عن أموال المستثمرين مقارنة مع حجم الصناديق السيادية لأن أصولها عبارة عن فوائض الميزانية<sup>1</sup>.

**2- صناديق التحوط :** هي عبارة عن أوعية استثمارية تضم عددا من المستثمرين لا يزيد غالبا على نحو 499 مستثمر ، وتقوم فلسفة تلك الصناديق على ضمان تحقيق ربح للمستثمرين فيها بصرف النظر عما قد يحدث في أسواق العالم من تقلبات ، وقد سميت بهذا الاسم نظرا لأنها تتبنى استراتيجية استثمارية تهدف إلى التحوط أو الحيلة من مخاطر التعرض لأي خسارة.

<sup>1</sup>نزیه عبد المقصود مبروك ، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي ، دار الفكر الجامعي ، الإسكندرية ، 2006 ، ص:89.

## 1-2 الفرق بين الصناديق السيادية وصناديق التحوط

- استثمار صناديق التحوط هو وعاء استثماري خاص يضم عددا محددا من المستثمرين لا يزيد في الأغلب عن 499 مستثمرا غرضه الاستثمار في الأوراق المالية ، أما الصناديق السيادية فعبارة عن فوائض ميزان المدفوعات والميزانية العامة.
- صناديق التحوط غير خاضعة للتسجيل تحت أنظمة الجهات الرقابية المكلفة بمراقبة الصناديق الاستثمارية لأنها عبارة عن عقد شركة بين المستثمر والجهة المديرة للصندوق ، أما الصندوق السيادي فتابع للحكومة ، أي يخضع لرقابة الدولة.
- الاستثمار في صناديق التحوط أكثر مخاطرة مقارنة بصناديق الثروة السيادية<sup>1</sup>.

### المطلب الثاني : نشأة صناديق الثروة السيادية

لا تعتبر صناديق الثروة السيادية ظاهرة جديدة ، بل ترجع نشأتها إلى خمسينيات القرن العشرين عندما أنشأت دولة الكويت هيئة الاستثمار الكويتية « KIA » سنة 1953<sup>2</sup>.

ومن المهم الإشارة إلى أن هناك علاقة متينة بين تأسيس الصناديق السيادية وتطور أسعار الموارد الطبيعية عامة وسعر النفط خاصة ، فبعد فترة وجيزة من الارتفاعات التي طرأت على سعر النفط في سنة 1973 سجلت الصناديق السيادية ارتفاعا كبيرا في عددها وفي قيمة أصولها المستثمرة ، وابتداء من 1996 شهد العالم ثانية تطورات كبيرة في تأسيس الصناديق السيادية المرتكزة على عوائد الموارد الطبيعية وعلى فوائض الاحتياطي الأجنبي<sup>3</sup>.

والجدول الموالي يبين تاريخ إنشاء بعض الصناديق السيادية في العالم ومصادر دخلها:

<sup>1</sup>أياد حمادة ، إدارة الصناديق السيادية وصناديق التحوط ، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ، تخصص إدارة أعمال ، جامعة دمشق ، سوريا ، 2009 ، ص:16.

<sup>2</sup>عبد المجيد قدي ، الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة ، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا ، مخبر العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة الشلف ، العدد السادس ، 2010 ، ص:02.

<sup>3</sup>شعبان فرج ، مريم دباغي ، صناديق الثروة السيادية ومساهمتها في رسم المشهد المالي العالمي ، مداخلة ضمن ملتقى حول : موقع صناديق الثروة السيادية ضمن النظام المالي العالمي ودورها في تحقيق الاستقرار يومي 29-30 أبريل 2015 بجامعة خميس مليانة ، ص :04.

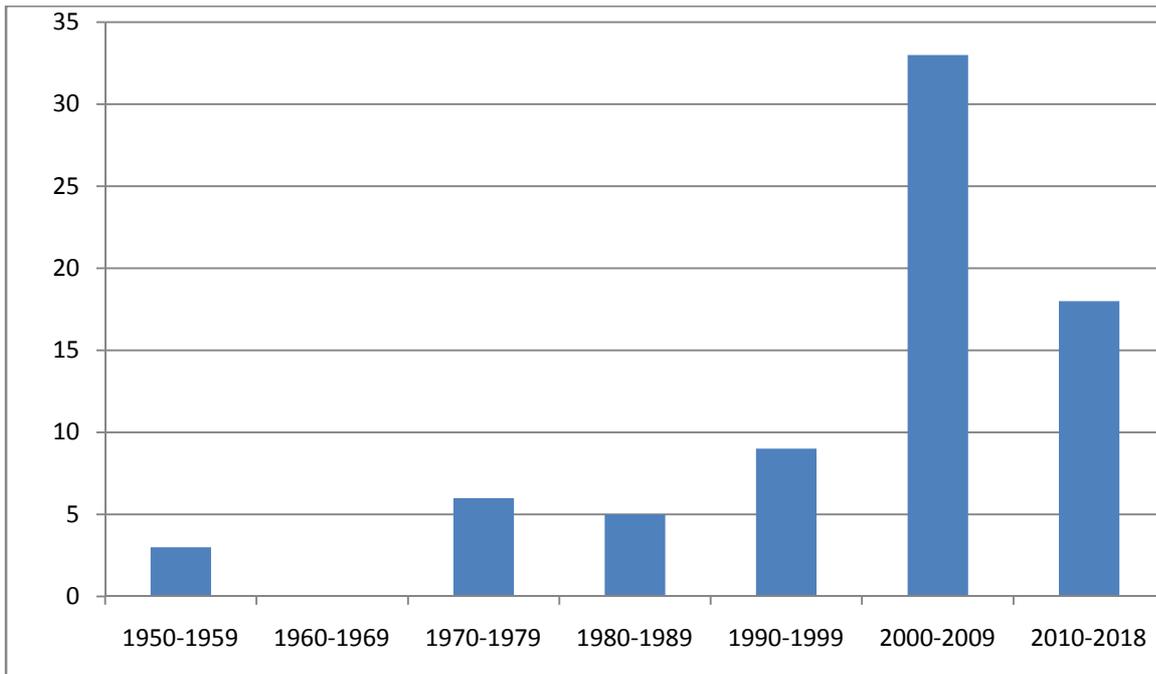
الجدول رقم (01):الصناديق السيادية في بعض الدول و سنوات إنشائها.

البلد	اسم الصندوق	تاريخ الانشاء	مصدر عوائد الصندوق
الكويت	هيئة الاستثمار الكويتية	1953	النفط
سنغافورة	Temasek Holdings	1974	مصادر غير سلعية
الإمارات العربية المتحدة	هيئة الاستثمار أبوظبي	1976	النفط
كندا	Le Fonds Du Patrimoine De l'Alberta	1976	النفط
عمان	صندوق الاحتياطي العام للدولة	1980	الغاز/النفط
برونواي	وكالة الاستثمار لبرونواي	1983	النفط
النرويج	صندوق المعاشات الحكومي	1990	النفط
ماليزيا	Khazanah National bhd	1993	النفط
بوتسوانا	Fonds Pula	1994	الماس/المعادن
فينزويلا	FEM	1998	النفط
البيرو	صندوق تحقيق الاستقرار المالي	1999	مصادر غير سلعية
كازاخستان	صندوق كازاخستان الوطني	2000	النفط
الجزائر	صندوق ضبط الموارد	2000	الغاز/النفط
ايرلندا	صندوق ايرلندا للاستثمارات الاستراتيجية	2001	مصادر غير سلعية
غينيا الاستوائية	صندوق الأجيال القادمة	2002	النفط
العراق	صندوق التنمية من أجل العراق	2003	النفط
فلسطين	صندوق الاستثمار الفلسطيني	2003	مصادر غير سلعية
قطر	هيئة الاستثمار القطرية	2005	الغاز/النفط
كوريا الجنوبية	شركة الاستثمار الكورية	2005	مصادر غير سلعية
استراليا	الصندوق الاسترالي للمستقبل	2006	مصادر غير سلعية
ليبيا	صندوق احتياطي النفط	2006	النفط
الصين	شركة استثمار الصين	2007	مصادر غير سلعية
الشيلي	صندوق الاستقرار الاقتصادي	2007	نحاس
ايطاليا	الصندوق الايطالي الاستراتيجي	2011	مصادر غير سلعية
كازاخستان	الهيئة الوطنية للاستثمار	2012	النفط
المكسيك	صندوق النفط المكسيكي	2014	الغاز/النفط

Source: <http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings>. Consulte Le 08-02-2018

نلاحظ من خلال الجدول أن إنشاء أول صندوق ثروة سيادي كان بدولة الكويت سنة 1953 ، وخلال السبعينات من القرن الماضي تم تأسيس بعض صناديق الثروة السيادية نذكر منها صندوق سنغافورة سنة 1974 وهيئة أبوظبي للاستثمار سنة 1976 ، كما لم يشهد عقد الثمانينات نشاطا يذكر فيما يتعلق بإنشاء صناديق الثروة السيادية باستثناء صندوق الاحتياطي العام للدولة العماني الذي أنشأ سنة 1980 ووكالة الاستثمار لبرونواي سنة 1983 ، واستمر إنشاء الصناديق السيادية خلال عشرية التسعينات من القرن الماضي حيث تم إنشاء عدد معتبر من الصناديق السيادية ، إلا أن أكبر عدد من الصناديق السيادية تم إنشائه كان في بداية الألفية الثالثة ، والشكل الموالي يبين تطور عدد الصناديق السيادية منذ إنشاء أول صندوق سنة 1953 إلى حد الآن:

الشكل رقم (01): تطور عدد صناديق الثروة السيادية منذ 1953.



المصدر: من إنجاز الطالبين بالاعتماد على معطيات الجدول السابق.

من خلال الشكل نلاحظ أن عدد الصناديق السيادية في الفترة (1959-1950) التي تلت إنشاء أول صندوق سيادي ، لم يتجاوز الـ 3 صناديق ، كما لم يلاحظ إنشاء أي صندوق سيادي في العشرية التي تلتها (1969-1960) وبقي عدد الصناديق على حاله ، أما في الفترة ما بين (1979-1970) والتي عرفت ارتفاعا في أسعار المواد الأولية خاصة النفط فقد شهد العالم تأسيس 5 صناديق سيادية تعود أغلبها للدول النفطية ، وتواصل إنشاء صناديق الثروة السيادية على المستوى العالمي خلال الفترتين التاليتين بنفس الوتيرة

تقريباً حيث تم إنشاء 14 صندوق سيادي بنهاية فترة (1990-1999) ، وخلال الفترة ما بين (2000-2009) والتي عرفت ارتفاعاً غير مسبوق في أسعار المواد الأولية وخاصة النفط تم إنشاء عدد كبير جداً من صناديق الثروة السيادية والذي بلغ 33 صندوق موزعة على أغلب الدول المصدرة للنفط والمواد الأولية ، أما الفترة الأخيرة فشهدت إنشاء 18 صندوق سيادي موزعة على مختلف الدول النفطية وغير النفطية وهذا راجع إلى الشهرة التي اكتسبتها هذه الصناديق وخصائصها التي ساعدت الدول المالكة لها.

أما مبررات ودوافع إنشاء صناديق الثروة السيادية فتتباين من بلد لآخر، وذلك حسب مميزات وخصائص الهيكل الاقتصادي ومصدر الفائض المالي المحقق وهناك عدة اعتبارات لإنشاء صناديق للادخار أو للأجيال القادمة<sup>1</sup>:

- نزوب الموارد الطبيعية ، والحاجة إلى بناء أصول أخرى تدر دخلاً للأجيال ، تعويض نزوب الأصل الحالي واستغلال إيراداته من قبل الجيل الحالي ، وهو ما اصطلح عليه بالعدالة بين الأجيال.
- الطاقة الاستيعابية للاقتصاد الوطني وإمكانات تنويع قاعدته ، وهذه تعتمد على حجم الاحتياطي والإنتاج ، وبالتالي حجم العائدات بالنسبة للفرد وكذلك حجم الاقتصاد مقارنة بتلك العائدات ، وعوامل أخرى مرتبطة بالإمكانات الحالية والممكنة لذلك الاقتصاد وهذا يعني أن اقتصاديات البلدان صغيرة الحجم قليلة السكان ، وذات إمكانات التنويع المحدودة يكون لديها حافز أكبر لإنشاء صناديق لادخار أو استثمار العوائد النفطية.
- إن وجود انعكاسات سلبية للتدفقات المالية الناتجة عن الثروة الطبيعية ، أو ما يعرف بأثر المرض الهولندي على اقتصاديات الدول المالكة لها ، يفرض عليها إنشاء آلية لادخار الفائض المالي أو استثماره خارجياً للحفاظ على استقرار النشاط الاقتصادي وحماية القطاع الصناعي من تداعيات هذا المرض.
- إن تعرض احتياطات الصرف الأجنبي لمخاطر مرتبطة بتقلبات معدلات الفائدة وسعر الصرف الأجنبي ، يفرض على الدول تنويع مجالات توظيف هذه الاحتياطات ، وهو ما يمكن القيام به عن

<sup>1</sup> ماجد عبد الله المنيف ، صناديق الثروة السيادية ودورها في إدارة الفوائض النفطية ، مجلة النفط والتعاون العربي ، منظمة الدول العربية المصدرة للبترول ، المجلد 35 ، العدد 129 ، 2009 ، الكويت ، ص ص: 210-211.

طريق إنشاء صناديق سيادية تقوم باستثمار جزء من هذه الاحتياطات في أصول مالية متنوعة مما يؤدي إلى التقليل من المخاطر.

- يمكن لصناديق الثروة السيادية أن تساعد في نقل التكنولوجيا إلى الدول المالكة ،حيث تؤدي الاستثمارات المباشرة وغير المباشرة لهذه الصناديق في الدول المتقدمة إلى توسيع حجم المبادلات الاقتصادية بما فيها عمليات نقل التكنولوجيا والمعارف.

### المطلب الثالث : أهمية وأهداف صناديق الثروة السيادية

#### أولا :أهمية صناديق الثروة السيادية

تزايدت أهمية صناديق الثروة السيادية نتيجة للتطورات المالية والاقتصادية العالمية في وقتنا الحالي وتكمن أهمية صناديق الثروة السيادية في عدة نقاط نلخصها فيما يلي<sup>1</sup>:

- بلغت الصناديق السيادية أهميتها بعد عزوف مصارف كبرى عديدة عن الإقراض أو رفع نسبة الفائدة مما جعل تلك الصناديق تزداد وتتجه نحو الاستثمار في العقارات والطاقة والمؤسسات الصناعية الكبرى بعد أن كانت فقط تركز استثمارها في مجالات أسواق المال والسندات ، وبدأت في توفير مدخرات للأجيال القادمة وتنميتها ، لتقلل من آثار الأزمات المالية على الاقتصاديات المحلية ، ومعالجة العجز في الموازنة العامة ، ومازالت عمليات البحث عن الاستثمارات في الداخل والخارج جارية إلى يومنا هذا.
- المساهمة في تحقيق التوازن المالي العالمي ، والقيام باستثمارات خارجية وتمويل المؤسسات والشركات في حالات الاضطرابات المؤدية للتعثر.
- تساهم بتنويع مصادر الناتج المحلي الخام بتطوير أنشطة جديدة كما هو حال صندوق أبوظبي بتطويره للسياحة و الصناعة.
- توفير موارد دائمة و منتظمة للدول المالكة لها تكون غير مرتبطة بالمواد الأولية القابلة للنضوب.
- امتصاص الصدمات الناجمة عن الانخفاض المؤقت في أسعار المواد الأولية ، بحيث يسمح إنشاء الصناديق السيادية بتوفير مداخيل سنوية غير مرتبطة بأسعار المواد الأولية ، وتعمل على تغطية الصدمات الاقتصادية السلبية.

<sup>1</sup>عبد المجيد قدي ،مرجع سبق ذكره ،ص ص 06-07.

- المساهمة في تحقيق المزيد من الاستقرار الاقتصادي للدول بتتويع الاقتصاد بالتوسع في الأنشطة غير النفطية ، ما يعمل على تقليص الاعتماد على واردات السلع الاستهلاكية و من ثم تخفيض التضخم .
- قدرتها على أداء دور الاحتياط بالنسبة للدول المالكة لها من خلال تحويل جزء من عوائدها لصالح الأجيال المولودة بعد نضوب المواد الأولية.
- المساهمة في تنمية الدول المستقبلية لاستثمارات الصناديق بتمويل الهياكل القاعدية.

### ثانيا : أهداف صناديق الثروة السيادية

تتباين أهداف الصناديق السيادية باختلاف أنواعها ومبررات إنشائها كما تسعى صناديق الثروة السيادية لتحقيق العديد من الأهداف أهمها<sup>1</sup>:

- 1- دخل لتحقيق الاستقرار:** تم إنشاء هذه الصناديق أساسا للتصدي لتقلبات أسعار السلع الأساسية وبالتالي لضمان استقرار إيراداتها من صادرات هذه السلع ، حيث أن سوق السلع الأساسية وخاصة النفط يتسم بتقلبات حادة في أسعاره ، والدول التي تعتمد اقتصادياتها على صادرات هذه المنتجات تتحمل وطأة هذه التغيرات ، وبالتالي سيكون لهذا الصندوق دور في حماية الاقتصاد وتمويله ضد هذه التقلبات وتحل محل عائدات مستقرة ومتكررة لتفادي التقلبات في أسعار الموارد الطبيعية.
- 2- مدخرات للأجيال :** يتم إنشاء صناديق المدخرات للحفاظ على العائدات من الموارد الطبيعية غير المتجددة وبالتالي تكوين مدخرات لأجيال المستقبل ، فالمواد الخام والموارد ذات الصلة بها ، تتميز بالنضوب ما دفع بعض الدول ، التي تعتمد على هذه الموارد في اقتصادياتها ، إلى توجيهها في سبيل تحقيق العدالة بين الأجيال لتلبية احتياجات المستقبل ، عندما تستنفذ هذه الموارد الناضبة ، كما أن صناديق المدخرات والمعروفة أيضا بصناديق الأجيال تستخدم لتخصيص إيرادات الموارد مناصفة عبر الأجيال ، بتحويل أصول غير قابلة للتجديد إلى أصول مالية دائمة.
- 3- تمويل المعاشات التقاعدية :** تهدف بعض الصناديق السيادية لتمويل التزامات المعاشات التقاعدية وأنشئت هذه الصناديق من أجل مواجهة العجز في المستقبل لدفع المعاشات التقاعدية لشيخوخة الأشخاص نتيجة لتزايد النمو السكاني والقدرة على تغطية متطلبات التمويل في المستقبل المتعلقة بها.

<sup>1</sup>سليمانى عبد الكريم ، مرجع سبق ذكره ، ص ص: 15-23.

**4- الأداء الأمثل :** تهدف بعض الصناديق السيادية لتعظيم عائد الاحتياطات الأجنبية ، كما هو الحال في الشركات الاستثمارية للاحتياطات ، وتشتمل احتياطات النقد الأجنبي على جزء ضروري للسياسة النقدية وإدارة أسعار الصرف ، حيث يتحكم البنك المركزي بالاحتياطات الرسمية وتتم إدارتها بعناية فائقة على المدى القصير لتحقيق الهدف المزدوج المتمثل في السلامة والسيولة ، أما الجزء المتبقي من احتياطات النقد الأجنبي فتوضع في الصناديق السيادية ليتم استثمارها.

**5- التنوع الاقتصادي :** يضاف إلى المعضلة المالية العامة في البلدان النفطية وأبعادها التنموية معضلة أخرى تواجه تلك البلدان التي تعتمد اقتصادياتها على إنتاج وتصدير النفط ، والتي كانت وما تزال أهم هاجس لمخططي التنمية فيها وتتمثل المعضلة بالاستعداد لعصر ما بعد نضوب النفط لذلك كان هدف التنوع الاقتصادي أي تنوع مصادر الدخل الوطني أو تنوع مصادر الدخل الحكومي بتطوير القطاعات والإيرادات غير النفطية ، هدفا معلنا لمعظم البلدان النفطية.

### المبحث الثاني : تصنيفات ، مصادر واستثمارات صناديق الثروة السيادية

تعددت تصنيفات صناديق الثروة السيادية وفقا للمعيار المتبع في ذلك ، كما نجد أن تباين مصادر دخلها ما بين موارد نفطية وغير نفطية ، ونتيجة لكبر حجمها يلاحظ تنوع استثماراتها.

#### المطلب الأول : تصنيفات صناديق الثروة السيادية

تنشئ الحكومات صناديق الثروة السيادية لأسباب عديدة كما تختلف الصناديق السيادية باختلاف نوع المعيار المستخدم في التصنيف ، نذكر منها:

**1- وفقا لمجال عمل الصندوق :** تنقسم صناديق الثروة السيادية وفقا لهذا المعيار إلى ما يلي<sup>1</sup>:

**1-1 صناديق سيادية محلية :** هي صناديق يتركز نشاطها الاستثماري والادخاري داخل البلد ، ونعني بها توظيف الفوائض المالية لهذه الصناديق في مختلف المجالات والفرص المتاحة للاستثمار في الداخل وتعود هذه الصناديق بفوائد كبيرة لاقتصادها الوطني من حيث التسريع من وتيرة التنمية الاقتصادية وزيادة الناتج المحلي الإجمالي.

<sup>1</sup>فرحات عباس ، سعود وسيلة ، حوكمة الصناديق السيادية-دراسة لتجربة كل من النرويج ولجائر ، مجلة الباحث الاقتصادي ، العدد 04 ، ديسمبر 2015 ، صص: 13-14.

**1-2 صناديق سيادية دولية** : يتركز نشاطها الاستثماري والادخاري خارج البلد ، إذ تستثمر بعض الدول صناديقها السيادية في الخارج كي لا يزاحم الاستثمار الحكومي الاستثمار الخاص ، أو لتجنب أعراض ما يعرف في الأدبيات الاقتصادية بالمرض الهولندي.

**1-3 صناديق سيادية مختلطة** : تقوم بأنشطة استثمارية وادخارية داخل وخارج الوطن في نفس الوقت.

**2-2 وفقا لمصادر دخل الصندوق** : تنقسم الصناديق السيادية حسب هذا المعيار إلى:

**1-2 الصناديق الممولة عن طريق عوائد المواد الأولية (صناديق سيادية نفطية)** : هي صناديق تكونها الدول المصدرة للمواد الأولية وأساسا النفطية أي أن مواردها تأتي أساسا من صادراتها النفطية ، ذلك أنها تطرح أمام هذه الدول إشكالية استغلال هذه المواد التي يتسم معظمها بقابلية النضوب ، وما إذا كان من الواجب إبقاء جزء منها في مكانها كحق للأجيال اللاحقة ، ولقد وجدت هذه الدول في فكرة الصناديق حلا للمحافظة على نصيب الأجيال في هذه الثروات بحيث يتم إحلال الموارد الطبيعية بشكل آخر من الأصول<sup>1</sup>.

**2-2 الصناديق الممولة بفوائض المدفوعات التجارية (صناديق سيادية غير نفطية)** : تمثل فوائض

المدفوعات التجارية في بعض الاقتصادات ، ثاني مصدر أساسي لتمويل صناديق الثروة السيادية ، وهذا النوع من الصناديق موجود في الدول غير النفطية مثل صناديق الثروة السيادية الصينية.

بالإضافة إلى بعض الصناديق السيادية التي يمكن أن تصادفها في بعض الدول مثل:

**2-3 الصناديق الممولة بعوائد الخوصصة** : دخلت كثير من الدول برامج واسعة لخوصصة القطاع

العمومي مما أدى إلى حصولها على عوائد مالية ضخمة ، ففي فرنسا بلغت عوائد برنامج الخوصصة 24 مليار دولار وفي الجزائر بلغت حجم 16 مليار دولار.

وتتباين استعمالات الدول لهذه العوائد فمنها من يوجهها مباشرة لتمويل الميزانية العمومية ، وفي بعض الأحيان لتمويل برامج إعادة هيكلة الاقتصاد وسداد الديون ، ونظرا لضخامة هذه العوائد وتخوفا من أن تقود إلى توسع كبير في الإنفاق العمومي يكون أكبر من الطاقة الاستيعابية للاقتصاد ، والذي يمكن أن يؤدي إلى

<sup>1</sup> حدادي عبد الغني ، دور الصناديق السيادية في إدارة الفوائض النفطية ، مذكرة لاستكمال شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ، تخصص اقتصاد دولي ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية ، جامعة وهران ، الجزائر ، 2013 ، ص:43

حالة من التضخم غير المقدر على التحكم فيه وانطلاقاً من كون المؤسسات المخصصة هي ملك عام لجميع الأجيال يتم تحويل كل أو جزء من عوائد الخوصصة إلى صناديق سيادية.

**2-4 الصناديق الممولة بفائض الميزانية :** تلجأ بعض الحكومات مباشرة لما تحقق فائضا في الميزانية العامة للدولة إلى تحويل هذا الفائض لاستثماره في الأصول المالية قصد تحقيق عوائد من جهة ولتوجيه المعطيات الاقتصادية من جهة ثانية ، ولما يلاحظ توالي تحقيق هذه الفوائض وارتفاع مستواها يتم اللجوء إلى تكوين صناديق سيادية قصد استثمارها وتمييتها بشكل أفضل<sup>1</sup>.

**3- وفقا لوظيفة الصندوق :** تنقسم الصناديق السيادية حسب هذا المعيار إلى<sup>2</sup>:

**3-1 صناديق ادخارية :** وأحيانا يطلق عليها صناديق الميراث أو الأجيال ، كالصندوق الكويتي ، والهدف من هذا الصندوق ضمان حصة من الثروة للأجيال القادمة ، بحيث يكون في مقدورهم التمتع بمستويات معيشة لا تقل عما تتمتع به الأجيال الحالية ، وخاصة بعد نضوب المورد الطبيعي.

**3-1 صناديق استثمارية :** تقوم هذه الصناديق بتوظيف أصولها في الأسواق المالية العالمية مهما كانت أداة الاستثمار المستخدمة كالعقارات ، الأوراق المالية والذهب بالإضافة إلى العملات الأجنبية وغير ذلك وأمثلة عن هذه الصناديق ، صندوق أبو ظبي للاستثمار.

**4- وفقا لدرجة الاستقلالية :** تنقسم إلى نوعين حسب هذا المعيار<sup>3</sup>:

**4-1 صناديق سيادية حكومية (غير مستقلة) :** هي صناديق مدارة بصفة مباشرة من قبل الحكومة ولا تتمتع باستقلالية القرار ، تتميز معظم هذه الصناديق بعدم خضوعها للرقابة المستقلة والمساءلة والإفصاح.

**4-2 صناديق سيادية مستقلة نسبيا :** هي صناديق مدارة بطريقة غير مباشرة من قبل الحكومة حيث يتم إشراك جهات أخرى على غرار البنك المركزي والهيئات المستقلة في إدارتها ، أهم ما يميزها أنها تتمتع بالاستقلالية النسبية في اتخاذ القرار ، كما أنها تخضع للرقابة المستقلة والمساءلة والإفصاح.

<sup>1</sup>فرحات عباس ،سعود وسيلة ،مرجع سبق ذكره ،ص:14.

<sup>2</sup>سليمانى عبد الكريم ،دور صناديق الثروة السيادية في ترشيد الإيرادات النفطية العربية (حالة أبوظبي) ،مذكرة لاستكمال شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ،تخصص اقتصاد دولي ،كلية العلوم الاقتصادية و التجارية ،جامعة محمد خيضر ،بسكرة الجزائر، 2014 ،ص ص :08-09.

<sup>3</sup>بوفليح نبيل ،مرجع سبق ذكره ،ص :105.

المطلب الثاني: مصادر صناديق الثروة السيادية

تختلف موارد واستخدامات كل صندوق سيادي بحسب كل دولة ينتمي إليها ، وتعتبر عائدات النفط المصدر الأساسي لأموال أكبر الصناديق السيادية في العالم ، بالتزامن مع ارتفاع أسعار النفط في السنوات الأخيرة وازدياد واردات الدول المنتجة للخدمات ازدادت ثروات هذه الصناديق ، كما تعتبر الاحتياطات النقدية كذلك مصدرا أساسيا مهماً لهذه الصناديق ، والخبراء يعتبرون أن هذه الصناديق تلعب دورا عاليا كمؤشر إيجابي في عالم أسواق المال<sup>1</sup>.

و الجدول الموالي يبين تصنيف أكبر 20 صندوق سيادي في العالم و مصادر دخلها:

الجدول رقم(02):مصادر وحجم أهم 20 صندوق سيادي في العالم.

المرتبة	الصندوق السيادي	الدولة	مصدر التدفقات	حجم التدفقات (مليار دولار)
01	صندوق التقاعد الحكومي	النرويج	النفط	1032.69
02	شركة الاستثمار الصينية	الصين	مصادر غير سلعية	900
03	جهاز أبوظبي للاستثمار	الإمارات	النفط	828
04	الهيئة الكويتية للاستثمار	الكويت	النفط	524
05	الأصول الأجنبية لمؤسسة النقد العربي السعودي (sama)	السعودية	النفط	494
06	محفظة الاستثمار هونغ كونغ	الصين	مصادر غير سلعية	456.6
07	شركة الاستثمار (safe)	الصين	مصادر غير سلعية	441
08	شركة حكومة سنغافورة للاستثمار	سنغافورة	مصادر غير سلعية	359
09	جهاز قطر للاستثمار	قطر	النفط والغاز	320
10	الصندوق الوطني للأمن الاجتماعي	الصين	مصادر غير سلعية	295
11	صندوق الاستثمار العمومي	السعودية	النفط	223.9
12	شركة دبي للاستثمار	الإمارات	مصادر غير سلعية	209.5
13	تيماسيك القابضة	سنغافورة	مصادر غير سلعية	197
14	شركة مبادلة للاستثمار	الإمارات	النفط	125

<sup>1</sup>جعفر هني ، صناديق الثروة السيادية من منظور اسلامي ، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا ، العدد 13 ، 2015 ، ص08.

122.3	مصادر غير سلعية	كوريا الجنوبية	شركة كوريا للاستثمار	15
110	النفط	الإمارات	مجلس أبوظبي للاستثمار	17
105.4	مصادر غير سلعية	أستراليا	صندوق المستقبل الأسترالي	18
91	الغاز والنفط	إيران	الصندوق الوطني الإيراني للتنمية	18
72.2	النفط	روسيا	الصندوق الوطني للتأمين الاجتماعي	19
66	النفط	ليبيا	جهاز ليبيا للاستثمار	20

Source: /http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings Consulte Le 08-02-2018

### 1-الصناديق الممولة عن طريق العوائد النفطية

هي صناديق تكونها الدول المصدرة للمواد الأولية وخصوصا النفطية ، بحيث وجدت هذه الدول في فكرة الصناديق حلا للمحافظة على نصيب الأجيال اللاحقة من هذه الثروات.

و تعتبر عائدات النفط من المصادر الأساسية لأموال أكبر صناديق الثروة السيادية و تسمى هذه الصناديق بصناديق المواد الأولية و تتكون بالدرجة الأولى من صادرات النفط الخام و الغاز ، وتستحوذ الدول المصدرة للبتروك كدول مجلس التعاون الخليجي وبعض دول الشرق الأوسط و دول شمال افريقيا بالإضافة إلى النرويج و روسيا ونيجيريا و اندونيسيا ثم فنزويلا على معظم الصناديق النفطية<sup>1</sup>.

حسب معهد صناديق الثروة السيادية في آخر تحديث له شهر فيفري 2018 ، بلغ اجمالي حجم صناديق الثروة السيادية في العالم 7593.10 مليار دولار ، تستحوذ الصناديق السيادية الممولة بالعوائد النفطية على النسبة الأكبر (56.34 بالمائة) من هذا الحجم و المقدرة بـ 4278.42 مليار دولار .

<sup>1</sup>عيد السلام بريزة ، دور صناديق الثروة السيادية في إدارة الفوائض البترولية-دراسة مقارنة بين صندوق ضبط الموارد الجزائري وصندوق التقاعد الحكومي النرويجي ، مذكرة ماجيستر ( غير منشورة) ، تخصص اقتصاديات الأعمال والتجارة الدولية ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية ، جامعة سطيف ، الجزائر ، 2013 ، ص:112.

## 2-الصناديق الممولة عن طريق العوائد غير النفطية

كما نلاحظ ، وبالرجوع إلى احصائيات معهد صناديق الثروة السيادية أن الصناديق الممولة بالعوائد غير النفطية تستحوذ على النسبة المتبقية (43.66 بالمائة) من الحجم الاجمالي العالمي لصناديق الثروة السيادية و المقدرة بـ 3314.68 مليار دولار<sup>1</sup>.

و تتمثل الصناديق الممولة عن طريق العوائد الغير نفطية في<sup>2</sup>:

### 2-1 الصناديق الممولة عن طريق فوائض المدفوعات الجارية : استطاعت الكثير من الدول الغير نفطية

تحقيق فوائض مالية هامة ،خاصة في أمريكا اللاتينية ،ودول شرق وجنوب آسيا ، بفضل تنافسيتها التصديرية على مستوى الأسواق العالمية بما يفيض عن احتياجات الاستثمار المحلي ، مما دفعها إلى تحويل جزء من هذه الفوائض إلى صناديق سيادية بعد أن وازنت بين الاحتفاظ بها كاحتياطات نقدية أو استثمارها بما يحقق لها عوائد.

### 2-2 الصناديق الممولة بعوائد الخوصصة : دخلت الكثير من الدول في برامج واسعة لخصوصة القطاع

العمومي أدت إلى حصولها على عوائد مالية ضخمة ، وتباین استعمالات الدول لهذه العوائد ، فمنها من يوجهها مباشرة لتمويل الميزانية العمومية وفي بعض الأحيان لتمويل برامج إعادة هيكلة الاقتصاد وسداد الديون ، ونظرا لضخامة هذه العوائد وتخوفا من أن تقود إلى توسع كبير في الإنفاق العمومي يكون أكبر من الطاقة الاستيعابية للاقتصاد ، والذي يمكن أن يؤدي إلى حالة من التضخم غير المقدر التحكم فيها وانطلاقا من كون المؤسسات المخصوصة هي ملك عام لجميع الأجيال يتم تحويل كل أو جزء من عوائد الخوصصة إلى صناديق سيادية.

### 2-3 الصناديق الممولة بفائض الميزانية : تلجأ بعض الحكومات مباشرة لما تحقق فائضا في الميزانية

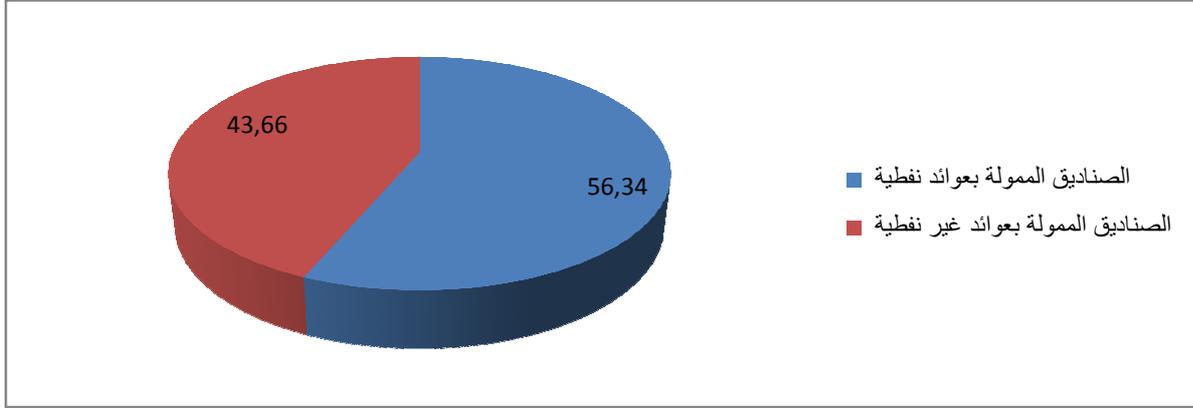
العامّة للدولة إلى تحويل هذا الفائض لاستثماره في الأصول المالية قصد تحقيق عوائد من جهة ولتوجيه المعطيات الاقتصادية من جهة ثانية ، ولما يلاحظ توالي تحقيق هذه الفوائض وارتفاع مستواها يتم اللجوء إلى تكوين صناديق سيادية قصد استثمارها وتنميتها بشكل أفضل.

والشكل الموالي يبين النسب المئوية لحجم الصناديق النفطية والغير نفطية من الحجم الكلي.

<sup>1</sup> <https://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/> . Consulte Le 06-03-2018

<sup>2</sup> بوفليج نبيل ، مرجع سبق ذكره ، ص ص:104-105.

الشكل رقم(02): حجم الصناديق السيادية في العالم.



Source: <http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings>. Consulte Le 06-03-2018

### المطلب الثالث: استثمارات صناديق الثروة السيادية

عرفت أسعار النفط ارتفاعات متزايدة ، وبصورة كبيرة خاصة خلال الطفرتين الأولى و الثانية وقد ترتب على ذلك فوائض مالية ضخمة و غير مسبوقه للدول المصدرة للنفط ، وقد قامت الدول المصدرة للنفط باستخدام هذه الفوائض دون أن تنشأ صناديق الثروة السيادية ، فقد قامت باستعمال هذه الفوائض في إقامة البنى التحتية من طرق و مستشفيات ومدارس...الخ ، رفع مستوى الخدمات المختلفة المقدمة للأفراد ، رفع مستويات الرفاهية باعتبارها قناة لتقسيم الثروة بين الأفراد.

أي أن استخدام الوفورات المالية قام على فلسفة اقتسام الثروة الناضبة على الأفراد و تجاهل أهمية تنميتها ، و كل هذا أدى إلى حدوث اختلالات تواجهها بعض الدول النفطية إلى يومنا هذا ، على سبيل المثال نذكر:

- تركز العمالة في القطاع الحكومي.
- هيمنة الإيرادات النفطية على إيرادات الحكومة.
- انحلال التصنيع و ظهور ما يعرف بالمرض الهولندي.
- خلق مجتمع استهلاكي غير منتج.

لكن بظهور الصناديق السيادية و الدور الذي لعبته لضمان حق الأجيال القادمة و التنمية و الاستثمار في الأسواق المالية في الدول المتقدمة ، أدى إلى خلق اتجاهات معاكسة في حركة انتقال رؤوس الأموال بعد

أن كانت في الأصل تنتقل من الدول المتقدمة إلى الدول النامية ، وهذا بسبب أداء الصناديق السيادية و كذلك زيادة الاستثمارات في الدول المتقدمة من قبل الدول المالكة للصناديق السيادية.<sup>1</sup>

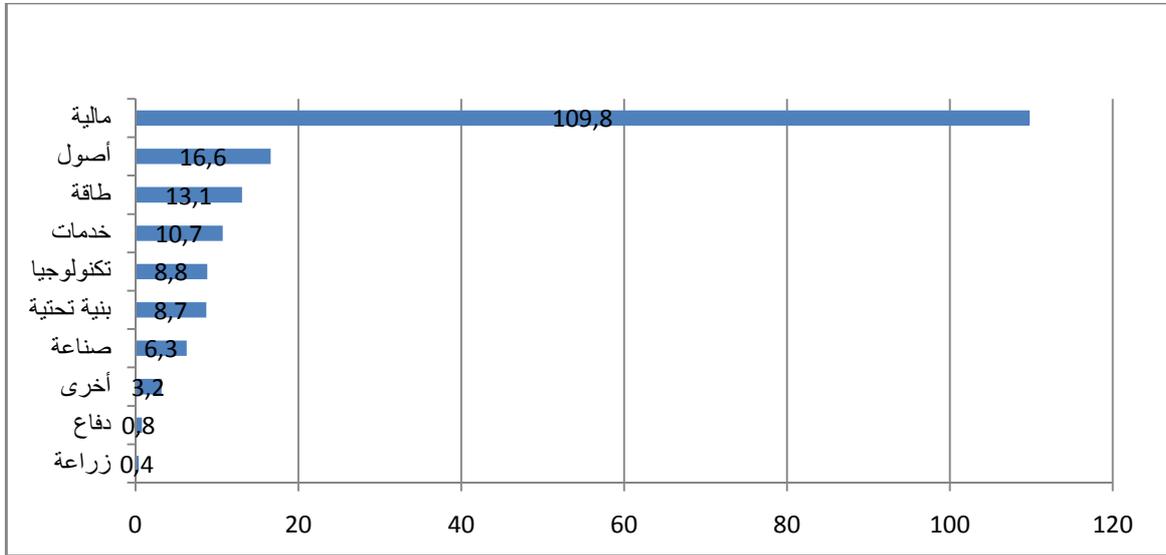
وحسب الدراسات و المعلومات فإنها تشير إلى اختلاف أداء الصناديق السيادية وهذا الاختلاف في الأداء قد يعود إلى الاختلاف في الاستراتيجيات الاستثمارية في الصناديق السيادية وفي الأسواق المالية التي اتجهت إليها تلك الاستثمارات ، إضافة إلى التغيرات في أسعار الفائدة وأسعار الصرف.<sup>2</sup>

على عكس الاستثمار الأجنبي المباشر فإن الصناديق السيادية تركز في استثماراتها بصورة كبيرة على القطاع المالي ، هذا القطاع الغير حقيقي يتم فيه التلاعب بملايير الدولارات يوميا والذي يتميز بدرجة عالية من المرونة و المخاطرة ، وثاني قطاع هو قطاع الأصول ثم قطاع الطاقة.<sup>3</sup>

و الشكل الموالي يمثل نسبة كل قطاع من استثمارات صناديق الثروة السيادية:

الشكل رقم(03): استثمارات الصناديق السيادية حسب القطاعات.

الوحدة:ملياردولار



Source : jason kotter the stock price impact of sovereign wealth fund investment and the price of keeping secrets international finance discussion papers number 940 august 2008 p37.

<sup>1</sup> حدادي عبد الغني ،مرجع سبق ذكره ،ص ص:55-57.

<sup>2</sup> ماجد منيف ،مرجع سبق ذكره،ص:20.

<sup>3</sup> حدادي عبد الغني ، نفس المرجع ، ص:60.

كما تتواجد صناديق الثروة السيادية في مختلف مناطق العالم إلا أن عددها ونسبة توزيعها تختلف من منطقة إلى أخرى ، وهذا راجع إلى تمركز أغلبية هذه الصناديق في المناطق الغنية بالمواد الأولية خاصة النفط و الذي يعتبر أهم مصادر هذه الصناديق.

و الخريطة الموائية تبين التوزيع الجغرافي لصناديق الثروة السيادية حول العالم:

الشكل رقم(04): التوزيع الجغرافي للصناديق السيادية حول العالم.



Source : [www.swfinstitute.org/sovereignwealthmap.html](http://www.swfinstitute.org/sovereignwealthmap.html) . Consulte Le 06-03-2018

النقاط باللون الأحمر تمثل التوزيع الجغرافي للصناديق السيادية الممولة بعوائد الغاز و النفط أما النقاط باللون الأزرق تمثل التوزيع الجغرافي للصناديق السيادية الممولة بعوائد غير الغاز و النفط.

والجدول الموائي يبين توزيع الصناديق السيادية و حجمها حسب أهم المناطق التي تشتمل على هذه

الصناديق:

الجدول رقم (03): التوزيع الجغرافي وحجم صناديق الثروة السيادية حسب أهم المناطق التي تشتمل عليها.

المنطقة الجغرافية	عدد الصناديق	حجم الأصول (مليار دولار)
إفريقيا	12	94.33
أمريكا اللاتينية	09	52
أمريكا الشمالية	13	169.7
أوروبا	03	1107.49
الشرق الأوسط	16	2994.8
آسيا الوسطى	05	154.2
شرق آسيا والمحيط الهادي	18	3020.58
المجموع	75	7593.10

المصدر : من إعداد الطالبين بالاعتماد على موقع صناديق الثروة السيادية.

من خلال الجدول نلاحظ أن صناديق الثروة السيادية تتوزع على جميع مناطق العالم تقريبا ، لكن بطريقة غير متساوية ، فمثلا منطقة شرق آسيا والمحيط الهادي تشتمل على 18 صندوق سيادي بحجم قدر بـ 3020.58 مليار دولار ، تليها منطقة الشرق الأوسط باحتوائها على 16 صندوق سيادي يقدر حجمها بـ 2994.8 مليار دولار ، ثم تتوالى بعد ذلك باقي المناطق فالأمريكيتين مجتمعتين بلغ عدد صناديقها السيادية 22 صندوق ، ثم إفريقيا بـ 12 صندوق وأخيرا أوروبا بـ 3 صناديق سيادية لكن بحجم يفوق كل التقديرات و الذي بلغ 1107.49 مليار دولار والسبب في ذلك هو حجم صندوق النرويج الذي يبلغ حجمه وحده 1032.69 مليار دولار فهو يتفوق من حيث الحجم على صناديق أربعة مناطق مجتمعة.

### المبحث الثالث : حوكمة صناديق الثروة السيادية ومؤشرات قياس أدائها

إن أكبر انشغال تدييه الهيئات والمنظمات الاقليمية والعالمية والبلدان المتقدمة اتجاه صناديق الثروة السيادية يكمن في عدم التزام معظم هذه الصناديق ومن ورائها الدول المالكة لها بتطبيق معايير الحوكمة والإفصاح المتفق عليها ، وفي مجال تقييم أداء صناديق الثروة السيادية لا تزال مؤشرات قياس الأداء في مراحلها الأولية بالنظر لحدثة تجربة هذه الصناديق.

المطلب الأول : دور مبادئ سانتياغو في تعزيز حوكمة صناديق الثروة السيادية

يرى الخبراء أن هناك عددا من السلبيات المرتبطة بعمل صناديق الثروة السيادية ، تتمثل في سرية نشاطاتها واتجاهاتها ودوافعها في خيارتها الاستثمارية ، وافتقارها إلى الشفافية في عملها حيث أن معظمها لا يكشف عن حجم عوائد الاستثمارات وكيفية توزيعها ، بالإضافة إلى استغلال نفوذها السياسي على شركات تستحوذ عليها للتحكم بأدوات القرار الاقتصادي فيها ، لذلك تم تأسيس مجموعة عمل دولية عام 2008 لتحديد مجموعة من المبادئ الطوعية تسمح بفهم أوضح للإطار المؤسسي الذي تركز عليه الصناديق السيادية ونظام حوكمتها وعملياتها الاستثمارية بما يدعم المحافظة على مناخ استثماري منفتح ومستقر ، علما أن مفهوم الحوكمة ينطوي على "مجموعة من القواعد والأنظمة التي يتم من خلالها ضمان الرقابة المالية الغير مالية على المؤسسة بشكل يؤدي إلى الحد من الممارسات المالية والإدارية المشبوهة والحفاظ على مصالح المؤسسة والجهات المتعاملة معها"<sup>1</sup>.

وفي نفس السياق حاولت المنظمات الإقليمية والعالمية وعلى رأسها صندوق النقد الدولي وضع قواعد وأسس معينة من أجل تحسين وتعزيز حوكمة الصناديق وبالتالي التقليل من مخاوف مختلف الأطراف تجاهها ، إذ وبعد اعتراف اللجنة الدولية للشؤون النقدية والمالية في أكتوبر 2007 بالدور الهام لصناديق الثروة السيادية في الحفاظ على استقرار النظام النقدي والمالي الدولي ، قام صندوق النقد الدولي في الاجتماع الذي عقد بواشنطن بالولايات المتحدة الأمريكية يومي 30 أبريل و 01 ماي 2008 بتأسيس مجموعة العمل حول صناديق الثروة السيادية حيث كلفت هذه المجموعة بتحديد مجموعة من المبادئ التي تهدف إلى تحسين حوكمة الصناديق السيادية ، وبالفعل فقد عقدت المجموعة ثلاثة اجتماعات في كل من واشنطن وفي سنغافورة ، وبتاريخ 02 سبتمبر 2008 وفي اجتماع سانتياغو بالشيلي توصلت المجموعة إلى اتفاق حول مجموعة من المبادئ والممارسات المتعارف عليها الغير إلزامية واتفق أعضاؤها على تسميتها بمبادئ سانتياغو التي تتكون من أربعة وعشرين مبدأ يمكن توضيح ماهيتها فيما يلي<sup>2</sup>:

<sup>1</sup> محمد مصطفى سليمان ، حوكمة الشركات ومعالجة الفساد المالي والإداري ، دراسة مقارنة ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، مصر ، 2006 ، ص :15.

<sup>2</sup> بوفليخ نبيل ، مرجع سبق ذكره ، ص :123.

**أولاً : تعريف مبادئ سانتياغو :** تمثل مبادئ سانتياغو المبادئ و الممارسات المتعارف عليها والتي تعبر تعبيراً دقيقاً عن ممارسات وأهداف الاستثمار في صناديق الثروة السيادية ، وهي مبادئ طوعية يدعمها الأعضاء في مجموعة العمل الدولية وإما يطبقونها بالفعل أو يسعون إلى تطبيقها<sup>1</sup>.

**ثانياً : أهداف مبادئ سانتياغو :** تدرك مجموعة العمل الدولية بأن استثمارات صناديق الثروة السيادية مفيدة وبالغة الأهمية في نفس الوقت بالنسبة للأسواق المالية الدولية ، ولهذا الغرض سوف يكون من المهم البرهنة للبلدان المالكة والبلدان المستقبلة ولأسواق المالية الدولية على أن ترتيبات صناديق الثروة السيادية مقامة على أسس سليمة ، وأن استثماراتها تركز على أساس اقتصادي ومالي ، ولذلك فإن مبادئ سانتياغو تقوم على الأهداف الإرشادية التالية لصناديق الثروة السيادية<sup>2</sup>.

- المساعدة على الاحتفاظ بنظام مالي عالمي مستقر وبحرية تدفق رؤوس الأموال والاستثمارات.
- الالتزام بكافة متطلبات التنظيم والإفصاح المطبقة في البلدان التي تستثمر فيها.
- الاستثمار في ضوء المخاطر الاقتصادية والمالية واعتبارات العائد.
- إرساء هيكل شفاف وسليم للحوكمة يكفل الضوابط التشغيلية الملائمة وسلامة إدارة المخاطر والمساءلة.

مما سبق نستخلص أن مبادئ سانتياغو تهدف إلى دعم الإطار المؤسسي ونظام الحوكمة والعمليات الاستثمارية التي تقوم عليها صناديق الثروة السيادية والتي تسترشد بالغرض الخاص وراء سياساتها وبأهدافها المقررة وتتوافق مع إقامة إطار اقتصادي كلي سليم ، ومن المتوقع أن يساعد نشر هذه المبادئ والممارسات على تحسين الفهم السائد حول صناديق الثروة السيادية باعتبارها كيانات لها توجه اقتصادي ومالي في كل من البلدان المالكة والبلدان المستقبلة ، ويتوخى من هذا الفهم أن يسهم في استقرار النظام المالي العالمي ، ويحد من الضغوط الحمائية ، ويساعد في الحفاظ على مناخ استثماري منفتح ومستقر ، كما يتوقع من هذه

<sup>1</sup> <http://www.ifswf.org/santiago-principles-landing/santiago-principles> . Consulte Le 08-03-2018

<sup>2</sup> مجموعة العمل الدولية حول صناديق الثروة السيادية ، تقرير حول المبادئ والممارسات المتعارف عليها ، مبادئ سانتياغو ، صندوق النقد الدولي ، أكتوبر 2008 ، ص: 04. على الرابط [http://www.ifswf.org/sites/default/files/santiagoprinciples\\_0\\_0.pdf](http://www.ifswf.org/sites/default/files/santiagoprinciples_0_0.pdf) تاريخ الإطلاع 2018-03-08

المبادئ أن تتيح لصناديق الثروة السيادية حديثة النشأة تطوير هيكلها التنظيمي وسياساتها المعتمدة وممارساتها الاستثمارية ، أو مراجعتها و تقويتها.

**ثالثا : مضمون مبادئ سانتياغو :** تتكون مبادئ سانتياغو من أربعة وعشرين مبدأ موزعة على ثلاثة محاور<sup>1</sup>:

**1-المحور الأول :** يضم الإطار القانوني والأهداف والتوافق مع السياسات الاقتصادية الكلية ، إن هذا الإطار يمثل ركيزة أساسية لإطار مؤسسي قوي وهيكل حوكمة مستقر يقوم عليهما صندوق الثروة السيادي ، كما يبسر عملية صياغة استراتيجيات الاستثمار الملائمة التي تتسق مع أهداف سياسية معلنة.

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

**3-المحور الثالث :** يضم إطار الاستثمار وإدارة المخاطر وهو محور يضم مبادئ تهدف إلى تشجيع سلامة العمليات الاستثمارية للصناديق ومدى خضوع هذه العمليات للمساءلة.

### المطلب الثاني : مؤشر ترومان

**أولا : تعريف مؤشر ترومان :** تم إعداد هذا المؤشر من قبل الباحث " EDWIN .M.TRUMAN " سنة 2008 ،ويهدف إلى قياس أداء صناديق الثروة السيادية باستخدام اربعة معايير رئيسية تتمثل في الهيكلية ، الحوكمة ، الشفافية ، المسائلة والسلوك ، كما أن هذه المعايير تتكون من 33 سؤال تقابله 33 نقطة موزعة على النحو التالي:

08 أسئلة بمعيار الهيكلية ، 05 اسئلة لمعيار الحوكمة ، 14 سؤال لمعيار الشفافية والمسائلة ، 06

أسئلة لمعيار السلوك ، يتألف سلم التقييم الخاص بالمؤشر من 33 نقطة بمعنى أن الإجابة عن كل سؤال تقيم بنقطة من نقاط المؤشر<sup>1</sup>.

<sup>1</sup>محمد عماد عبد العزيز ، إمكانية تطبيق صناديق الثروة السيادية كأحد وسائل تنويع مصادر الدخل الوطنية في العراق (رؤيا مستقبلية) ، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية ، كلية الإدارة والاقتصاد ، جامعة تكريت ، العراق ، المجلد-1 ، العدد-37 ، 2017 ، ص:154.

ثانيا : مكونات مؤشر ترومان :لمؤشر ترومان عدة معايير مختلفة نذكرها فيما يلي<sup>2</sup>:

**1-معيار هيكله الصندوق :** يقوم هذا المعيار بقياس مدى وضوح مصدر التمويل واستخدام الأصول والعوائد وما هي علاقة الصندوق بالميزانية العامة ومدى انفصال تلك الصناديق عن احتياطات الصرف الأجنبي.

**الجدول رقم (04) :مكونات معيار الهيكله.**

النقاط	المكونات
01	تحديد أهداف الصندوق
01	موارد الصندوق
01	كيفية استعمال عوائد الصندوق
01	التكامل مع الموازنة العامة
01	إتباع وتنفيذ التوجيهات
01	إستراتيجية الاستثمار
01	تغير هيكل الصندوق
01	الفصل بين الصندوق واحتياطات الصندوق
<b>08</b>	<b>المجموع</b>

**Source:** Edwin .M. Truman, Projet de Meilleures Pratiques pour les Fonds Souverains. Revue d'Economie Financière, Association d'Economie Financière, Numéro Hors –Série 2009, p: 474.

**2-معيار حوكمة الصندوق :** يقيس مدى وضوح دور الحوكمة في إستراتيجية الاستثمار للصناديق السيادية محل الدراسة وصلاحيات مديري تلك الصناديق ، ومدى وجود مؤشرات تحكم نزاهة ومهنية القائمين على الاستثمار.

**الجدول رقم (05) : مكونات معيار الحوكمة.**

النقاط	المكونات
01	دور الحوكمة
01	دور مسيري الصندوق

<sup>1</sup> حمد عماد عبد العزيز ، نفس المرجع ، ص :155.

<sup>2</sup> Edwin .M. Truman, Projet de Meilleures Pratiques pour les Fonds Souverains. Revue d'Economie Financière, Association d'Economie Financière, Numéro Hors –Série2009, pp: 474-482.

01	القرارات المتخذة من طرف المسيرين
01	وجود توجيهات تحدد مسؤولية الصندوق
01	وجود توجيهات أخلاقية تضبط نشاط الصندوق
05	المجموع

Source: Edwin .M. Truman, Ibid, p: 477

**3- معيار المسائلة والشفافية :** يقيس مدى توفر المعلومات الفصلية والسنوية عن الاستثمارات وعوائدها ، التوزيع الجغرافي للاستثمارات ، والرقابة المالية الداخلية والخارجية على الصندوق.  
**الجدول رقم (06) :** مكونات معيار المسائلة والشفافية.

النقاط	المكونات
01	الافصاح عن أنواع الأصول المستثمر فيها
01	استخدام محفظة الاستثمار المرجعية
01	استخدام تقنية تصنيف القروض
01	الاستعانة بمدراء محافظ استثمارية أجنبية
01	الافصاح عن حجم اصول الصندوق
01	الافصاح عن العائد المحقق
01	الافصاح عن البلدان المستثمر فيها
01	الافصاح عن استثمارات خاصة
01	أنواع العملات المستخدمة في الصندوق
02	نشر تقارير سنوية وتفصيلية
03	وجود مراجعة مستقلة خارجية و الإعلان عن نتائجها
14	المجموع

Source: Edwin .M. Truman, Ibid, p: 479.

**4- معيار السلوك :** يبين هذا المعيار كيفية إدارة الصناديق لمحافظها الاستثمارية واستخدام تقنية الرفع المالي والمشتقات المالية.

**الجدول رقم (07) :** مكونات معيار سلوك الصناديق.

النقاط	المكونات
01	كيفية تعديل المحفظة الاستثمارية

01	وجود حد اعلى للمساهمات
01	وجود مساهمات بدون حق الإدارة
01	استخدام سياسات الرفع المالي
01	وجود سياسة خاصة للمشتقات المالية
01	استخدام المشتقات المالية في عمليات التغطية فقط
06	المجموع

Source: Edwin .M. Truman, Ibid, p: 482.

### المطلب الثالث : مؤشر لينبرغ-مادول

أولاً : تعريف مؤشر لينبرغ-مادول : مؤشر "لينبرغ -مادول" للشفافية **The Linaburg-Maduell Transparency Index** عبارة عن مؤشر مطور في معهد صناديق الثروة السيادية من قبل الباحثين كارل لينبرغ وميشال مادول ، وهو مؤشر يهدف إلى قياس مستوى شفافية صناديق الثروة السيادية مع العلم أن تصنيف صناديق الثروة السيادية وفقاً لهذا المؤشر يتم كل ثلاثة أشهر وفق سلم مكون من عشر درجات ، كما أن صندوق الثروة السيادي يصنف كصندوق شفاف عندما يحقق درجة تعادل ثمانية فما فوق على سلم المؤشر<sup>1</sup>.

ثانياً : مكونات المؤشر : يتركب المؤشر من عشرة معايير أساسية كل معيار يعادل درجة من درجات المؤشر ، يمكن توضيح هذه المؤشرات وفقاً للجدول التالي:

### الجدول رقم (08) : مكونات مؤشر "لينبرغ -مادول".

الدرجة	المعيار
1+	توفر معلومات حول هدف الصندوق ، موارد الصندوق ، هيكل الصندوق.
1+	توفر تقارير دورية وسنوية مستقلة حول أداء الصندوق.
1+	توفر معلومات حول اماكن استثمار أصول الصندوق ونسب المساهمة في الشركات.
1+	توفر معلومات حول القيمة الاجمالية لمحفظه الصندوق ، العوائد المحققة ،

<sup>1</sup> <https://www.swfinstitute.org/statistics-research/linaburg-maduell-transparency-index/> Consulte Le 15-03-2018

	والتعويضات الممنوحة للإطارات المشرفة على الصندوق.
1+	توفر معلومات حول المبادئ والمراجع المعتمدة من قبل الصندوق.
1+	توفر الصندوق على استراتيجيات استثمار وأهداف واضحة.
1+	توفر معلومات حول فروع الصندوق والاتصالات الخارجية له.
1+	توفر معلومات حول الهيئات الأجنبية المكلفة بإدارة استثمارات الصندوق.
1+	توفر الصندوق على موقع إلكتروني.
1+	توفر على الصندوق على وسائل الاتصال البريدية والالكترونية.
<b>10</b>	<b>المجموع</b>

Source: Linaburg- Maduell Transparency Index Sovereign Wealth Fund <https://www.swfinstitute.org/statistics-research/linaburg-maduell-transparency-index>. Consulte Le/ 15-03-2018

خلاصة الفصل :

صناديق الثروة السيادية عبارة عن أدوات مالية مستحدثة ومدارة بطريقة مباشرة أو غير مباشرة من قبل الحكومة لأغراض استثمارية أو ادخارية ويتم تمويلها عن طريق الفوائض المالية المحققة في ميزان المدفوعات أو الموازنة العامة للدولة ، كما أن مجال نشاطها قد يكون داخلي أو خارجي.

تختلف مبررات ودوافع إنشاء صناديق الثروة السيادية من بلد لآخر إلا أن أبرزها يتمثل في الاستعداد للنضوب الطبيعي للموارد الطبيعية ، والحاجة إلى إيجاد أصول جديدة لتعويض الانخفاض المحتمل في الدخل القومي ، كما أن عدم قدرة اقتصاديات بعض الدول على امتصاص واستيعاب الفوائض المالية المحققة يعد سببا مهما في لجوء هذه الدول إلى إنشاء صناديق ثروة سيادية من أجل استثمار هذه الفوائض خارج الوطن والتخفيف من الانعكاسات السلبية للتدفقات المالية الناتجة عن الثروة الطبيعية أو ما يعرف بأثر المرض الهولندي.

يمكن تصنيف صناديق الثروة السيادية باستخدام عدة معايير على غرار موارد الصندوق ، الوظيفة مجال عمل أو درجة استقلالية الصندوق .

تختلف موارد كل صندوق سيادي حيث تعتبر عائدات النفط المصدر الأساسي لأموال أكبر الصناديق السيادية في العالم حيث تستحوذ الصناديق السيادية الممولة بالعوائد النفطية على النسبة الأكبر (56.34 بالمائة) من إجمالي حجم الصناديق السيادية ، بالإضافة إلى موارد أخرى تتمثل في فائض الميزانية ، عوائد الخصصة ، المدفوعات الجارية.

تساعد مبادئ سانتيافو التي تم إعدادها من طرف صندوق النقد الدولي بالتنسيق مع الدول المالكة والمستقبلية لاستثمارات الصناديق في تعزيز حوكمة صناديق الثروة السيادية بالنظر لطبيعتها الغير إلزامية وقابليتها للتكيف مع الخصائص الاقتصادية والتنظيمية الخاصة بكل بلد.

إن مؤشرات قياس الأداء تعد وسيلة مهمة لتحسين حوكمة وشفافية الصناديق السيادية نتيجة تقييمها المستمر لمختلف سياسات تسيير وإدارة هذه الصناديق ، ويتوفر حاليا مؤشرين لقياس الأداء هما مؤشر "ترومان" ومؤشر "لينبرغ-مادول".

## الفصل الثاني : الاطار النظري للنفط

المبحث الأول: مفهوم النفط ومكانته الاقتصادية

المبحث الثاني: الإطار العملي لسوق النفط

المبحث الثالث: أسباب وانعكاسات انهيار أسعار النفط في سنة 2014

## تمهيد :

يعتبر النفط من أهم الاكتشافات التي توصل إليها الإنسان منذ 1859 ، فهو المصدر الأول والأساسي للطاقة ، ومحور كل الإنتاج الصناعي والزراعي في العالم المعاصر ، وقد أصبح عنصرا حيويا من عناصر الحياة اليومية ولم يعد النفط أهم مصدر من مصادر الطاقة فحسب ، بل أصبح أيضا مصدرا لاستخراج ما لا يقل عن أحد عشر ألف سلعة صناعية مختلفة في العالم.

يعتبر النفط من أهم المتغيرات الاقتصادية المؤثرة على الدول المصدرة والمستوردة بصورة معاكسة ، حيث أن الارتفاع في سعر النفط يؤثر إيجابيا على الدول المصدرة والمنتجة له وخصوصا الدول التي تعتمد عليه كمصدر رئيسي لتمويل ميزانيتها العامة ، بينما يكون سلبيًا على الدول المستوردة والمستهلكة حيث يزيد هذا الارتفاع من تكاليف الإنتاج ما يؤثر سلبيًا على الدخل العام ، وبالعكس في حالة الانخفاض ، وقد عرف النفط عبر تاريخه تقلبات حادة ومفاجئة في سعره صعودا وهبوطا خاصة أزمة انهيار أسعار النفط سنة 2014 ، وهو ما ترك آثار وعواقب على الاقتصاد العالمي ، وبالتالي فإن جميع الدول على حد سواء تواجه خطر تقلبات أسعار النفط خصوصا أن هذه التقلبات أصبحت ظاهرة متكررة ومثيرة للقلق ، وسنحاول في هذا الفصل التعرف على اقتصاد النفط من خلال المباحث التالية :

المبحث الأول : مفهوم النفط ومكانته الاقتصادية

المبحث الثاني : الإطار العمالي لسوق النفط

المبحث الثالث : أسباب وانعكاسات انهيار أسعار النفط في سنة 2014

## المبحث الأول: مفهوم النفط ومكانته الاقتصادية

يتزايد ارتباط الحياة العصرية باستخدام الطاقة بصفة عامة وبالنفط بصفة خاصة ، إذ يعتبر النفط شريانا من أهم شرايين الحياة واحد من المصادر المهمة لتلبية الحاجات الطاقوية.

## المطلب الأول: مفهوم النفط

لا بد أولا من التتويه بأن استخدام كلمة أو مصطلح النفط ليس موحدًا في جميع الأوساط العلمية عامة أو الجامعية تحديدا سواء على الصعيد العربي أو الدولي ، فالبلدان الغربية تستخدم كلمة بترول لأن أصلها لاتيني ، أما بلدان أوروبا الشرقية فيستخدمون كلمة نفط ، وفي منطقتنا العربية من محيطها إلى خليجها منقسمون في استخدامهم لهذين المصطلحين ، علما بأن الكلمتين (النفط أو البترول) يرمزان ويعنيان نفس الشيء عن هذه المادة<sup>1</sup>.

## أولا : موجز تاريخي عن النفط

عرف الإنسان النفط منذ آلاف السنين ، حيث كان الأقدمون يقومون بجمع النفط المتسرب من المنافذ والشقوق الأرضية ، وذكرت التوراة أن النبي نوح عليه السلام استخدم القار لطلاء وسد الشقوق في سفينته كما استخدمت أم النبي موسى عليه السلام القار في طلاء الصندوق الذي وضعت فيه النبي موسى عليه السلام قبل إلقاءه في اليم<sup>2</sup>.

كما عبد الفرس النار المستمر الاشتعال ، والتي فسرها العلماء فيما بعد بأنها ناجمة عن اشتعال غازات النفط المتصاعدة من الأرض ، واستخدم سكان مصر والعراق وبلاد فارس النفط في عدة أغراض أهمها التدفئة والإضاءة وأغراض البناء ، تحنيط الموتى ، طلاء التوابيت ، طلاء أرضية السفن ، سد شقوق المعابد وكعلاج لدهن الجروح (لاحتوائه على الكبريت والفعال في القضاء على البكتيريا)<sup>3</sup>.

وبالرغم من قدم استخدام النفط في عدة دول إلا أن اكتشاف مكامن النفط لم يحدث إلا في النصف الثاني من القرن التاسع عشر ، ففي 1830 تدفق النفط أثناء استخراج الملح في الولايات المتحدة الأمريكية واكتشف مكامن النفط في روسيا سنة 1856 .

<sup>1</sup> أمينة مخلفي ، محاضرات حول اقتصاد النفط ، الجزء الأول ، جامعة قاصدي مرياح ، الجزائر ، 2013-2014 ، ص:06.

<sup>2</sup> أحمد البار ، التطورات في سوق النفط ، الطبعة الأولى ، دار الفنون للطباعة و النشر ، جدة ، 1986 ، ص:07.

<sup>3</sup> حمدي البني ، البترول المصري تجارب الماضي وآفاق المستقبل ، الطبعة الثانية ، دار المعارف القاهرة ، 1999 ، ص:33.

ولكن أول اكتشاف تجاري كان بولاية بنسلفانيا بالولايات المتحدة الأمريكية عندما قام "إدوين دريك" في 1859 بحفر أول بئر لاستخراج النفط من جوف الأرض حيث عثر على الزيت الخام على عمق 69,5 قدم بمعدل إنتاج يتراوح بين 20-35 برميل في اليوم.

وبعد نجاح "إدوين دريك" في استخراج النفط تهافت الناس على البحث عن النفط ، فتأسست عدة شركات في أمريكا لحفر آبار الزيت ، وبعد انتشار أخبار استخراج النفط في أمريكا بذلت جهود مماثلة في عدة دول ، ففي 1901 منحت إيران رجل الأعمال الإنجليزي "وليم لارس" عقد امتياز لمدة 60 سنة مكنه من استخراج النفط في 26 ماي 1908 من منطقة مسجد السليمان بالقرب من عبدان على عمق 1200 قدم ، وبحلول سنة 1910 أصبح النفط ينتج في كل من رومانيا ، كندا ، إيطاليا ، ألمانيا ، اليابان الهند ، البيرو ، المكسيك ، الأرجنتين ، اندونيسيا وفي سنة 1911 بدأ الإنتاج في جزر البورينو البريطانية ثم ، فنزويلا سنة 1914 ، وفي 1927 أكملت الشركة العراقية للنفط أول حقول النفط في كركوك ، وفي 1932 تم اكتشاف النفط في البحرين ، وفي 1936 و 1938 اكتشف النفط في كل من الكويت والعربية السعودية على التوالي ، وفي سنة 1956 تم اكتشاف النفط في الجزائر وفي سنة 1967 أكتشف في النرويج<sup>1</sup>.

### ثانيا : تعريف النفط

**التعريف الأول :** النفط أو البترول (**Petroleum**) كلمة مكونة من مقطعين ومشتقة من الأصل اللاتيني **Petra** وتعني الصخر و **Oleum** وتعني الزيت ، وتعني الكلمة باللغة العربية زيت الصخر أو الزيت الخام<sup>2</sup>.

ويتواجد النفط في الطبيعة على ثلاثة أشكال<sup>3</sup>:

- الشكل السائل (النفط الخام) .
- الشكل الغازي (الغاز الطبيعي) .
- الشكل الصلب أو شبه الصلب كالإسفلت .

**التعريف الثاني :** كما يعرف النفط على أنه : مادة بسيطة متكونة كيميائيا من عنصرين فقط هما الهيدروجين والكربون ، ومركب من حيث اختلاف خصائص مشتقاته وذلك تبعا للاختلاف الجزئي لكل منهما ، والنفط

<sup>1</sup>أمينة مخلفي ، مرجع سبق ذكره ، ص ص:8-9.

<sup>2</sup>نبيل جعفر عبد الرضا ، اقتصاد النفط ، دار التراث العربي للطباعة والنشر والتوزيع ، الطبعة الأولى ، بيروت ، 2011 ، ص:11.

<sup>3</sup>محمد أحمد الدوري ، مبادئ اقتصاد النفط ، دار شموع الثقافة ، الطبعة الأولى ، ليبيا ، 2003 ، ص:28.

سائل دهني له رائحة خاصة تميزه كما تختلف ألوانه بين الأسود ، الأخضر ، البني ، الأصفر أما لزوجته فتختلف تبعاً لدرجة كثافته النوعية<sup>1</sup>.

إن مصطلح درجة الكثافة النوعية هو عبارة عن معيار أو مؤشر لمعرفة نوعية وجودة النفط ، فدرجة الكثافة النوعية تتراوح بين 1 و 60 درجة فكلما كانت درجة الكثافة النوعية عالية دلت على كون ذلك النفط من نوعية جيدة (نفط خفيف) وهذا ما يؤدي لزيادة سعره ، والعكس إذا كانت درجة الكثافة منخفضة ، وتصنف درجات الكثافة النوعية للنفط عادة إلى ثلاثة أقسام رئيسية هي<sup>2</sup>:

- الدرجات العالية وهي رمز للنفط الخفيف ، تكون من 35 درجة فما فوق.
- الدرجات المتوسطة وهي رمز للنفط المتوسط ، مدى الدرجات النوعية بين 28 و 35 درجة.
- الدرجات المنخفضة وهي رمز للنفط الثقيل ، تكون أقل من 28 درجة.

### ثالثاً: الصناعة النفطية

النفط كمادة خام لا يمكن استعماله واستهلاكه إلا بعد تصفيته أو تكريره وتحويله إلى منتجات سلعية نفطية مختلفة في ظل ما يعرف بالصناعة النفطية ، فالنفط يمتاز عن باقي الموارد الخام الأخرى أنه لا يستهلك مباشرة ولا يستغل إلا بعد القيام بعمليات إنتاجية صناعية من أجل الوصول إلى المنتجات النفطية.

وتعرف الصناعة النفطية على أنها الصناعة التي تجمع الصناعة الاستخراجية والصناعة التحويلية وحالاتها ، فالصناعة النفطية تشمل إنتاج النفط والغاز ، النقل والتكرير ، التسويق والتوزيع ، وكذلك الصناعات المرتبطة بها أي الصناعات القائمة على المنتجات النفطية أو ما يطلق عليها البتروكيمياوية<sup>3</sup>.

وكغيرها من الصناعات الأخرى تمر الصناعة النفطية على عدة مراحل يمكن تلخيصها فيما يلي:

**1- مرحلة البحث والاستكشاف :** يتم في هذه المرحلة معرفة وتحديد تواجد الثروة النفطية ، وقد ثبت أن النفط يتواجد غالباً في الصخور الرسوبية فغالبا ما يتركز البحث عن النفط في الأحواض الرسوبية عند حافات القارات وقرب السلاسل الجبلية ، وأهم الطرق المتبعة في البحث عن النفط هي<sup>1</sup>:

<sup>1</sup> بوفليخ نبيل ، مرجع سبق ذكره ، ص:61.

<sup>2</sup> أمينة مخلفي ، مرجع سبق ذكره ، ص:16-17.

<sup>3</sup> محمد أحمد الدوري ، محاضرات في الاقتصاد البترولي ، جامعة عنابة ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر ، 1983 ، ص:06.

- المسح الجوي
- المسح الجيولوجي
- المسح الجيوفيزيائي

**2- مرحلة الحفر والتنقيب :** تعتبر هذه المرحلة حاسمة لنجاح عملية الاستغلال الاقتصادي لثروة النفط حيث أن الحفر هو الوسيلة الوحيدة التي يتم بموجبها التحقق من وجود النفط أو من عدمه.

**3- مرحلة الاستخراج والإنتاج النفطي :** وهي المرحلة الهادفة إلى استخراج النفط الخام من باطن الأرض ورفعها إلى سطح الأرض ليكون جاهزا أو صالحا للنقل والتصدير والتصنيع في الأماكن القريبة أو البعيدة وفي داخل المنطقة أو البلد أو خارجه.

**4- مرحلة نقل النفط :** وهي المرحلة الهادفة إلى نقل النفط الخام من مراكز أو مناطق إنتاجه إلى مناطق تصديره أو تصنيعه التكريري أو استهلاكه ، ويتم ذلك بواسطة تكوين المنشآت مع توفير مختلف الوسائل والمعدات لنقل النفط بأنواعها البرية (كأنابيب والشاحنات....الخ) والبحرية (السفن العملاقة) .

**5- مرحلة التكرير :** وهي المرحلة الهادفة إلى تصنيع النفط في المصافي التكريرية بتحويله من صورته الخام إلى أشكال من المنتجات السلعية النفطية المتنوعة والمعالجة لسد وتلبية الحاجات الإنسانية إليها مباشرة أو للعمليات التصنيعية لمراحل صناعية لاحقة متعددة.

**6- مرحلة التسويق والتوزيع :** وهي المرحلة الهادفة إلى تسويق وتوزيع النفط بصورته خاما أو في صورة منتجات نفطية إلى مناطق وأماكن استعماله واستهلاكه القريبة والبعيدة وعلى النطاق المحلي أو الإقليمي أو العالمي.

**7- مرحلة التصنيع البتروكيمياوية :** وهي المرحلة الهادفة إلى تحويل وتصنيع المنتجات السلعية النفطية إلى منتجات سلعية بتروكيمياوية مختلفة ومتنوعة تعد بالمئات ، كالأسمدة الزراعية والمنظفات والمبيدات والأصبغ والمواد البلاستيكية والأنسجة الاصطناعية ... الخ<sup>2</sup>.

<sup>1</sup>سمير التتير ، التطورات النفطية في الوطن العربي والعالم \_ماضيا وحاضرا ، دار المنهل اللبناني ، الطبعة الأولى ، الجزء الثاني ، 2008 ، ص:15.

<sup>2</sup>أمينة مخلفي ، مرجع سبق ذكره ، ص ص:25-29.

المطلب الثاني : مكانة النفط في الاقتصاد العالمي

يرى بعض الباحثين أن للنفط أهمية اقتصادية كبيرة ،حيث يرى الباحث " Mohan Munsinghe " أن النفط له أثر كبير على الاقتصاد القومي لأي دولة حيث أسهم بشكل مباشر وغير مباشر في تقدم أوروبا في القرن التاسع عشر وذلك في اتجاهات تمثلت في:

- توفير الإضاءة للمجتمعات خاصة مع التقدم والتحديث في المدن.
- توفير الإضاءة والطاقة للمصانع مما مكن من العمل لفترات أطول يوميا ، كما ساعد توفير الإضاءة على رفع نسب التعلم وهو ما أدى إلى رفع إنتاجية العامل وتطور البحوث والاستكشافات.
- ظهور المحركات مع اكتشاف البترول وإنتاج البنزين والكيروسين ساعد على التطور والتقدم الاقتصادي للمجتمعات حيث استعملت المحركات في كافة المجالات الصناعة الزراعة والنقل.

كما يرى الباحثان "Richard Eden" و "Michel Posner" أن التقدم الاقتصادي في الولايات المتحدة أيضا ارتبط بالبترول والتحول من استخدام الفحم لاستخدام البترول بالإضافة إلى تطور صناعة المحركات ، كما أن تطور صناعة السيارات وطرق النقل في الولايات المتحدة ارتبط في الأساس مع تطور صناعة البترول<sup>1</sup>.

إن فالأهمية الاقتصادية للنفط تعتبر امتدادا لأهمية الطاقة ككل في المجال الاقتصادي وفي هذا الصدد يمكن ذكر أهمية النفط في القطاعات الاقتصادية التالية<sup>2</sup>:

**1- القطاع الصناعي :** يعتبر النفط الوقود الأساسي لتشغيل الصناعة ، وبهذا فإن ثلث النفط المستهلك في العالم يستعمل لتشغيل الصناعة ، التي هي الدعامة الأساسية للاقتصاد الحديث ويمكن القول إن العملية الصناعية لا تستطيع الاستمرار بشكل منتظم دون النفط ، كما أن نقصانه أو فقدانه لأي سبب من الأسباب قبل إيجاد الطاقة البديلة ، قد يؤدي إلى إقفال المصانع وتوقف الإنتاج ، وخلق أزمات خطيرة تزعزع الاقتصاد العالمي.

<sup>1</sup>بوفليح نبيل ، مرجع سبق ذكره ، ص:65.

<sup>2</sup>بن عوالي خالدية ، استخدام العوائد النفطية-دراسة مقارنة بين تجربة الجزائر وتجربة النرويج ، مذكرة ماجستير (غير منشورة) ، تخصص اقتصاد دولي ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة وهران 2 ، الجزائر ، 2016 ، ص:14.

**2- القطاع الزراعي :** ولا تقل أهمية النفط في القطاع الزراعي عنه في القطاع الصناعي بل يمكن القول أن النفط هو العامل الأساسي في تحديث الزراعة وتطويرها ، وذلك بعد اكتشافه كمصدر للطاقة المتحركة بعد قيام الثورة الصناعية ودخول الآلة ميدان العمل ، فبدأ القطاع الزراعي كباقي القطاعات الاقتصادية الأخرى ينمو ويتطور بشكل مذهل بفضل التكنولوجيا المعاصرة.

**3- القطاع التجاري :** أما فيما يخص أهمية النفط على الصعيد التجاري فتكمن في كونه مادة تجارية عالمية وسلعة رئيسية للتبادل التجاري العالمي ، وقد اكتسب هذه الصفة الدولية بعد تحول اقتصاد الدول الصناعية من الاعتماد على الفحم كمصدر أساسي للوقود إلى الاعتماد الرئيسي على النفط.

وقد ترتب على هذا حركة تجارية عالمية ، جعلت من النفط السلعة الوحيدة ذات الأهمية العظمى في التجارة الدولية من حيث الحجم والقيمة النقدية ، وكان نتيجة ذلك التطور السريع الذي شهدته تجارة النفط العالمية ، منذ الحرب العالمية الثانية حتى اليوم ، نظرا للطلب المتزايد على النفط ومنتجاته في الدول الصناعية المتقدمة.

والجدول الموالي يوضح الاستهلاك العالمي للنفط خلال الفترة (2012-2016).

**الجدول رقم (09) : الاستهلاك العالمي للنفط خلال الفترة (2012-2016).**

الوحدة : ألف برميل/اليوم

المناطق الجغرافية في العالم	2012	2013	2014	2015	2016	نسبة 2016
شمال أمريكا	22891	23364	23421	23753	23843	24.7%
جنوب ووسط أمريكا	6826	7073	7171	7139	6976	7.2%
أوروبا	18594	18370	18287	18450	18793	19.5%
الشرق الأوسط	8760	8950	9190	9300	9431	9.8%
إفريقيا	3571	3720	3771	3866	3937	4.1%
آسيا والباسيفيك	30031	30636	31195	32494	33577	34.8%
المجموع	90675	92114	93025	95003	96558	100%

Source : www.bp.com/ statistical review of world energy.2017 . Consulte Le 15-04-2018

بلغ متوسط معدل نمو استهلاك النفط العالمي 1.6 مليون برميل في اليوم سنة 2016 ، وهو أعلى من متوسط 10 ملايين برميل يومياً للسنة الثانية على التوالي ، نتيجة للنمو الأعلى من المعتاد في منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية ، ومع ذلك فإن الصين والهند ما زالتا تقدمان أكبر مساهمات للنمو بـ 400 ألف برميل في اليوم و 330 ألف برميل في اليوم على التوالي.

كما نلاحظ من خلال الجدول أن الاستهلاك العالمي للبتترول يتزايد بشكل مستمر خلال الفترة المدروسة حيث كان يقدر بـ 90.675 مليون برميل سنة 2012 واستمر في التزايد إلى أن بلغ 96.558 مليون برميل سنة 2016 .

تعتبر دول آسيا والباسفيك أكبر مستهلك للبتترول على مر السنوات بنسبة 34.8% من الاستهلاك العالمي ، تليها دول شمال أمريكا بنسبة 24.7% ثم دول أوروبا بنسبة 19.5% والسبب وراء ذلك هو النمو السكاني الكبير والتطور الصناعي الذي تعرفه هذه المناطق مقارنة بالمناطق الأخرى.

وتعتبر دول الشرق الأوسط و افريقيا ودول جنوب ووسط أمريكا أقل استهلاكاً للبتترول وتقدر نسب استهلاكها على التوالي بـ 9.8% و 4.1% و 7.2% من الاستهلاك العالمي.

### المطلب الثالث : مكانة النفط في اقتصاديات الدول النفطية

#### أولاً : تعريف الدول النفطية

يوجد اختلاف في تعريف وتصنيف الدول النفطية عن باقي دول العالم حيث تعتبر بعض الهيئات الدولية أن الدول النفطية هي دول تتوفر على احتياطات نفطية قابلة للاستغلال بينما تعتبر جهات أخرى أن الدول النفطية هي الدول التي تقوم باستغلال وإنتاج الثروة النفطية ، لكن اقتصار تصنيف الدول النفطية على أساس معياري الوفرة والإنتاج يبدو غير كاف ، إذ أن الاعتماد على معيار الإنتاج سيصنف دولاً مثل الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا ضمن الدول النفطية بالنظر لحجم إنتاجها بالرغم من أن إنتاجها اليومي لا يكفي لتغطية طلبها من النفط وعلى هذا الأساس فإن التصنيف الحقيقي للدول النفطية يجب أن يعتمد على المفهوم التالي :

"الدول النفطية هي دول تتوفر على احتياطات نفطية قابلة للاستغلال وقدرة إنتاج تمكنها من تغطية طلبها المحلي وتصدير الفائض نحو باقي دول العالم<sup>1</sup>."

إن فالدول النفطية هي الدول المصدرة للنفط ،وفيما يلي أهم الدول والمناطق النفطية في العالم:

### الجدول رقم(10) :أهم الدول والمناطق النفطية في العالم سنة 2015

الوحدة:ألف برميل/اليوم

الصادرات	الدولة		الصادرات	الدولة	
3163	دول الشرق الأوسط الأخرى	07	7214	السعودية	01
2518	الإمارات العربية المتحدة	08	5259	روسيا	02
1939	الكويت	09	4753	غرب أفريقيا	03
1218	شمال أفريقيا	10	3482	جنوب ووسط أمريكا	04
1157	المكسيك	11	3238	العراق	05
237	أوروبا	12	3200	كندا	06

Source : www.bp.com/ statistical review of world energy.2017 . Consulte Le 15-04-2018

### ثانيا : المكانة الاقتصادية للنفط

يرى "jakop" أن الطاقة تلعب دورا هاما في اقتصاديات الدول النامية وتجاريتها الخارجية فقد ساعد اكتشاف البترول وقيام الصناعة النفطية في الدول النامية على تحسن معدلات التبادل لصالح هذه البلدان بعد أن كانت لصالح الدول المتقدمة<sup>2</sup>.

يمكن القول أن للنفط أثرا كبيرا على الاقتصاد الوطني لأي دولة وخاصة الدول المنتجة والمصدرة له إذ أنه يؤثر عليه في عدة اتجاهات يمكن ايجازها فيما يلي<sup>3</sup>:

**1- الناتج المحلي الإجمالي :** تؤدي صناعة النفط إلى زيادة الناتج المحلي الإجمالي ويتوقف ذلك على القيمة المضافة للعائد من هذه الصناعة ، هذه القيمة تشمل العائد على رأس المال ، العمل ، الموارد

<sup>1</sup> علي رجب ، تطور الطاقات المتجددة وانعكاساته على أسواق النفط العالمية والأقطار الأعضاء ، مجلة النفط والتعاون العربي ، منطقة الدول العربية المصدرة للبترول ، الكويت ، عدد 127 ، خريف 2008 ، ص:41.

<sup>2</sup> بن عوالي خالدية ، مرجع سبق ذكره ، ص:15.

<sup>3</sup> سليمان عبد الكريم ، مرجع سبق ذكره ، ص ص:48-49.

المستخدمة وهي تكون في شكل أجور، مصروفات، أرباح وفوائد ويظهر أثر ذلك واضحا في الدول المصدرة للنفط فقد ارتفع الناتج المحلي الإجمالي لدول منظمة الأوبك "OPEC" من 135 مليار دولار أمريكي سنة 1970 إلى 436 مليار دولار سنة 1980 إلى 598 مليار دولار سنة 2006 .

**2- إيرادات النقد الأجنبي:** إن العائد من تصدير النفط مرتفع وهو بالتالي مصدر هام للنقد الأجنبي خاصة في الدول النامية حيث أن لها أثر مباشر في تمويل التنمية الاقتصادية لهذه البلدان ويتضح ذلك من خلال إيرادات النفط ومنتجاته في الدول العربية المصدرة للنفط التي قدرت بـ 225 مليار دولار في سنة 2000 .

**3- الموازنات الحكومية :** تمثل إيرادات النفط بمختلف أنواعه نسبة رئيسية في مصادر تمويل الموازنات الحكومية وهي تمثل في الدول البترولية ودول الشرق الأوسط حوالي 90 % من إجمالي إيرادات الموازنات العامة .

**4- القوى العاملة :** تتميز صناعة النفط بأن نسبة رأس المال بها مرتفعة وحجم العمالة منخفض ، وترجع أهمية هذه الصناعة بالنسبة للعمالة إلى حجم الأجور التي يتقاضاها العاملون بهذه الصناعة إذ تتميز بالارتفاع كما توفر صناعة النفط مجالا واسعا للتدريب والتخصص في مجالات متعددة تؤدي إلى تزويد القطاعات الأخرى في الدولة بحاجياتها من الأيدي العاملة المدربة.

### ثالثا : العوائد النفطية والمؤشرات الاقتصادية

**1- تأثير النفط على معدل النمو الاقتصادي :** تتميز الدول النفطية عن باقي دول العالم بارتباط معدلات نموها الاقتصادي بمستويات أداء قطاع المحروقات ، أي بحجم الإنتاج الكمي وتقلبات أسعار النفط في الأسواق العالمية ، ففي معظم الدول النفطية يساهم قطاع النفط أو المحروقات بنسبة معتبرة في الناتج المحلي الإجمالي وعلى هذا الأساس يمكن اعتبار قطاع المحروقات الرائد والمؤثر بشكل كبير في معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي لهذه الدول<sup>1</sup>.

بلغ الناتج المحلي الإجمالي لمجمل الدول العربية المصدرة للنفط 2,127 مليار دولار عام 2013 و 2,118 مليار دولار في نهاية عام 2014 ، كما بلغ الناتج المحلي الإجمالي لمجمل الدول العربية المصدرة للنفط 1,747 مليار دولار عام 2015 ، و 1,804 مليار دولار عام 2016 ، حيث شكل اقتصاد الدول

<sup>1</sup>سليمانى عبد الكريم ، مرجع سبق ذكره ، ص:50.

العربية بنهاية العام 2015 نسبة 3.3% من حجم الاقتصاد العالمي و 8.3% من حجم اقتصاد الدول النامية والصاعدة ، وهكذا فقد شهد الاقتصاد العربي خلال العام 2014 تراجعاً في النمو ، تجلّى بانخفاض متوسط نمو الناتج المحلي الإجمالي إلى 1.3% وجاء ذلك نتيجة لعدة عوامل أبرزها انخفاض أسعار النفط وبالتالي إيرادات الطاقة في الدول المصدرة للنفط<sup>1</sup>.

**2- تأثير النفط على الموازنة العامة للدولة :** يؤثر النفط بصورة مباشرة على الإيرادات العامة للدول النفطية حيث تعد الجباية البترولية المورد الرئيسي لإيرادات الدولة في معظم الدول النفطية ، كما أن حجم الإيرادات المتأتية من الجباية البترولية يتحدد أساساً بمستوى مداخل الصادرات البترولية التي ترتبط بدورها بمستويات الأسعار في الأسواق الدولية مما يعني أن الموازنة العامة في معظم الدول النفطية تتأثر بشكل مباشر بالتغيرات التي تسجلها أسعار النفط على المستوى العالمي وباعتبار أن تمويل وتنفيذ سياسات وبرامج التنمية الاقتصادية يتم بواسطة الموازنة العامة للدولة فإنه يمكن القول أن أداء القطاع النفطي يعد المحدد الرئيسي لمدى استقرار تنفيذ مختلف السياسات الاقتصادية في الدول النفطية مما يعني عدم تمتع هذه الدول باستقلالية القرار الاقتصادي.

**3- تأثير النفط على ميزان المدفوعات :** يظهر تأثير النفط على ميزان المدفوعات من خلال تأثيره المباشر على الميزان التجاري حيث تشكل الصادرات النفطية نسبة هامة من إجمالي صادرات الدول النفطية ، ولقد اتخذ الميزان التجاري في الاقتصاديات البترولية منحى تصاعدياً خلال فترة (2009-2014) وارتبط ذلك ارتباطاً وثيقاً بتطورات أسعار النفط وحجم الإنتاج<sup>2</sup>.

سجل الحساب الجاري لميزان المدفوعات فائضاً في الدول العربية المصدرة للنفط إلا أن هذا الفائض في الحساب الجاري لمجموعة الدول العربية المصدرة للنفط قد انخفض من 362 مليار دولار عام 2013 إلى 214 مليار عام 2014 ، وتحول إلى عجز قدره 74 مليار دولار في نهاية العام 2015 نتيجة لانخفاضات الحادة في أسعار النفط<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> <http://www.uabonline.org/ar/research/economic>. Consulte Le 2018/04/15

<sup>2</sup> سليمان عبد الكريم ، مرجع سبق ذكره ، ص:52-53.

<sup>3</sup> <http://www.uabonline.org/ar/research/economic>. Consulte Le 2018/04/15

### المبحث الثاني : الإطار العملي لسوق النفط

تستحوذ سوق النفط العالمية على قدر كبير من الاهتمام العالمي ، وتحظى تطوراتها بمتابعة مستمرة لما يقوم به النفط من دور حيوي في تحريك عجلة الاقتصاد العالمي ، كما تنتم سوق النفط العالمية بتطور ديناميكي ، وبشكل سريع متأثرة ليس بعوامل السوق التقليدية من عرض وطلب فحسب ، بل أيضا بعوامل أخرى خارج نطاق تلك الآليات والتي اكتسبت دورا متزايدا في السنوات الأخيرة.

#### المطلب الأول : مفهوم السوق النفطي

##### أولا : تعريف السوق النفطي الدولي

**التعريف الأول :** إن السوق النفطية هي المكان الجغرافي المعلوم بصورة فعلية أو وهمية لتبادل السلعة النفطية في سعر وزمن معلومين<sup>1</sup> ، ويحرك هذا السوق قانون العرض والطلب بالإضافة إلى العوامل الاقتصادية الأخرى التي تحكم السوق ، وكذا العوامل السياسية ، العسكرية ، المناخية وتضارب المصالح بين المستهلكين والمنتجين والشركات النفطية العالمية ، وهي سوق شبه احتكارية تحكمها البلدان المنتجة والمصدرة والبلدان المستهلكة الكبرى<sup>2</sup>.

من خلال التعريف السابق لسوق النفط يمكننا تحديد العناصر الأساسية التي يتكون منها هذا السوق

وهي :

- المكان الطبيعي أو الوهمي.
- أطراف المبادلة بائعون أو عارضون ومشترون أو طالبون بصورة مباشرة أو غير مباشرة.
- السلعة المتبادلة ، نفط خام ، أو منتجات أو الاثنين معا.
- وجود السعر المعلوم أو المحدد في مقداره ومستواه الاسمي أو الفعلي.
- زمن معلوم في حصول عملية التبادل.

**ثانيا : خصائص السوق النفطية :** تتميز السوق النفطية بالخصائص التالية<sup>3</sup>:

<sup>1</sup> محمد أحمد الدورى ، مبادئ اقتصاد النفط مرجع سبق ذكره ، ص:15.

<sup>2</sup> زين عوالي خالدية ، مرجع سبق ذكره ، ص:22.

<sup>3</sup> بوفليح نبيل ، مرجع سبق ذكره ، ص:71.

- أنها سوق دولية أو عالمية إذ أن جميع دول العالم تتبادل السلعة النفطية سواء طالبة أو عارضة لها في شكلها الخام أو في شكل منتجات نفطية بصورة عامة.
- أنها سوق غير موحدة فهي مجموعة أسواق متباينة ومختلفة في مستوى تطورها وتركيبها الاقتصادي والقوى الفاعلة في السوق كسوق البلدان المتقدمة صناعيا أو الدول النامية أو السوق الاحتكاري أو السوق الفوري.
- أنها سوق ذات طابع شبه احتكاري في فعاليتها الرئيسية أي خضوعها لعدد قليل أو محدود من الأطراف النفطية وخاصة للكبار منهم في التأثير على النشاط أو المعاملات سواء في جانب العرض أو الطلب.
- السوق النفطية ذات طابع متقلب وخاصة فيما يتعلق بأسعار النفط التي يفوق تقلبها كثيرا تقلب الأسواق المالية ومعظم السلع الأخرى.
- تتأثر السوق النفطية بالأسواق ذات الصلة الوثيقة ، أي أن السوق العالمية للنفط تتأثر بصورة مباشرة بسوق الناقلات وتكاليف الشحن ، حيث تعكس تكاليف ناقلات النفط تقلبات الطلب العالمي على النفط الخام بصورة مباشرة ، فانخفاض الطلب العالمي على النفط يخفض من تكاليف الشحن ، مما يشجع شركات النفط على الشراء من الأسواق البعيدة ، في حين أن الزيادة في الطلب العالمي على النفط لها آثار عكسية.

### ثالثا : أنواع السوق النفطية

يمكن تقسيمها إلى سوق فورية مباشرة وعاجلة حيث أن التبادل يكون آني ، وسوق فورية آجلة أو سوق المضاربة حيث أن التبادل في هذا السوق هو تبادل مستقبلي في المدى القصير<sup>1</sup>.

**1- الأسواق الفورية :** ينطبق مفهوم السوق الفوري على الصفقات الفورية التي تمت في منطقة يتمركز فيها نشاط هام للتجارة على منتج واحد أو عدة منتجات ، كما تعكس حركة الأسعار الفورية الظروف الحالية لأسواق النفط وحالة التوازن بين العرض والطلب وتتأثر الأسواق الفورية بالإشارات التي تتسلمها من الأسواق الآجلة حيث ينعكس الارتفاع في الأسعار المستقبلية بارتفاع ثنائي للأسعار الفورية ومستويات المخزون النفطي لغرض التحوط من ارتفاع الأسعار الفورية مستقبلا ، وتتسم الأسواق الآجلة بكونها موانئ رئيسية

<sup>1</sup> بلقطة ابراهيم ، سياسات الحد من الآثار الاقتصادية غير المرغوبة لتقلبات أسعار النفط على الموازنة العامة في الدول العربية المصدرة للنفط مع الإشارة إلى حالة الجزائر ، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، تخصص نقود ومالية ، جامعة حسيبة بن بوعلي ، الشلف 2015 ، ص:19.

تتوافر فيها خدمات الشحن ومرافق التخزين والخدمات المالية ، وتيسير وسائل الاتصال الدولي ، بالإضافة إلى موقعها الجغرافي كالقرب من مصافي التكرير .

**2- الأسواق الآجلة :** المقصود بها شراء عقود بترولية مستقبلية قابلة للتسليم في وقت محدد سلفا والاحتفاظ بها لعدة أشهر أو سنوات من تاريخ الشراء ، وبأسعار تحددها تلك السوق من خلال تداول هذه العقود والتي لا تخضع إلى مراقبة محكمة ، وما تجدر الإشارة إليه أن بعض العقود الآجلة مختلفة السلع تستدعي التسليم المادي للأصول المتعاقد عليها إلا أن الغالبية يتم تسويتها نقدا .

كما تستخدم العقود الآجلة إما للحماية من تقلبات الأسعار الفورية ، حيث أنها تقلل من كمية المخاطر نتيجة الاتجار بالنفط في الأوقات التي تحدث فيها تقلبات كبيرة في الأسعار ، كما أنها تتيح الفرصة للمضاربين لتحقيق الأرباح من الكسب من هذه التقلبات .

و تنقسم الأسواق الآجلة إلى نوعين <sup>1</sup>:

**2-1- الأسواق المادية :** تتم المعاملات في هذه الأسواق باتفاق البائع و المشتري على سعر معين مع تسليم في وقت لاحق في اجل أدناه 15 يوم .

**2-2 الأسواق المالية (البورصات النفطية) :** هذه الأسواق عبارة عن بورصات ، فالمعاملات فيها لا تتم فقط على بضاعة عينية ولكن أيضا بواسطة أوراق مالية عن طريق شراء وبيع النفط الخام والمنتجات البترولية بواسطة التزامات .

**المطلب الثاني : العوامل المؤثرة في تحديد اتجاهات السوق النفطية العالمية**

**أولا : محددات العرض النفطي والعوامل المؤثرة فيه**

**1- محددات العرض النفطي :** تتمثل قوى العرض النفطي أو الأطراف المتحكمة في جانب العرض في السوق النفطي في كل من منظمة الدول المصدرة للبترول (OPEC) ، الشركات العالمية للنفط ومنتجو النفط خارج منظمة (OPEC) .

**1-1 منظمة الدول المصدرة للنفط (OPEC) :** هي منظمة حكومية دولية ، أنشئت في مؤتمر بغداد بتاريخ 10 سبتمبر 1960 من قبل كل من إيران والعراق والكويت والسعودية و فنزويلا وانضم في وقت لاحق

<sup>1</sup>موري سمية ، أثر تقلبات أسعار الصرف على العائدات النفطية-دراسة حالة الجزائر ، مذكرة ماجستير (غير منشورة) ، جامعة أبي بكر بلقايد ، 2010 ، ص:90 .

ثمانية أعضاء آخرون هم : قطر ، اندونيسيا ، الامارات العربية المتحدة ، الجزائر ، نيجيريا ، الإكوادور ، الغابون وأنغولا<sup>1</sup> ، الهدف من إنشائها هو وقف تدهور الأسعار والعمل عن طريق التعاون الجماعي بين أعضائها على الوصول بالأسعار لمستويات مرضية والعمل على المحافظة عليها عند هذه المستويات وذلك عن طريق التحكم في الكمية المعروضة على البترول والتدخل في السوق عند الحاجة للمحافظة على استقراره خاصة لما شهدته الفترة السابقة لإنشاء المنظمة من تدهور في الأسعار العالمية وتدخل الشركات العالمية الكبرى بشكل سافر في سوق البترول<sup>2</sup>.

وتتمثل أهداف منظمة الدول المصدرة للنفط (OPEC) فيما يلي<sup>3</sup> :

- تنسيق وتوحيد السياسات النفطية بين الدول الأعضاء من أجل تأمين أسعار عادلة ومستقرة لمنتجي النفط والكفاءة الاقتصادية وإمدادات منتظمة من النفط إلى الدول المستهلكة.
- الإبقاء على سعر النفط الذي يستغله الكارتل الدولي النفطي (الشركات متعددة الجنسية) خارج حدودها في مستوى مرتفع.
- تسهر المنظمة على ضمان المساواة بين أعضائها.
- توحيد جهود البلدان المنتجة لانتزاع حصة أكبر من الأرباح الناتجة عن استغلال ثروتها الخاصة.
- تنظيم وتعزيز موقف الأقطار المصدرة للنفط في علاقتها مع الشركات صاحبة الامتياز.

**1-2 شركات النفط العالمية :** تتفرد الصناعة النفطية بسيطرة عدد محدود من الشركات العالمية كان لها النصيب الأكبر من ناتج هذه الصناعة بمختلف مراحلها مع العلم أنه يوجد في الوقت الحالي ثمان شركات تمتلك قدرات معتبرة في مجالات الإنتاج والتكرير والنقل بالإضافة إلى احتياطات النفط الخام وهي<sup>4</sup> :

\*شركات أمريكية :شركة موبيل "Mobil" شركة اكسون "Exxon" شركة شيفرون "Chivron" شركة تكساكو "Texaco" شركة جلف "Gelf".

\* شركات أوروبية : شركة البترول البريطانية ، "BP" شركة شيل "Shell" الهولندية شركة توتال "Total" الفرنسية.

<sup>1</sup>بن عوالي خالدية ، مرجع سبق ذكره ، ص:25.

<sup>2</sup>بوفليح نبيل ، مرجع سبق ذكره ، ص:75.

<sup>3</sup>بن عوالي خالدية ، نفس المرجع ، ص:26.

<sup>4</sup>بوفليح نبيل ، مرجع سبق ذكره ، ص:77.

وتتميز الشركات العالمية للنفط بصفات مميزة لها عن مثيلاتها من الشركات الأخرى إذ أن بعض هذه المميزات ترتبط بطبيعة المادة النفطية نفسها وكذلك بالنشاط القائم لاستغلالها والبعض الآخر من الصفات ارتبط بطبيعة المرحلة والظروف التي رافقت تطور الشركات النفطية ونشاطها الاقتصادي ومن أبرز هذه الخصائص<sup>1</sup>.

- ميزة التكامل الاقتصادي في النشاطات الاقتصادية الصناعية النفطية سواء أكان ذلك التكامل عموديا للفعاليات النفطية أو تكاملا أفقيا في نشاطات مكملة ومرتبطة بالصناعة النفطية أو الاثنتين معا.
- ميزة الاحتكار للنشاط الاقتصادي والصناعي النفطي سواء أكان ذلك على الصعيد المحلي أو الخارجي أو الاثنتين معا.
- ميزة تنوع وتوسع النشاط الاقتصادي للشركات الاحتكارية الكبرى ليشمل استغلال مصادر الطاقة المختلفة البديلة عن النفط والمنافسة له كالفحم الحجري، اليورانيوم، وكذلك مصادر الطاقة المتجددة.

**1-3 منتج النفط خارج منظمة الدول المصدرة للنفط** : نقصد بمنتجي النفط خارج الأوبك ، تلك الدول المنتجة للنفط والغير منضمة لمنظمة الأوبك ، أي أن حصتها في السوق النفطية هي حصة مستقلة عن الأوبك ، وهي غير خاضعة لأي جهة ، وتتمثل الدول المنتجة للنفط خارج الأوبك في الدول الصناعية الكبرى مثل: الولايات المتحدة الأمريكية وروسيا والنرويج وبعض دول العالم الثالث مثل : المكسيك ، مصر ، دول غرب افريقيا والهند...الخ<sup>2</sup>.

**1-4 الشركات الوطنية** : كان تأسيس الشركات الوطنية من أهم التطورات التي أدت لتآكل نظام الامتيازات وزعزعة السيطرة الاحتكارية لشركات النفط العالمية على الصناعة النفطية ، وأدت في فترة لاحقة دورا كبيرا في إدخال التغيير على هيكل الصناعة النفطية ، تتمثل هذه الشركات في شركة "أرامكو" السعودية و "شنتات أوليل" وشركة النفط الوطنية الإيرانية ، وشركة نفط الكويت ، وشركة النفط البرازيلية ، وشركة بترول أبوظبي

<sup>1</sup> محمد أحمد الدورى ، مبادئ اقتصاد النفط ، مرجع سبق ذكره ، ص:240.

<sup>2</sup> زين عوالي خالدية ، مرجع سبق ذكره ، ص:31.

الوطنية " أدنوك" ، وشركة النفط الوطنية العراقية وغيرها من الشركات وقد ساهمت هذه الشركات في عملية دمج الصناعة النفطية في الاقتصاد الوطني ، وتمكنت من أداء دور أكبر في تطوير اقتصادها المحلي<sup>1</sup>.

**2- العوامل المؤثرة في العرض النفطي :** إن عرض النفط هو عبارة عن الكميات النفطية من نوع واحد أو عدة أنواع مختلفة الموجودة في السوق بغرض تبادلها وتداولها بسعر معين وفي زمن معلوم ، مع العلم أنه يتأثر بمجموعة من العوامل التي تتباين في أهميتها وقوة تأثيرها عليه والتي يمكن ذكرها فيما يلي<sup>2</sup>:

**2-1 مقدار توفر المادة النفطية :** حيث كلما كان مقدار المتوفر من الاحتياطي النفطي أو من المنتجات النفطية كبيراً كلما أثر ذلك بصورة مباشرة على تطور وتزايد الكميات المعروضة من السلعة النفطية والعكس صحيح.

**2-2 مقدار التكلفة الإنتاجية للوحدة النفطية :** إن هناك علاقة عكسية بين تكلفة إنتاج النفط والكميات المعروضة منه لذلك نجد أن النشاط الإستراتيجي للنفط يتحدد ويتركز أولاً في المناطق والحقول النفطية ذات التكلفة الإنتاجية المتدنية سواء من حيث سهولة استخراج النفط من الأعماق أو من حيث توافر عناصر العملية الإنتاجية من تجهيزات مناسبة وكفاءات متخصصة في المنطقة المراد استغلالها.

**2-3 مستوى التطور التكنولوجي لمعدات وأدوات الإنتاج :** إن تحسين وتطوير معدات ووسائل البحث والتقيب والاستخراج والنقل والتوزيع يؤدي إلى زيادة عرض النفط الخام وبالتالي توفر قدرة عالية لإحداث التوازن بين العرض والطلب بصورة اقتصادية سليمة.

**2-4 مستوى سعر السلعة النفطية :** إن مقدار ومستوى السعر للسلعة النفطية من العوامل المؤثرة بصورة كبيرة وأساسية على العرض فارتفاع السعر وتزايد عموماً حافزاً مؤثراً على زيادة العرض ، وعكس ذلك يكون في حالة انخفاض السعر.

**2-5 مقدار توفر المصادر البديلة وأسعارها :** المصادر البديلة هي السلع المنافسة للسلعة النفطية والبديلة عنها في مجالات استعماله متعددة ، منها مصادر ناضبة وكذلك متجددة ، ومن أبرز هذه المصادر الفحم الحجري ، اليورانيوم ، الطاقة المائية ، الطاقة الشمسية ، لهذا فإن مقدار توفر المصادر البديلة المختلفة في كمياتها ونوعياتها وأسعارها له تأثير كبير على عرض السلعة النفطية إيجابياً أو سلبياً.

<sup>1</sup> بلقلة ابراهيم ، مرجع سبق ذكره ، ص 21.

<sup>2</sup> بوفليح نبيل ، مرجع سبق ذكره ، ص:72.

**2-6 مقدار الطلب النفطي :** إن مقدار الطلب النفطي هو الآخر من العوامل المؤثرة على العرض النفطي بصورة كبيرة فالطلب النفطي قد يكون مقداره كبيرا أو متوسطا أو صغيرا وقد يكون متزايدا بصورة مضطربة أو مستقرا أو متناقصا والعلاقة بين الطلب والعرض هي علاقة طردية إذ كلما كان الطلب كبيرا ومنتزعا في معدلات نموه فإن تأثيره إيجابي على تطور عرض النفط بصورة واسعة ومضطربة وإذا كان الطلب صغيرا أو متناقصا فإن تأثيره سلبي على العرض النفطي.

### ثانيا: محددات الطلب النفطي والعوامل المؤثرة فيه

**1- محددات الطلب النفطي :** تتمثل قوى الطلب النفطي في الدول المكونة لوكالة الطاقة الدولية و كذا الدول المستهلكة الأخرى كالصين والهند.

**1-1 الوكالة الدولية للطاقة (IEA) :** هي وكالة مستقلة تابعة لمنظمة التعاون والتنمية الاقتصادية تأسست في نوفمبر 1974 من طرف 17 دولة بهندسة وقرار من "هينري كيسنجر" ، الذي اكتشف أن الوسيلة الوحيدة من أجل قمع قوة منظمة الأوبك ، هي أن يرتفع سعر النفط فتتدفق الأموال للاستثمار خارج نطاق أقطار الأوبك ،فارتفاع السعر يرتبط ارتباطا جذريا بالرغبة في إضعاف الأوبك<sup>1</sup>.  
وتهدف الوكالة الدولية للطاقة إلى<sup>2</sup>:

- صيانة وتحسين نظم للتعامل مع تعطل الإمدادات النفطية.
- تعزيز سياسات الطاقة العقلانية في سياق عالمي من خلال علاقات تعاونية مع الدول غير الأعضاء ،والصناعة والمنظمات الدولية.
- تشغيل نظام المعلومات دائم في سوق النفط الدولية.
- تحسين إمدادات الطاقة وهيكل الطلب في العالم من حيث تطوير مصادر بديلة للطاقة وزيادة كفاءة استخدام الطاقة.

<sup>1</sup>أحمد زكي يمانى وآخرون ، المشهد النفطي العربي والعالمي ، مركز دراسات الوحدة العربية ، بيروت ، لبنان ، الطبعة الأولى ، 2000 ، ص:196.

<sup>2</sup><http://www.iea.org/aboutus/history>. Consulte Le15/04/2018

**1-2 دولتي الصين والهند :** تعتبر الصين والهند من أبرز المتعاملين في السوق العالمية للنفط إذ يمثل طلبهما على النفط نسبة هامة من الطلب العالمي ووفقا للاتجاهات العالمية ستمثل الصين والهند نسبة تزيد عن 40% من الزيادة التي يسجلها الطلب العالمي للنفط بحلول سنة 2030<sup>1</sup>.

**1-1-1 الصين :** حققت الصين تقدما اقتصاديا ملحوظا على مدى العقدين الماضيين بالإضافة إلى الزيادة في معدلات النمو السكاني ، وقد بلغ استهلاك النفط في الصين سنة 2015 حوالي 12 مليون برميل يوميا كما أن النمو الاقتصادي السريع للصين وما أعقبه من نمو سريع في متطلبات الطاقة دفعها إلى الواجهة في مناقشات سياسة الطاقة الدولية حيث تصل حصة الصين من إجمالي الاستهلاك العالمي من الطاقة إلى 12% ، وفي الواقع أدى النمو الاقتصادي إلى حدوث زيادة في استهلاك النفط من 7.9 مليون برميل سنة 2008 إلى 12.3 مليون برميل سنة 2016 ومن المتوقع أن تنمو واردات الصين من النفط الخام بصورة كبيرة في السنوات المقبلة وذلك مع زيادة الاحتياجات.

**1-1-2 الهند :** مع نمو الهند ديموغرافيا واقتصاديا تزداد الحاجة إلى الطاقة وخدماتها أيضا إذ ارتفع الاستهلاك الكلي للنفط من 3.07 مليون برميل يوميا سنة 2008 إلى 4.48 مليون برميل يوميا سنة 2016 مما جعل الهند ثالث أكبر مستهلك للنفط في العالم خلال سنة 2016<sup>2</sup>.

**2- العوامل المؤثرة في الطلب النفطي :** إن الطلب النفطي هو عبارة عن مقدار الحاجة الإنسانية المنصبة أو المتركرة نحو الحصول على السلعة النفطية " الخام والمنتجات النفطية " في سعر وزمن ومكان محدد ومعلوم بهدف تلبية الحاجة الإنسانية بصورة مباشرة أو غير مباشرة ولأغراض استهلاكية أو إنتاجية ، مع العلم أن الطلب النفطي يتأثر بمجموعة من العوامل التي يمكن تصنيفها إلى<sup>3</sup>:

**1-2 الدخل :** إن مقدار ومستوى الدخل الوطني وتركيبته الاقتصادية أو حتى الدخل الفردي يؤثر بشكل كبير على الطلب ، فإذا كان الدخل مرتفعا ومتزايدا فإن ذلك يؤدي إلى ارتفاع وتزايد الطلب وعكس ذلك في حالة التناقص والانخفاض ما يعني وجود علاقة طردية بين الدخل والطلب النفطي.

<sup>1</sup> بن عوالي خالدية ، مرجع سبق ذكره ، ص: 34.

<sup>2</sup> بوفليج نبيل ، مرجع سبق ذكره ، ص: 72. بتصرف الباحثين.

<sup>3</sup> نفس المرجع ، ص ص: 73-74.

**2-2 السعر :** إن مستوى سعر السلعة النفطية من العوامل الأساسية المؤثرة على تغير الطلب النفطي ، مع العلم أن هناك علاقة عكسية بين مستوى سعر السلعة والطلب عليها.

**2-3 مستوى أسعار السلعة البديلة :** إن مستوى أسعار السلع البديلة للنفط يلعب دورا رئيسيا في تحديد مستوى الطلب على النفط إذ في حالة ارتفاع أسعار السلع البديلة وبالتالي ضعف قوتها التنافسية تجاه النفط فإن الطلب على النفط يرتفع وعكس ذلك يحدث في حالة انخفاض أسعار السلع البديلة للنفط.

**2-4 السكان :** إن العدد السكاني كلما كان كبيرا فإنه يؤثر على الطلب النفطي بالزيادة وعكس ذلك يكون في حالة قلة عدد السكان ، ولما كان هذا العامل من العوامل المساعدة أو المكملة للعوامل الأساسية فإن تأثيره يكون نسبيا ومتكاملا مع بقية العوامل الأساسية وخاصة الدخل الوطني للبلد ولل فرد.

**2-5 المناخ :** إن تغير درجات الحرارة بالارتفاع أو الانخفاض على مدار الفصول أو السنة وحسب الموقع الجغرافي للبلد يؤثر في مستوى الطلب على النفط إذ يلاحظ ارتفاع الطلب على النفط في المناطق والفصول الباردة بينما يلاحظ انخفاض في مستوى الطلب في المناطق الحارة وفي الفصول الحارة من السنة مع العلم أن تأثير هذا العامل على الطلب النفطي هو تأثير نسبي ومكمل للعوامل الأساسية.

### المطلب الثالث : السعر النفطي

#### أولا : تعريف السعر النفطي

**التعريف الأول :** سعر النفط هو قيمة المادة أو السلعة النفطية معبرا عنها بالنقود ، حيث أن مقدار ومستوى أسعار النفط يخضع ويتأثر بصورة متباينة لقوى فعل العوامل الاقتصادية أو السياسية أو طبيعة السوق السائدة سواء في عرضه أو طلبه أو الاثنين معا<sup>1</sup>.

**التعريف الثاني :** "سعر النفط الحقيقي أو ما يسمى سعر النفط بالدولار ثابت القيمة ، والذي يعبر عن تطور السعر عبر فترة زمنية بعد استبعاد ما طرأ عليه خلال تلك الفترة من عوامل التضخم النقدي أو التغير في

<sup>1</sup>بیطام ريمة ، أسعار النفط وانعكاساتها على الميزانية العامة للدولة-دراسة حالة الجزائر (2000-2014) ، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية ، تخصص مالية واقتصاد دولي ، جامعة محمد خيضر بسكرة ، 2015 ، ص:16.

معدل تبادل الدولار الذي يتخذ أساسا لتسعير النفط مع العملات الرئيسية الأخرى ، ومن هنا يلزم أن ينتسب السعر الحقيقي إلى سنة وهي سنة الأساس<sup>1</sup>.

يمكن القول بعد هذه التعاريف أن السعر البترولي هو المقابل النقدي الذي يقاس بالدولار لوحدة من البترول والذي يقاس بالبرميل.

### ثانيا :أنواع السعر النفطي

**1- الأسعار المعلنة :** أعلنت هذه الأسعار لأول مرة على النطاق العالمي من قبل شركة ستاندارد أويل نيوجيرسي الأمريكية عام 1880 عندما كانت السوق النفطية تتميز بوجود العديد من منتجي النفط الأمريكيين ، وكانت هذه الشركة قد فرضت سيطرتها على عمليتي نقل وتكرير النفط الخام منذ عام 1873، ومن ثم فقد أعلنت من جانبها أسعارا على النفط المستخرج من الآبار مباشرة بدون إشراك مستخرجيه في عملية التسعير<sup>2</sup>.

**2- الأسعار المتحققة :** هو عبارة عن السعر المتحقق لقاء تسهيلات أو حسومات يوافق عليها الطرفان البائع والمشتري ، والسعر المتحقق هو عبارة عن السعر المعلن مخصوم منه الحسومات أو التسهيلات المختلفة الممنوحة من طرف البائع أو المشتري ، كما أن هذه التسهيلات تعود لطرفين ، وتتأثر الأسعار المتحققة بالعلاقات الاقتصادية الدولية وظروف السوق البترولي<sup>3</sup>.

**3- أسعار الإشارة :** تكون هذه الأسعار في مستوى وسط ما بين السعرين السابقين الأسعار المعلنة والأسعار المتحققة وقد طبقت لأول مرة من قبل الجزائر بعد الاتفاق الذي عقده مع فرنسا في يوم 1965/07/28 وحددت أسعار الإشارة بموجب هذا الاتفاق بالشكل الذي لا يجب أن تحتسب مبيعات النفط الخام من خلاله بأقل من هذه الأسعار كما طبقتها فنزويلا حينما اتفقت مع الشركات النفطية العاملة

<sup>1</sup> نفس المرجع ، ص:16.

<sup>2</sup> جاب الله مصطفى ،تقلبات أسعار النفط وعلاقتها برصيدي الموازنة العامة وميزان المدفوعات —حالة الجزائر ، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية ،جامعة الوادي ،العدد 09 ، المجلد 01 ، 2016، ص:03.

<sup>3</sup> أدريس أميرة ، تقلبات أسعار النفط وأثرها على السياسة المالية-دراسة قياسية على الاقتصاد الجزائري(1980-2014) ،أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، تخصص مالية وبنوك ، كلية العلوم الاقتصادية ،جامعة أبي بكر بلقايد ،تلمسان ، 2016، ص:96.

في أراضيها على احتساب العوائد الحكومية بهذه الأسعار اعتباراً من يوم 01/01/1967 وليس على أساس الأسعار المتحققة التي كانت سائدة بين الطرفين سابقاً.

**4- أسعار الكلفة الضريبية :** تمثل هذه الأسعار في واقع الأمر ، الكلفة الحقيقية التي تدفعها الشركات النفطية الكبرى من أجل الحصول على البرميل الخام من النفط المنتج بموجب الاتفاقيات التي عقدتها مع حكومة الأقطار المنتجة للنفط المعنية ، وفي نفس الوقت تعتبر هذه الأسعار القاعدة التي تركز عليها الأسعار المتحققة في السوق النفطية ، إذ أن بيع النفط الخام بأقل من هذه الأسعار يعني الخسارة بطبيعة الحال<sup>1</sup>.

**5- الأسعار الآنية (الفورية) :** برزت هذه الأسعار في السوق نهاية عام 1978 وما هي إلا أسعار الصفقات الفورية غير المتعاقد عليها مسبقاً والتي ينتهي مفعولها بانتهاء عملية البيع والشراء وتكون هذه الأسعار متأثرة بأوضاع العرض والطلب السائد في السوق يوم إجراء عملية البيع والشراء<sup>2</sup>.

### ثالثاً : العوامل المؤثرة في تحديد أسعار البترول

**1- العرض والطلب :** من المعروف أن استقرار السوق العالمية للنفط يعتمد على عوامل أساسية أهمها التفاعل بين العرض والطلب والموازنة بينهما بالسحب أو بالإضافة إلى المخزون العالمي من النفط ومن شأن الاختلال الذي يلحق بواحد أو أكثر من تلك العوامل أن تتعكس آثاره في ارتفاع السعر أو انخفاضه<sup>3</sup>.

**2- الموقع الجغرافي :** إن الموقع الجغرافي لمنافذ التصدير يؤثر تأثيراً بالغاً في أسعار براميل النفط ، حيث أنه كلما قربت منافذ التصدير من نقاط الاستلام كانت أجور الشحن أقل مما يؤدي إلى انخفاض تكاليف النقل ومنه ننخفض أسعار براميل النفط وهذا ما جعل بعض منافذ التصدير مثل مضيق هرمز ومضيق جبل طارق منافذ متميزة بالنسبة للدول المستهلكة الكبرى<sup>4</sup>.

**3- العوامل الاستراتيجية والسياسية :** يخضع إنتاج البترول في مراحل مختلفة للعديد من العوامل غير الاقتصادية وخاصة الإستراتيجية والسياسية منها ، مما يجعل أي محاولة لوضع أسس علمية واقتصادية

<sup>1</sup> جاب الله مصطفى ، نفس المرجع ، ص:04.

<sup>2</sup> جاب الله مصطفى ، مرجع سبق ذكره ، ص:04.

<sup>3</sup> عبد المطلب عبد الحميد ، اقتصاديات البترول والسياسة السعوية البترولية ، الدار الجامعية للنشر ، الطبعة الأولى ، الاسكندرية ، مصر ، 2015 ، ص:156.

<sup>4</sup> خير الدين وحيد ، أهمية الثروة النفطية في الاقتصاد الدولي والاستراتيجيات البديلة لقطاع المحروقات-دراسة حالة الجزائر ، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاد دولي ، جامعة محمد خيضر ، بسكرة ، 2013 ، ص:111.

موضوعية لتسعير البترول أمرًا يخضع للاجتهاد والتنبؤ حتى ولو تمكن أي باحث من التحكم في عوامل العرض والطلب والأسواق ، ولهذا فإن أسعار البترول ستخضع في النهاية للموقف التفاوضي بين الشركات النفطية والدول المنتجة والدول المستهلكة ، وما بين الدول المنتجة في بعضها البعض<sup>1</sup>.

**4- الاحتياطي النفطي :** الاحتياطي النفطي هو كمية النفط في باطن الأرض والذي يمكن استخلائه بالوسائل التقنية المعروفة ، ويتغير هذا الاحتياطي مع الزمن حسب الظروف التقنية والاقتصادية كما أن هناك علاقة عكسية بين حجم الاحتياطي البترولي وسعر البترول ، حيث كلما انخفض الاحتياطي قل العرض وبالتالي ترتفع الأسعار<sup>2</sup>.

**5- التغيرات الموسمية والعوامل البيئية :** إن التغيرات الموسمية لها تأثير قليل على أسعار النفط لأنها تدخل عادة في حساب الأسعار إلا أن التقلبات المناخية غير المتوقعة تؤثر على الأسعار بشكل مباشر ، والكوارث التي حدثت مؤخرا كالتسونامي في إندونيسيا وإعصار كاترينا في لويزيانا في الولايات المتحدة الأمريكية خير مثال على ذلك<sup>3</sup>.

**6- التقنيات المستعملة في الإنتاج :** إن استخدام التقنيات الحديثة في الصناعة الإستخراجية والتحويلية للنفط تؤدي إلى تحسين نمط وأساليب العمليات النفطية بمختلف مراحلها وهذا يؤدي بدوره إلى انخفاض تكاليف الإنتاج ، وزيادة كفاءة استخلاص النفط من الحقول والمكامن النفطية وهذا يؤدي إلى التأثير على مجمل أسعار النفط<sup>4</sup>.

**7- الحروب والصراعات الإقليمية :** إن للحروب والصراعات الإقليمية تأثيرات كبيرة على أسعار النفط ، ففي الحروب يزيد الطلب على النفط بشكل رهيب قصد تمويل العمليات العسكرية وهذا يؤدي إلى ارتفاع أسعار النفط ، إضافة إلى أنه وخلال الحروب التي تكون أغلبها دائرة في مناطق إنتاج النفط تتوقف عمليات استخراج البترول ، مما يؤدي إلى قلة المعروض منه ، وهذا يؤدي أيضا إلى ارتفاع أسعاره مثلما حدث في حرب الخليج الأولى والثانية<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> عبد المطلب عبد الحميد ، نفس المرجع ، ص:156.

<sup>2</sup> عبد الحميد لخديمي ، سمية موري ، تغيرات سعر النفط وسعر الصرف في الجزائر-مقاربة تحليلية وقياسية ، بحوث اقتصادية وعربية ، العدد 07 ، جامعة بشار ، 2015 ، ص: 150.

<sup>3</sup> عبد الوهاب الشيخ قادر ، أسعار النفط في السوق الدولية وأبعادها على سياسة الدول ، بحث منشور على الموقع ،

<http://diae.net/6739> تم الاطلاع عليه بتاريخ: 2018/04/15.

<sup>4</sup> وليد نزهة ، نشأة أسعار النفط و أبعادها على سياسة الدول ، المؤتمر الدولي لدراسات نفط العراق أيام 20-22 ديسمبر 2011 ، منشور

على الموقع: <http://www.arab-oil-naturalgas.com> ، تم الاطلاع عليه بتاريخ: 2018/04/15.

<sup>5</sup> خير الدين وحيد ، مرجع سبق ذكره ، ص:113.

**المبحث الثالث : أسباب وانعكاسات انهيار أسعار النفط في سنة 2014**

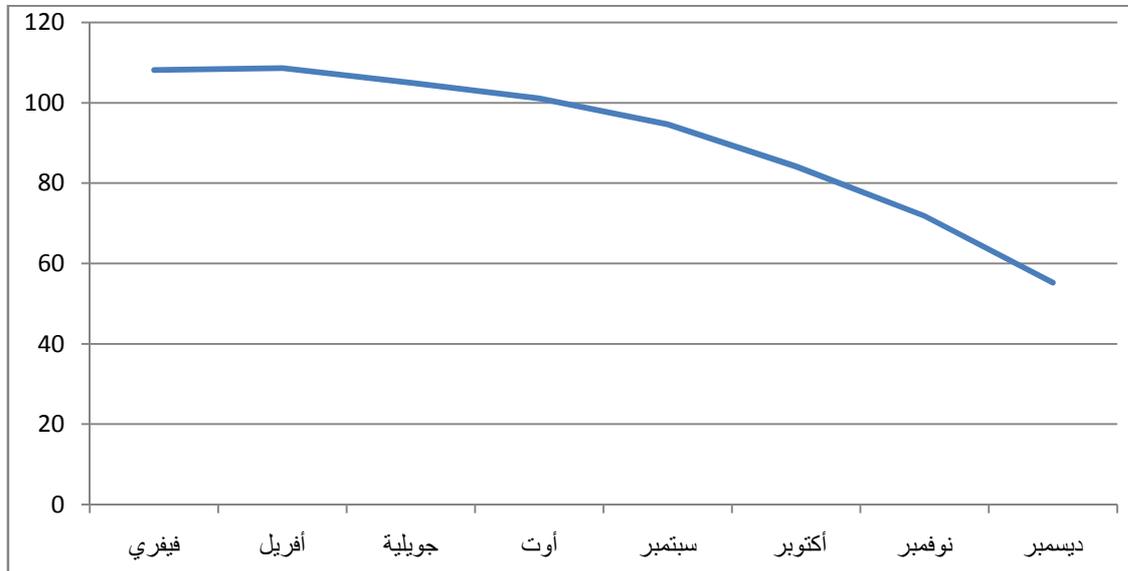
تعددت الأسباب وراء انخفاض وانهيار أسعار النفط سنة 2014 إلا أن الانعكاسات الناتجة عن هذا الانخفاض في الأسعار كانت وخيمة، وأثرت تأثيرا سلبيا على الاقتصاد العالمي بصفة عامة واقتصاديات الدول النفطية بصفة خاصة.

**المطلب الأول : أسباب انخفاض اسعار النفط**

انخفضت أسعار النفط أكثر من النصف منذ أواسط عام 2014 حتى بداية عام 2015 وانخفضت أسعار المعادن الأخرى أيضا، ولكن بأقل حدة وهي عادة ما تتفاعل مع النشاط الاقتصادي العالمي، وفي هذا الأمر دلالة على أن عوامل خاصة بسوق النفط هي التي أدت الى انخفاضه على نحو حاد ولقد تضافرت عدة أسباب وعوامل أدت الى الانخفاض الحالي الذي نشهده في أسعار النفط.

والشكل الموالي يبين اتجاه أسعار النفط سنة 2014.

**الشكل رقم(05) : اتجاه أسعار النفط سنة 2014.**



المصدر : من إعداد الطالبين بالاعتماد على احصائيات إدارة معلومات الطاقة الأمريكية.

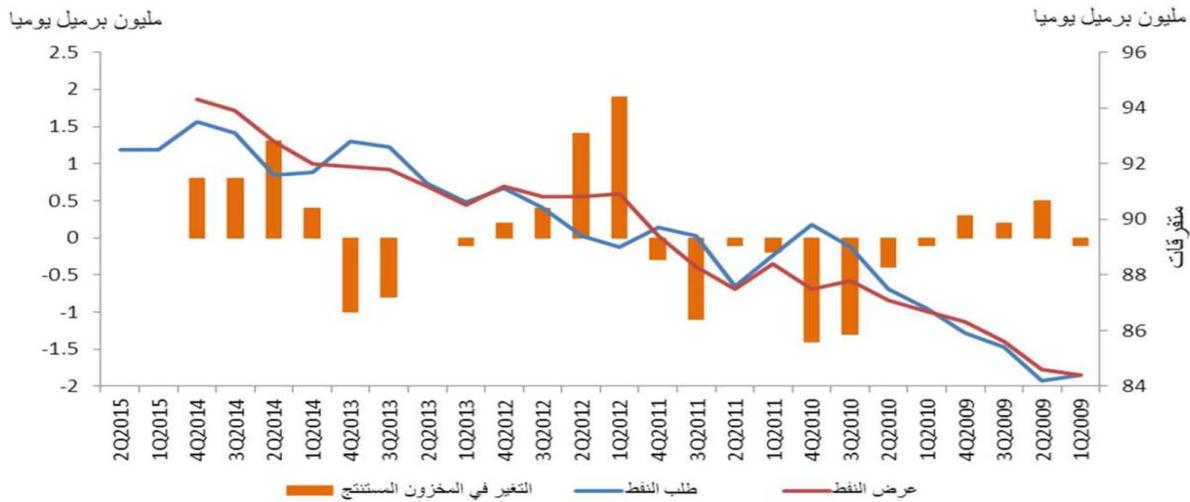
نلاحظ من خلال التمثيل البياني انخفاض تدريجي في أسعار النفط طوال أشهر سنة 2014 فبعدما كان سعره يعادل 108,16 و 108.63 دولار للبرميل شهري فيفري وأفريل على التوالي ليسجل بعدها تراجع

تدرجي خلال الأشهر التي تليها حتى وصل سعر البترول إلى أدنى مستوى له خلال نهاية عام 2014 ، ويعود الانخفاض الحاد في أسعار النفط الى تضافر مجموعة من الأسباب تتمثل فيما يلي:

**1- عوامل العرض والطلب :** يعتبر تراجع الطلب على النفط مع وفرة العرض من أبرز الاسباب التي أدت لانخفاض أسعار النفط فقد زاد انتاج الولايات المتحدة للنفط مثلا منذ عام 2008 حتى أواخر 2014 بنسبة 70% ، فالسوق الامريكى هو المستهلك الأكبر للنفط ، منتعش حاليا مع زيادة انتاج الولايات المتحدة من النفط وقد أرجع الهبوط الشديد لأسعار النفط الى قفزة في المعروض من خارج أوبك الى أعلى معدل للنمو له على الاطلاق وانكماش النمو في الطلب<sup>1</sup>.

والشكل الموالي يوضح تطور العرض والطلب النفطي خلال الفترة (2009-2015)

**الشكل رقم (06) : تطور العرض والطلب النفطي في الفترة (2009-2015).**



المصدر: خالد بن راشد الخاطر ، تحديات انهيار أسعار النفط والتتويج الاقتصادي في دول مجلس التعاون ، أوت 2015، ص:5.

يلاحظ من خلال المنحنى أعلاه أن ارتفاع مستوى الطلب في الفترة الممتدة من الربع الثاني من عام 2009 إلى غاية الربع الرابع من عام 2013 معززة بزيادة نمو الاقتصاد الصيني ، بينما وصل سعر البرميل من النفط الى مستويات مرتفعة ، وهو ما دفع إلى تنامي الاستثمارات في مجال النفط لتزويد الأرباح خاصة في الولايات المتحدة الأمريكية ، ومع تطوير استخراج النفط والغاز الصخريين ، زاد المعروض النفطي في

<sup>1</sup>فريد راهم ، نبيل بوركاب ، انهيار أسعار النفط ، المؤتمر الأول : السياسات الاستخدامية للموارد الطاقوية وتأمين الاحتياجات الدولية ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، جامعة سطيف 1، 2015، ص:03.

الأسواق خلال عام 2014 ، مقابل انخفاض الطلب العالمي عليه مع انخفاض نسبة نمو الصين، وتباطؤ أداء الاقتصاد الأوروبي ، وتقارب التخمة في المعروض من النفط 2 مليون برميل في الربع الأول من سنة 2015.

**2- الغاز الطبيعي :** الغاز الطبيعي أحد مصادر الطاقة البديلة للنفط من المحروقات عالية الكفاءة وقليلة الانبعاثات الملوثة للبيئة ويتكون الغاز الطبيعي من العوالم وهي كائنات مجهرية تتضمن الطحالب والكائنات الأولية ماتت وتراكمت في طبقات المحيطات والأرض وانظغمت البقايا تحت طبقات رسوبية وعبر آلاف السنين قام الضغط والحرارة الناتجين عن الطبقات الرسوبية بتحويل هذه المواد العضوية إلى غاز طبيعي<sup>1</sup>. إن الغاز الطبيعي يشكل موردا مهما من موارد الطاقة خصوصا في الدول الصناعية المتقدمة نتيجة المزايا الفنية والاقتصادية والبيئية التي يتمتع بها ولسهولة استخدامه كوقود ذو محتوى حراري عال ، لذلك تطور انتاج واستهلاك الغاز بشكل سريع منذ بداية القرن الحالي<sup>2</sup>.

ويتمتع الغاز بمجموعة من المزايا نوجزها فيما يلي<sup>3</sup>:

- يتميز الغاز الطبيعي بالنظافة والاستعمال وذلك لخلوه من الشوائب الكبريتية، لذلك فإن استخدامه وحرقه في الأفران لا يؤدي إلى تلويث البيئة ، كما أنه لا يؤثر في أنابيب الأفران
- انخفاض سعر الغاز الطبيعي النسبي (تكلفة الفرصة البديلة) مقارنة بسعر النفط وارتفاع المردود الاقتصادي لاستخدامه في الأسواق المحلية خاصة إذا كان يخرج مصاحبا للنفط حيث لا يوجد له فرصة تكلفة بديلة .
- يتميز الغاز الطبيعي بكونه سريع الاشتعال ولذلك يعد وقودا مثاليا وخاصة في الاستعمالات المنزلية.
- اعتماد كثير من الصناعات البتروكيمياوية على الغاز الذي يدخل في العديد من الصناعات الحديثة ذات القيمة الاقتصادية المضافة العالية.

<sup>1</sup> مصطفى بن مقدم ، أنيسة بن رمضان ، الموارد الطبيعية الناضبة وآثارها على النمو الاقتصادي-دراسة حالة الجزائر ، المجلة الجزائرية للعلوم والسياسات الاقتصادية ، العدد 03 ، 2012 ، ص:12.

<sup>2</sup> حمد بن محمد آل الشيخ ، اقتصاديات الموارد الطبيعية والبيئة ، الطبعة الأولى ، مكتبة العبيكان للنشر ، الرياض ، السعودية ، 2007 ، ص:86.

<sup>3</sup> حمد بن محمد آل الشيخ ، نفس المرجع ، ص ص:83-84.

- كذلك لبعض مكونات الغاز كالميثان والإيثان ميزات تساعد على التحكم في درجة حرارة الأفران إلى أقرب درجة مئوية مرغوب فيها ، وذلك لوجودها في الحالة الغازية ، كما أنها تتميز بارتفاع محتواها الحراري أيضا.
- اعتماد أكثر محطات تحلية المياه المالحة الحديثة على غاز الإيثان كمصدر للطاقة لإنتاج المياه المحلّات والطاقة الكهربائية.

**3- النفط الصخري :** النفط الصخري هو نوع من النفط الخفيف والذي يستخرج من الصخور الرسوبية التي تحتوي على النفط غير التقليدي من باطن الأرض باستخدام وسائل وتقنيات حديثة وجد متطورة ، والتي تعتمد على ضغط الماء المخلوط بالماء والكيماويات لتفتيت الصخور واستخراج النفط المحبوس بطريقة التكسير الهيدروليكي<sup>1</sup>.

وقد بلغ إنتاج الولايات المتحدة الأمريكية من النفط الصخري 8,3 مليون برميل يوميا وهو أعلى معدل تحقّقه الولايات المتحدة الأمريكية منذ عام 1988 وهو يقل عن إنتاج السعودية التي تعتبر أكبر منتج للنفط في العالم بمليون برميل فقط وساعد الإنتاج المحلي من النفط على رفع المخزون الأمريكي أواخر أبريل من سنة 2014 نحو 400 مليون برميل وهو أكبر مخزون تحتفظ به الولايات المتحدة الأمريكية في تاريخها.

ولتوضيح انعكاسات هذه التطورات على سوق النفط نوضح أن الولايات المتحدة الأمريكية كانت تستورد من نيجيريا أكثر من 400 ألف برميل قبل سنة 2014 ولكن بعدها أصبحت لا تستورد شيئا ولذا أصبحت نيجيريا تتوجه كغيرها من دول منظمة الأوبك إلى الأسواق الآسيوية لتتنافس مع بعضها البعض على نفس الأسواق لبيع نفطها<sup>2</sup>.

**4- التواطؤ السعودي الأمريكي :** إن الفائض في سوق النفط العالمية المقدر بـ 2 مليون برميل يوميا لسنة 2014 والتباطؤ القليل في النمو الاقتصادي في الصين والاتحاد الأوروبي لا ينبغي أن يؤدي إلى هذا الانخفاض الحاد في أسعار النفط ، كما عانى الاقتصاد العالمي أزمات اقتصادية ومصرفية متزامنة خلال الفترة من 2008 إلى 2011 ولكن أسعار النفط لم تنخفض بهذا الشكل الحاد ولهذا الوقت الطويل.

<sup>1</sup> جمال قاسم حسن ، النفط والغاز الصخريين وأثرهما على أسواق النفط العالمية ، صندوق النقد العربي ، جويلية 2015 ، ص:02.

<sup>2</sup> ممدوح سلامة ، ندوة حول تداعيات هبوط أسعار النفط على البلدان المصدرة ، سلسلة دراسات المركز العربي للأبحاث ودراسة السياسات ، الدوحة ، قطر ، 2015 ، ص:42.

ففي الماضي عندما تنخفض أسعار النفط انخفاضاً حاداً كانت أوبك تقرر خفض الإنتاج فوراً لدعم الأسعار لكن هذه المرة في الجلسة 166 في عام 2014 قررت أوبك وبضغط من المملكة العربية السعودية عدم خفض الإنتاج وتشير الأدلة الظرفية إلى التواطؤ السياسي بين المملكة العربية السعودية والولايات المتحدة الأمريكية ، وراء هذا الانخفاض الحاد في أسعار النفط بغرض إضعاف إيران و روسيا ، واستغلت المملكة العربية السعودية انخفاض أسعار النفط لإلحاق الضرر باقتصاد إيران وإضعاف نفوذها في الشرق الأوسط في حربها بالوكالة على إيران بشأن برنامجها النووي ، في حين أن الولايات المتحدة استغلت انخفاض أسعار النفط لإضعاف اقتصاد روسيا ، وتشديد العقوبات ضدها بسبب أوكرانيا<sup>1</sup>.

**5- عودة إيران إلى تصدير النفط :** بعد رفع جزء كبير من العقوبات الدولية المفروضة على إيران تمكنت من الوصول إلى أسواق النفط الدولية بشكل أسهل ، فيما تتوقع المنظمة الدولية للطاقة أن يزيد الإنتاج بمقدار 300 برميل يوميا مع انتهاء عام 2014 ، هذه الزيادة في كمية النفط المتوفر عالمياً كان لها تأثير كبير على أسعار النفط<sup>2</sup>.

والجدول الموالي يبين إنتاج إيران من النفط في الفترة 2009-2014

**الجدول رقم (11) : إنتاج إيران من النفط خلال الفترة 2009-2014**

الوحدة: مليون برميل/اليوم

السنوات	2009	2010	2011	2012	2013	2014
الإنتاج	3.56	3.54	3.58	3.74	3.56	3

Source :IEA's World Energy Outlook 2014

**6- زيادة الإنتاج في العراق :** تمكن العراق من زيادة إنتاجه من النفط الخام من 3,3 إلى 4,3 مليون برميل يوميا هذه الزيادة المقدره بمليون برميل تعادل إنتاج الجزائر بأكمله ، وهو ثالث أكبر منتج للبتترول في إفريقيا الأمر الذي ساهم في انخفاض الأسعار.

والجدول التالي يوضح إنتاج العراق من النفط خلال الفترة 2009-2015.

<sup>1</sup>مدوح سلامة ، مرجع سبق ذكره ،ص:29.

<sup>2</sup>ثمانية أسباب وراء انهيار أسعار النفط خلال سنة 2014 ، مقال صحفي ، على الموقع ، www.dw.com/ar ، تم الاطلاع بتاريخ 2018/04/16.

الجدول رقم(12) :إنتاج العراق من النفط خلال الفترة 2009-2015

الوحدة :ألف برميل /اليوم

السنوات	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
الانتاج	2452	2490	2801	3116	3141	3285	4031

Source : www.bp.com/ statistical review of world energy.2017. Consulte Le 15-04-2018

نلاحظ من خلال الجدول تزايد في كمية انتاج النفط في العراق خلال الفترة الممتدة من سنة 2009 إلى 2010 حيث كانت تنتج 2452 ألف برميل في اليوم في 2009 ثم ارتفع الانتاج إلى 2490 في السنة التي تليها وواصل الارتفاع حتى عادل 4051 ألف برميل سنة 2015.

**المطلب الثاني : انعكاسات انخفاض أسعار البترول على الدول المصدرة**

تواجه البلدان المصدرة للنفط في من منطقتي "الشرق الأوسط و شمال إفريقيا وأفغانستان وباكستان والقوقاز وآسيا الوسطى خسائر كبيرة في إيرادات التصدير والإيرادات الحكومية نتيجة الانخفاض الحاد في أسعار النفط ، وتتوفر لدى العديد من البلدان هوامش وقائية كبيرة في شكل أصول أجنبية تسمح لها بتجنب إجراء تخفيضات حادة في الإنفاق وتخفيف العبء على النمو، وبالنسبة لبلدان منطقة القوقاز وآسيا الوسطى تتفاقم آثار انخفاض أسعار النفط نتيجة تعمق الركود في روسيا التي ترتبط بها ارتباطا وثيقا من خلال التجارة وتحويلات العاملين في الخارج.

**1- الخسائر الخارجية :** تواجه البلدان المصدرة للنفط في منطقتي الشرق الأوسط وشمال إفريقيا وأفغانستان وباكستان والقوقاز وآسيا الوسطى خسائر كبيرة نتيجة انخفاض حاد في أسعار النفط وذلك لاعتماد معظم هذه الاقتصاديات بشدة على النفط ، والصادرات النفطية في المتوسط تمثل ثلثي مجموع الصادرات في البلدان المصدرة للنفط في المنطقتين.

وقد وصلت خسائر صادرات النفط في عام 2015 إلى 200 مليون دولار من إجمالي الناتج المحلي في دول مجلس التعاون الخليجي ، وحوالي 90 مليار دولار من إجمالي الناتج المحلي في البلدان خارج مجلس التعاون الخليجي ، وحوالي 35 مليار دولار من إجمالي الناتج المحلي في البلدان المصدرة للنفط في منطقة القوقاز آسيا الوسطى.

2- **رصيد الحساب الجاري** : يتوقع انخفاض فوائض الحسابات الجارية في العالم في العام الجاري إلى 1.6% من إجمالي الناتج المحلي في دول مجلس التعاون الخليجي ، أما البلدان المصدرة للنفط خارج مجلس التعاون الخليجي والبلدان المصدرة للنفط في منطقة "القوقاز وآسيا الوسطى فيرجح أن تسجل عجزا بنحو 5% و 2,7% من إجمالي الناتج المحلي على التوالي<sup>1</sup>.

3- **إيرادات المالية العامة** : تتخضع إيرادات المالية العامة أيضا بسبب استحواذ الحكومات في منطقتي "الشرق الأوسط وشمال إفريقيا ، وأفغانستان وباكستان ، والقوقاز وآسيا الوسطى على إيرادات صادرات النفط بالكامل تقريبا ، ومن الضروري بالنسبة لمعظم البلدان المصدرة للنفط أن تتجاوز أسعار النفط المستوى المتوقع لعام 2015 وقدره 75 دولار ، حتى يمكنها تغطية النفقات الحكومية التي زادت في السنوات الأخيرة استجابة لتزايد الضغوط الاجتماعية والأهداف الموضوعية لتطوير البنية التحتية<sup>2</sup>.

ونتيجة لذلك من المتوقع أن يتسبب انخفاض أسعار النفط في تقليص مراكز المالية العامة بصورة ملحوظة في مختلف بلدان المنطقة ، وباستثناء الكويت وتركمانستان وأوزباكستان ، من المتوقع أن تسجل جميع بلدان المنطقة عجزا في المالية العامة في عام 2015 ويتوقع تحول فائض المالية في دول مجلس التعاون الخليجي ( 4.6% من إجمالي الناتج المحلي في عام 2014 ) ، إلى عجز قدره 6.3% من إجمالي الناتج المحلي في عام 2015.

وفي ظل السياسات الراهنة وبافتراض حدود تعافي جزئي في أسعار النفط تماشيا مع أسواق العقود الآجلة ، قد تشهد أرصدة المالية العامة في معظم البلدان تحسنا تدريجيا على المدى المتوسط مع استمرارها في تسجيل العجز.

وحتى بعد انخفاض أسعار النفط ، فإن أسعار الطاقة التي يتحملها المستهلكون في معظم البلدان المصدرة للنفط لا تزال أقل كثيرا من الأسعار الدولية ، ولا تدرج بنود "دعم أسعار الطاقة" في الميزانية العامة ، لكنها تبقى كأحد أشكال هدر الإيرادات المهمة ، ومن أسباب النمو السريع الاستثنائي استهلاك الطاقة في هذه البلدان.

<sup>1</sup> صندوق النقد الدولي ، مستجدات آفاق الاقتصاد الاقليمي ، إدارة الشرق الأوسط وآسيا الوسطى ، جانفي 2015 ، ص:09.

<sup>2</sup> آفاق الاقتصاد الاقليمي ، دراسات استقصائية للأوضاع الاقتصادية والمالية العالمية ، صندوق النقد الدولي ، أكتوبر 2015، ص:21.

فالواقع الجديد للمالية العامة في معظم البلدان المصدرة للنفط يعزز الحاجة الماسة للبدء بمعالجة التسعير المنقوص لمنتجات الطاقة في البلدان المصدرة للنفط في منطقتي الشرق الأوسط وشمال إفريقيا وأفغانستان وباكستان والقوقاز وآسيا الوسطى.

**4- ضعف أسواق الأسهم :** شهدت أسواق الأسهم في عدد من البلدان منها إيران وكازاخستان ، والكويت والمملكة العربية السعودية والإمارات العربية المتحدة هبوط حاد في أواخر عام 2014 نتيجة تزايد المخاوف من مدى تأثير اقتصادياتها بانخفاض أسعار النفط ، وخاصة احتمال قيام الحكومات التي كانت من أهم محركات زيادة إيرادات الشركات بخفض نفقاتها استجابة لانخفاض أسعار النفط<sup>1</sup>.

### المطلب الثالث: مستقبل أسعار النفط

تشير معظم الدراسات الى صعوبة التنبؤ بأسعار النفط على المدى القصير ، إذ يمكن القول أن التنبؤ بالسعر في العام القادم أصعب من التنبؤ بمتوسط السعر على مدى عشر سنوات ، وتشير أن تطور الأسعار بالانخفاض أو الارتفاع مرتبط بالعرض والطلب وتعتمد هذه الدراسة على عاملين هما :

**1- مدى استعداد أوبك والمملكة العربية السعودية لخفض الانتاج في المستقبل :** يعتمد هذا الأمر أساسا ، على دافع تغير الإستراتيجية من استهداف الأسعار إلى استهداف الحصص في المقام الأول وفق عوامل جيوسياسية فالمملكة العربية السعودية وجدت أنه من المكلف ان تكون هي المنتج المرجع في الأسواق في ظل زيادة الانتاج من خارج الأوبك ، ومن ثم فمن المتوقع أن تتغير هذه الاستراتيجية في ظل المستقبل القريب ، إلا في حال إجبار انخفاض مداخل النفط كل من المملكة العربية السعودية والأوبك من جهة ، وروسيا وغيرها من المنتجين الرئيسيين من خارج الأوبك من جهة أخرى ، على الاتفاق على أقسام خفض الانتاج في المستقبل.

وكانت المملكة العربية السعودية حتى صيف عام 2014 تطلع بدور المنتج المرجع الذي يعادل العرض العالمي بالطلب العالمي ، ولكن ذلك أدى إلى حفز الاستثمارات وانتاج النفط الصخري الذي كان مربحا مع ارتفاع تكلفته ، وذلك بفضل المملكة العربية السعودية التي غيرت هي وأبك سياستها إلى الاحتفاظ بالحصص في الأسواق ، من خلال دفع الأسعار إلى الأسفل إلى الحد الذي يؤدي إلى خفض الأمريكيين للإنتاج لمعادلة العرض العالمي بالطلب ، أي أن المملكة العربية السعودية وباختصار تجبرهم على القيام

<sup>1</sup>آفاق الاقتصاد الاقليمي ، مرجع سبق ذكره ، ص:25.

بدور المنتج المرجع ، فالمنطق يتطلب من منتج عالي الكفاءة كالمملكة العربية السعودية ودول مجلس التعاون زيادة الانتاج وربما الانتاج بأقصى طاقة ممكنة ، وهذا سيخرج من السوق المنتج الذي يكون قليل الكفاءة أو تكون تكلفه انتاجه عالية ، في حين سيشهد النفط الصخري كغيره من المعادن رواجاً ثم انفجاراً ومن المتوقع في هذه الحالة أن يكون سعر الأسعار هو سعر النفط الصخري والأرضية هي سعر نفط الأوبك<sup>1</sup>.

## 2- مدى استجابة الاستثمارات والانتاج لانخفاض الأسعار

تشير التوقعات إلى أن انتاج النفط الصخري وربحه سينخفضان انخفاضاً كبيراً وأن المنتجين الذين لم يحتاطوا في مسألة انخفاض الأسعار سيواجهون ضغوطات مالية كبيرة ، وأن الانتاج سينقلص ، كما تشير إلى أن بعضهم سيخرج من الأسواق ، وإلى أن حفر أبار نفط صخري جديدة سيكون غير مربح عندما تهبط الأسعار إلى أدنى من 70 و 80 دولار للبرميل وباختصار شديد فإن ديناميكية انخفاض الأسعار سيؤدي إلى انخفاض العرض إلى المستوى الابتدائي لارتفاع إنتاج النفط الصخري ، وسيؤدي ذلك إلى ارتفاع جزئي في الأسعار لتصبح في حدود 70 و 80 دولار في المدى المتوسط إلى عام 2019 ولكن ثمة حالات من عدم اليقين المتعلقة بهذه التوقعات على غرار غيرها من التوقعات سواء كانت ذلك بالنسبة للعرض أو الطلب.

ومنه يمكن القول بالنسبة إلى احتمالات العرض من الممكن حدوث تغيير في موقف السعودية والأوبك وخفض الانتاج أو تغيير في الأوضاع الجيوسياسية ، ومعاودة تفجر الاضطرابات السياسية في دول منتجة في الشرق الأوسط (انقطاع الامدادات من العراق او ليبيا او غيرها) والتوتر في أوكرانيا ، أما بالنسبة إلى احتمالات الطلب فمن الممكن حدوث عودة للنشاط الاقتصادي العالمي، ومن ثم تعاني الطلب ويعاني الاقتصاد الأوروبي وعودة النشاط في الاقتصاد الصيني<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> سمير سعيغان ، ندوة حول تداعيات هبوط أسعار النفط على البلدان المصدرة ، الدوحة ،نوفمبر 2015 ،ص:20.

<sup>2</sup> خالد بن راشد الخاطر ، تحديات انهيار أسعار النفط وردات أفعال السياسات في دول مجلس التعاون ،الدوحة ،قطر ،2015 ،ص:55.

## خلاصة الفصل :

يعتبر النفط بمختلف أنواعه السائل والغازي والصلب أهم مصدر للطاقة حاليا بالنظر للخصائص التي تميزه عن المصادر الأخرى والتمثلة أساسا في الوفرة النسبية وسهولة الاستغلال وملائمته للتكنولوجيا المستخدمة حاليا ، والجدير بالذكر أن النفط كمادة خام لا يمكن استعماله واستهلاكه إلا بعد تصفيته أو تكريره وتحويله إلى منتجات سلعية نفطية مختلفة في ظل ما يعرف بالصناعة النفطية ، فالنفط يمتاز عن باقي الموارد الخام الأخرى أنه لا يستهلك مباشرة ولا يستغل إلا بعد القيام بعمليات إنتاجية صناعية من أجل الوصول إلى المنتجات النفطية.

تعد سوق النفط أهم سوق في العالم بسبب حجم المعاملات التي تتم فيها وبالنظر لمستوى المتدخلين فيها حيث تعتبر منظمة الأوبك بالإضافة إلى الشركات العالمية الكبرى أهم المتعاملين المتحكمين في العرض النفطي وفي المقابل تعد الوكالة الدولية للطاقة الممثلة للدول المتقدمة بالإضافة إلى الصين والهند أهم المتحكمين في الطلب النفطي.

يتم تسعير النفط بعدة أنواع من الأسعار التي تختلف باختلاف أسواق النفط والمتعاملين بها إلا أن النوع الأكثر استعمالا حاليا هو السعر اليومي المتداول في أسواق المعاملات الفورية والآجلة التي تستحوذ على معظم التبادلات النفطية العالمية ، وهناك العديدي من العوامل المؤثرة في تحديد أسعار النفط على غرار العرض والطلب ، الموقع الجغرافي ، العوامل الاستراتيجية والسياسية ، الاحتياطي النفطي ، الحروب والصراعات الاقليمية.

انخفضت أسعار النفط أكثر من النصف منذ أواسط عام 2014 حتى بداية عام 2015 ومن أهم الأسباب التي أدت إلى انخفاض الأسعار إلى مستويات منخفضة جدا نذكر : عوامل العرض والطلب ، الغاز الطبيعي الذي يتميز ببعض المزايا الفنية والاقتصادية التي يفتقر إليها النفط ، اكتشافات النفط الصخري التي في بعض البلدان مثل الولايات المتحدة والتي تعتبر من أهم المستهلكين للنفط التقليدي ، عودة بعض الدول إلى إنتاج وتصدير النفط مما أدى إلى فائض في العرض النفطي.

## الفصل الثالث : تأثير صناديق الثروة السيادية وواقعها

المبحث الأول: تأثير صناديق الثروة السيادية على القطاع المالي والحقيقي

المبحث الثاني: واقع صناديق الثروة السيادية

المبحث الثالث: دراسة تقييمية لبعض تجارب صناديق الثروة السيادية السلعية

## تمهيد:

يعتبر تأثير صناديق الثروة السيادية متعدد الأوجه ، فعلى مستوى الاقتصاد المحلي يعطي للسلطات العمومية القدرة على إدارة تدفقات رؤوس الأموال في اتجاه يسمح بحل المشاكل الهيكلية مما قد يساهم في تحقيق النمو الاقتصادي للبلد ، أما على المستوى الدولي يسمح الحجم الكبير لصناديق الثروة السيادية و استراتيجيتها الطويلة المدى من توفير السيولة لمختلف القطاعات ، إضافة الى إمكانية حل الازمات التي تشهدها الأسواق المالية الدولية ، كما عرف الحجم الإجمالي لصناديق الثروة السيادية ارتفاعات متواصلة على مدى العقود الماضية بالرغم من حدوث العديد من الازمات الاقتصادية التي مست الاقتصاد العالمي ، لذا خصصنا هذا الفصل لمعرفة تأثير صناديق الثروة السيادية على الاقتصاد العالمي وتأثر هذه الأخيرة بالازمات النفطية من خلال دراسة حجم أصولها بالإضافة إلى دراسة تقييمية لبعض صناديق الثروة السيادية السلعية ، وهذا ما سنوضحه في المباحث التالية :

المبحث الأول : تأثير صناديق الثروة السيادية على القطاع المالي والحقيقي

المبحث الثاني : واقع صناديق الثروة السيادية

المبحث الثالث : دراسة تقييمية لبعض صناديق الثروة السيادية السلعية

## المبحث الأول : تأثير صناديق الثروة السيادية على القطاع المالي والحقيقي

يعتبر تأثير صناديق الثروة السيادية متعدد الأوجه ، فعلى مستوى الاقتصاد المحلي يعطي للسلطات العمومية القدرة على إدارة تدفقات رؤوس الأموال في اتجاه يسمح بحل المشاكل الهيكلية مما قد يساهم في تحقيق النمو الاقتصادي للبلد ، إضافة إلى تفادي المرض الهولندي خاصة في الدول النفطية ، أما على المستوى الدولي يسمح الحجم الكبير لصناديق الثروة السيادية و استراتيجيتها الطويلة المدى من توفير السيولة لمختلف القطاعات ، إضافة الى إمكانية حل الازمات التي تشهدها الأسواق المالية الدولية ، ورغم إيجابيات صناديق الثروة السيادية إلا أنها يمكن أن تكون مصدر خطر على استقرار النظام المالي العالمي ، وهذا ما سنحاول دراسته في هذا المبحث.

### المطلب الأول : الآثار الاقتصادية لصناديق الثروة السيادية

توجد لصناديق الثروة السيادية تأثيرات عدة على القطاع المالي والحقيقي مما قد يساهم في دعم الاستقرار المالي أو تفادي الأزمات ويمكن حصر هذه الآثار فيما يلي:

- 1- تمويل صناديق الثروة السيادية للتطور الاقتصادي : إن وفرة الموارد المالية التي تعكس الارتفاع القوي في أصول الصناديق السيادية ، تدفعنا إلى التساؤل إلى أي مدى يمكن أن تساهم هذه الصناديق في تمويل التنمية في البلدان الفقيرة أو تعزيز قدرة الدول المعنية على التطور ؟ وعليه قام الاقتصادي " Santiso " سنة 2008 بمقارنة حجم أصول صناديق الثروة السيادية مع حجم أسواق الدول الناشئة ، فاقترح تخصيص هذه الصناديق 10% من محفظتها المالية للدول الناشئة في العشر سنوات التالية وهذا الذي يمثل تدفقا بـ 1400 مليار دولار ، أي أكثر من مجموع مساعدات دول منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية<sup>1</sup>.
- 2- معالجة المشاكل الهيكلية المستمرة في الاقتصاديات المحلية : يمكن للبلدان التي أنشأت صناديق الثروة السيادية استثمار فوائضها الكبيرة في شكل استراتيجي يسمح لها بالتغلب على نقاط الضعف الهيكلية في اقتصادياتها ، هذه الصناديق تسهل تحويل الثروة بين الأجيال مما يسمح للأجيال القادمة العيش في ظروف مقبولة اقتصاديا واجتماعيا ، ومن جهة أخرى تسمح الاستثمارات في الدول الأجنبية للدولة المالكة

<sup>1</sup> Pierre Jacquet, cercle des économistes, les fonds souverains acteurs du développement, contribution au cahier sur les fonds souverains ,p :07.

لهذه الصناديق بتحويل المعارف والخبرات التقنية التي تكون في حاجتها لتطوير الصناعة المحلية وقطاع المنشآت القاعدية أو البنى التحتية وإرساء أسس سليمة لتحقيق نمو اقتصادي مستديم<sup>1</sup>.

**3- أثر الصناديق السيادية على أسعار الأصول المالية :** يتفق العديد من الخبراء على دور صناديق الثروة السيادية في دعم الاستقرار المالي ، بمعنى أنها تساهم في السير الحسن للأسواق المالية الدولية والتوزيع الكفء مابين الدول للفوائض المالية المترتبة عن المواد الأولية ، وكذا زيادة السيولة في الأسواق وخاصة خلال فترة الاضطرابات.

فحسب "**Simon Johnson**" تعتبر صناديق الثروة السيادية صناديق طويلة الأجل بمعنى أنها تتبع إستراتيجية ( الشراء و الاحتفاظ) ، بدون اللجوء إلى الرافعة المالية ، وأنها مثل غيرها من المستثمرين للأجل الطويل على استعداد للتدخل في حالة هبوط اسعار الأصول ، وهذا ما يمارس على الأرجح تأثيرا إيجابيا على استقرار النظام المالي العالمي.

وعليه يمكن لصناديق الثروة السيادية أن تلعب دورا مهما في تحقيق الاستقرار المالي والنقدي في الاقتصاد العالمي من خلال توفير السيولة في الأسواق المالية العالمية ، وتوفير رؤوس الأموال لمختلف المؤسسات والقطاعات التي هي بحاجة إليها ، في شكل استثمارات وتمويلات طويلة الأجل وبالتالي تساهم في حل مشكلة نقص السيولة في الأسواق المالية العالمية وتحقيق الاستقرار في النظام المالي والنقدي العالمي ويتفادي التقلبات الاقتصادية الناتجة عن توتر أسواق رأس المال بسبب شح السيولة<sup>2</sup>.

**4- حماية الدول من المرض الهولندي "Dutsh Disease" :** تحظى مشكلة المرض الهولندي باهتمام كبير من قبل الباحثين الذين حاولوا دراستها من أجل تحديد أعراضها و كيفية معالجتها وفي هذا المجال يمكن إبراز بعض التعاريف فيما يلي<sup>3</sup>:

**تعريف « Ghilain Nzinsi » :** "عبارة عن ظاهرة اقتصادية متناقضة في كثير من الأحيان ، وتحدث في الدول السائرة في طريق النمو والتي تسجل وفرة في المواد الطبيعية من جهة وافتقار جزء كبير من سكان البلد

<sup>1</sup> كمال العقريب ، تقييم واقع ودور صناديق الثروة السيادية في تحقيق الاستقرار في الاقتصاد العالمي ، مجلة الاقتصاد الجديد ، العدد 10 ، المجلد 01 ، 2014 ، ص:129.

<sup>2</sup> حاج موسى نسيمة ، دور صناديق الثروة السيادية في دعم الاستقرار المالي ، دراسة أزمة الرهن العقاري ، أطروحة دكتوراه ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، تخصص اقتصاديات المالية والبنوك ، جامعة بومرداس ، الجزائر ، 2015 ، ص:120.

<sup>3</sup> حاج موسى نسيمة ، نفس المرجع ، ص ص:121-122.

من جهة أخرى ، وتنتج هذه الظاهرة عن عدم كفاءة الأسواق وكذا عدم تأدية الدولة لدورها المتمثل في تنظيم الأسواق .

**تعريف « Christine Ebrahim-Zadel » :** المرض الهولندي هو " تعبير يشير على نطاق واسع إلى العواقب الضارة لحدوث زيادات كبيرة في دخل بلد ما ."

**تعريف « Clément Gignac » :** " ظاهرة اقتصادية تحدث عندما ينتج عن اكتشاف ثروة طبيعية في بلد ما ارتفاع قيمة عملة هذه الأخيرة ، الأمر الذي ينعكس سلبا على المنتجات الصناعية مما يجعلها أقل تنافسية مقارنة بباقي الدول ."

مما سبق عرضه لتعاريف المرض الهولندي ، يتضح لنا أن هذه الأخيرة تعبر عن علاقة بين ازدهار التنمية الاقتصادية في دولة ما ، ما يسبب تطور الأسعار أو زيادة إنتاج المواد الأولية وانخفاض الانتاج الصناعي و الزراعي للبلد.

وعليه تسمح صناديق الثروة السيادية بتسهيل إدارة الفوائض نتيجة زيادة المداخيل بشكل كبير من خلال تحويل هذه الفوائض إلى صناديق الاستثمار ، واستثمارها عوض أن تكون عامل في زيادة الضغوط التضخمية ، كما تسمح باحتواء الطلب على الصادرات أو تكون قيمة الصادرات في مستوى معقول و مقبول وذلك من خلال امتصاص الصناديق لهذه الفوائض بدل ان توجه للاستيراد المفرط ، كما يمكن للصناديق أن تكون عامل مهم في تحقيق استقرار سعر الصرف وتجنب الصدمات الشديدة كما يساهم إنشاء صندوق ثروة سيادي في تحييد تأثيرات المرض الهولندي من خلال امتصاص الجزء الزائد من الأصول المتأتية من صادرات المواد الأولية واستثمارها في الأسواق المالية الدولية على شكل اوراق مالية ، وبمعنى آخر تعتبر صناديق الثروة السيادية وسيلة للدول المصدرة للمواد الأولية في تخفيض الآثار السلبية للارتفاع الكبير في أسعار المواد الأولية إضافة إلى تكوين الادخار ما بين الأجيال.

##### 5- بعض التأثيرات الأخرى لصناديق الثروة السيادية على القطاع المالي والحقيقي :

يمكن لصناديق الثروة السيادية بحجم أصولها الكبير المساهمة في القطاع المالي على الشكل التالي<sup>1</sup>:

<sup>1</sup>إياد حماد ، إدارة الصناديق السيادية وصناديق التحوط ، رسالة ماجستير ، تخصص إدارة أعمال ، كلية الاقتصاد ، جامعة دمشق ، سوريا ، 2009 ، ص ص:2-13.

- سماحها بتتويج مصادر الناتج المحلي الخام بتطوير أنشطة جديدة كما هو حال صناديق أبوظبي ودبي بتطويرها للسياحة وصناعات التسلية والأنشطة الأخرى المرتبطة بالمواد الأولية.
- توفيرها لموارد دائمة ومنتظمة للدول المالكة لها ، حيث تكون هذه الموارد غير مرتبطة بالمواد الأولية التي مهما بلغ مخزنها فستبقى قابلة للنضوب.
- المساهمة في تنمية الدول المستقبلية لاستثمارات الصناديق ، بتمويل الهياكل القاعدية وهذا ما دفع رئيس البنك العالمي الاقتراح على هذه الصناديق استثمار 1% من أصولها في المؤسسات الأفريقية بالتعاون مع البنك.
- المحافظة على الوظائف التي توفرها الشركات بدعمها لرؤوس أموال الشركات المتعثرة.
- المساهمة في زيادة تكامل الاقتصاد العالمي و زيادة المشاركة و ربط المصالح.
- المساهمة في تحقيق مزيد من الاستقرار الاقتصادي ، في الدول المنتمية إليها بتتويج الاقتصاد بالتوسع في الأنشطة غير النفطية خاصة ، بما يعمل على تقليص الاعتماد على واردات السلع الاستهلاكية ، ومن ثم تأثيرات التضخم المستورد.

### المطلب الثاني: مخاطر صناديق الثروة السيادية على النظام المالي الدولي

رغم أن صناديق الثروة السيادية يمكن أن تلعب العديد من الأدوار الإيجابية التي تساهم في استقرار القطاع المالي والحقيقي ، إلا أنها أيضا يمكن أن تكون مصدر خطر على استقرار النظام المالي العالمي ، وهذا ما سوف نحاول التطرق إليه في هذا المطلب.

#### 1- المساهمة في تطوير و زيادة خطر سلوك القطيع «Le mimétisme»

يعرف « André Oriéon » سلوك القطيع على أنه تلك العملية التي يقوم من خلالها عون اقتصادي ما بإتباع نفس سلوك الأعوان الآخرين في الأسواق المالية ، فتوقعات القطيع هي تلك التي تتخذ من طرف عون اقتصادي بالاعتماد على توقعات عون آخر اتخذ كأفضل نموذج.

وعليه يمكن تفسير سلوك القطيع في النقاط التالية<sup>1</sup>:

<sup>1</sup> حاج موسى نسيم ، مرجع سبق ذكره ، ص:123.

- يحاول عون اقتصادي رفع ارباحه عن طريق تقليد عون اقتصادي آخر يمثل أحسن نموذج بالنسبة له بإتباع نفس السلوك ، الأمر الذي قد يوصله إلى تجاهل معلوماته ، وتسمى هذه الظاهرة الأخيرة بنموذج كاسكاد (Le model cascade) والذي يمكن أن يفسر السحب المفاجئ للودائع في حالة الذعر المالي مثلما حدث خلال أزمة الأرجنتين.
- يطمع العون الاقتصادي من خلال اتباعه لسلوك القطيع تخفيض المخاطر المرتبطة باستثماراته في السوق ، بما أن سعر السوق يمثل الرأي المتوسط للمستثمرين وليس القيمة الأساسية للأصل.
- تحتسب أجور المسيرين في الأسواق المالية حسب أدائهم بالمقارنة مع أداء المتدخلين الآخرين في السوق وفي هذه الحالة لا يمكنهم تحقيق نتائج أقل مقارنة بالنتائج المحصل عليها من طرف المسيرين الآخرين فيضطر المسير في هذه الحالة إلى إتباع نفس سلوك المسيرين الآخرين للحصول على الأقل على نفس العائد.

وباعتبار صناديق الثروة السيادية تستحوذ عليها أصول مالية ضخمة جدا ، يتحكم في تسييرها واتخاذ القرار بشأنها عدد محدود من المسيرين والذين يعتمدون على المخاطرة في استثماراتهم عكس استثمارات احتياطات الصرف مما يجعل هذه الصناديق قادرة على تشجيع تطوير سلوك القطيع ذو التأثير السلبي على الأسواق المالية والذي ينتج عنه انخفاض كفاءة هذه الأخيرة.

## 2- مخاطر الاضطرابات المالية الناتجة عن عمليات صناديق الثروة السيادية : إن تأثير العمليات المالية

التي تقوم بها صناديق الثروة السيادية على أسعار الأصول المالية أو معدلات الفائدة ، تؤدي الى خلق اضطرابات في القطاع المالي ، وهذا راجع لحجم الأصول المالية التي تحوزها هذه الصناديق ، وتركيز استثماراتها ، وغياب الشفافية ، لذلك فكل القرارات التي تتخذها إدارة هذه الصناديق أو الاشاعات باتخاذ قرارات معينة ، تتعلق باستثمارات معينة ، أو سحب مبلغ معين ، سوف يؤدي إلى اضطراب في الأسواق وتذبذب في أسعار الأصول أو معدلات الفائدة ، ففي سنة 2005 قام الصندوق النرويجي بشراء معظم السندات الخاصة بالبنوك الايسلندية ، وبعد فترة قصيرة قام ببيعها ، هذا القرار أجبر البنوك المركزية في كل من النرويج ، السويد والدنمارك على التدخل وإنشاء صندوق النجدة من أجل إقراض البنك المركزي الايسلندي جزء من احتياطات البنوك المركزية في هذه الدول ، لمعالجة الآثار السلبية التي لحقت بالقطاع المالي الايسلندي نتيجة العملية التي قام بها الصندوق السيادي النرويجي.

كما قد تؤدي الصناديق السيادية ونتيجة لضخامتها إلى تقلبات في الأسواق المالية أو تعقد إدارة الأزمات وتقليل تأثير تدخل البنوك المركزية في حالات الأزمات المالية ، وذلك من خلال اتباع استراتيجيات استثمارية ذات المخاطرة العالية ، ومن هنا فإن الدول المضيفة صاحبة الأسواق المالية لا بد أن تهتم بالعمل على إدارة تلك النفقات الرأسمالية الكبيرة أيضا ، إذ أن استثمار الصناديق السيادية في الأصول طويلة الأجل ذات المخاطر العالية ، قد يؤدي إلى التأثير على أسعار الفائدة وأسعار حقوق الملكية من ناحية وقد يؤدي التحول عن الاحتفاظ بالعملة الوطنية للدولة المضيفة والاستثمار في حقوق ملكية دولية إلى انخفاض التدفقات الرأسمالية الداخلية وربما يسبب في زيادة سعر الفائدة الحقيقي وتدهور سعر الصرف وانخفاض الطلب المحلي وما ينجم عنه من أثار انكماشية تتزايد بفعل مضاعفات الإنفاق في الاقتصاد الوطني.

وفي ذات الوقت فإن التدفقات الداخلية للدول الأخرى تؤدي إلى تأثيرات عكسية ، حيث تنخفض أسعار الفائدة الحقيقية وترتفع أسعار الصرف لعملتها ومن ثم زيادة الطلب المحلي والذي يؤدي إلى موجات تضخمية بالاقتصاد الوطني ، ولاسيما في حالة عجز القطاع الانتاجي عن زيادة مواكبة المعروض السلعي ومن هنا لا بد للدولة من اتباع سياسات للحد من تلك التأثيرات كما تحويل الصناديق السيادية من الاستثمار في دولة ما للاستثمار في دولة أخرى يمارس أثرا على الأسعار المطلقة والنسبية للأصول ويؤدي إلى تدعيم الاختلال بين الدول<sup>1</sup>.

**3- تأثير الصناديق على سعر صرف الدولة الأم :** يأتي تأثير الصناديق السيادية على سعر صرف عملة الدولة الأم سواء من خلال تحول الأصول المحلية للاستثمار بالخارج ، أو من خلال تحويل الإيرادات من الخارج لداخل الاقتصاد الوطني أو كليهما فضلا عن تأثير الصناديق من خلال الاستثمار في الأصول المحلية ، حيث سيؤدي ذلك إلى زيادة الطلب على تلك الأصول فتتضخم أسعارها مما ينجم عنه مشاكل

<sup>1</sup> هشام حنضل عبد الباقي ، رؤيا لتفعيل دور صناديق الثروة السيادية لتجنب الأزمات المالية والاقتصادية في دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية ، مجلة التعاون ، صادرة عن الأمانة العامة لمجلس التعاون لدول الخليج العربية ، العدد 99 ، مارس 2010 ، ص 35-36.

تجبر السلطات النقدية إلى ضخ أموال في الاقتصاد وما لذلك من آثار تضخمية وخيمة على كافة نواحي الاقتصاد الوطني<sup>1</sup>.

**4- نقص شفافية صناديق الثروة السيادية :** توصلت كل من دراسة "ثرومان" و"لينبرغ-مادول" إلى انخفاض شفافية بعض أكبر صناديق الثروة السيادية في العالم مثل صندوق أبوظبي (ADIA) والصندوق الكويتي (KIA) والتي توفر القليل من المعلومات حول نشاطها وأهدافها أو سياستها الاستثمارية ، الأمر الذي قد ينجر عنه تقلبات في الأسواق المالية الدولية فقد ينتج عن نقص شفافية صناديق الثروة السيادية ارتفاع الأسعار في الأسواق المالية في حالة استجابة الأطراف المتعاملة في السوق للإشاعات المتعلقة بالسياسة الاستثمارية للصناديق ، بمعنى إذا تتبأت الأطراف المتعاملة في السوق أن صندوق سيادي ما سوف يزيد من نسبة استثماراته في قطاع معين ، فينتج عن ذلك ارتفاع أسعار أسهم لشركات القطاع ، وعليه ولتفادي ذلك لابد على الصناديق السيادية أن تكون أكثر شفافية بمعنى التصريح بكل المعلومات التي تخص أهدافها الاستثمارية وتركيبها محفظتها المالية ، و استراتيجيتها الاستثمارية<sup>2</sup>.

**5- تحقيق أهداف غير اقتصادية لصناديق الثروة السيادية :** يرى "ثرومان" أن معظم صناديق الثروة السيادية الكبرى مبهمة الأهداف الاستثمارية ، مما ولد خوف لدى الدول المستقبلية لاستثمارات هذه الصناديق خاصة الدول الصناعية الكبرى ( فرنسا ، الولايات المتحدة الأمريكية ، إيطاليا ،...الخ) وتمحور هذا الخوف حول أن يكون لهذه الصناديق أهداف غير اقتصادية من خلال الاستثمار في القطاعات الاستراتيجية والحساسة وبالتالي تهديد الأمن الوطني والاقتصادي للدول المضيفة ، فالطبيعة الاستراتيجية الكامنة في استثمارات هذه الصناديق ، والطموحات الجيوسياسية لمالكها ، والأخطار المحتملة على الأمن القومي خاصة وأن بعضا من هذه الصناديق مملوكة لدول ذات نظم سياسية من الصعب مراقبتها ، وذات طموحات سياسية واسعة على المستوى العالمي والإقليمي كالصين ، روسيا ، فنزويلا وليبيا ويمكن أن نفهم هذا

<sup>1</sup>قريسي ياسين ، تحويل الفوائض النفطية إلى محفظة مالية دولية في إطار صندوق سيادي ،دراسة حالة أهم التجارب الدولية خلال الفترة 2009-2014 مع إمكانية تطبيقها في الجزائر ، أطروحة دكتوراه ، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير ، تخصص الاقتصاد المالي والتقنيات الكمية ، جامعة الجزائر 03 ، 2017 ، ص:44.

<sup>2</sup>بوكابوس مريم ، دراسة تقييمية لصناديق الثروة السيادية ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية ، أطروحة دكتوراه ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، تخصص علوم التسيير ، جامعة البليدة 02 ، 2014 ، ص:95.

التخوف بالعودة قليلا إلى الوراء لما فازت شركة إتحاد موانئ دبي في ماي 2006 بإدارة ستة موانئ أمريكية إذ كان هناك رد فعل حاد وعنيف من الكونغرس دفع بها إلى التخلي عن الصفقة<sup>1</sup>.

### المبحث الثاني : واقع صناديق الثروة السيادية

نتيجة لانخفاض أسعار النفط في أواخر 2014 تأثرت صناديق الثروة السيادية من حيث حجم أصولها الذي عرف انخفاضا كبيرا ، كما تأثرت استثمارات هذه الصناديق وانخفضت هي الأخرى بحوالي السدس لكن في السنوات الأخيرة مع انتعاش أسعار النفط بدأ حجم الأصول وحجم الاستثمارات في الارتفاع.

### المطلب الأول : تطور حجم صناديق الثروة السيادية خلال الفترة 2008-2017

عرف الحجم الاجمالي لصناديق الثروة السيادية على النطاق العالمي ارتفاعات متواصلة على مدى العقدين الماضيين ، حيث كان أقصى تقدير لإجمالي أصول صناديق الثروة السيادية 500 مليار دولار سنة 1990 ، وارتفع ليبلغ حوالي 7.829 تريليون دولار سنة 2017 والجدول الموالي يبين تطور حجم صناديق الثروة السيادية في الفترة ما بين 2008 و 2017.

### الجدول رقم(13) : تطور حجم صناديق الثروة السيادية خلال الفترة 2008-2017.

الوحدة : تريليون دولار

السنة	قيمة الأصول المالية لصناديق الثروة السيادية	نسبة النمو
2008	4.149	-
2009	4.032	%2.82
2010	4.418	%9.57
2011	4.842	%9.6
2012	5.198	%7.35
2013	6.106	%17.45
2014	7.057	%15.57

<sup>1</sup>كمال العقريب ، مرجع سبق ذكره ، ص:37.

2015	7.157	%1.42
2016	7.402	%3.42
2017	7.829	%5.77

المصدر : من إعداد الطالبين بالاعتماد على معطيات معهد صناديق الثروة السيادية

نلاحظ من خلال الجدول انخفاض معدل الزيادة في أصول صناديق الثروة السيادية في سنة 2009 مقارنة بنسبة الزيادة في سنة 2008 ، حيث حققت زيادة بنسبة 2.82% فقط وهذا راجع إلى أزمة 2008 التي ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية والمعروفة بأزمة الرهن العقاري.

كما نلاحظ أيضا تراجع نسبة الزيادة في أصول الصناديق السيادية في سنة 2015 مقارنة بـ 2014 محققة زيادة بنسبة 1.42% فقط ، في حين أنها حققت زيادة في سنة 2014 بنسبة 15.57% مقارنة بنسبة 2013 ، وقد شهدت سنة 2013 أكبر نسبة نمو في أصول صناديق الثروة السيادية بنسبة 17.45% وهذا راجع إلى المستويات القياسية التي بلغتها أسعار النفط ، كما نلاحظ زيادة في نسبة أصول الصناديق السيادية في سنة 2016 و 2017 حيث قدرت هذه الزيادة بنسبة 3.42% و 5.77% على التوالي وهي نسبة زيادة مرتفعة مقارنة بنسبة 2015.

ويرجع الانخفاض في نسبة نمو أصول صناديق الثروة السيادية في سنة 2015 مقارنة بنسبة 2014 إلى الانخفاض الحاد في أسعار النفط أواخر 2014 ، حيث تراجع الأسعار في الأسواق الدولية من 108.83 دولار للبرميل إلى 37 دولار للبرميل ، ورغم النمو الكبير في حجم صناديق الثروة السيادية إلا أن هذا الأخير يناقض ما كان متوقع من قبل مؤسسة **International Financial Services London** ، حيث توقعت سنة 2008 أن حجم صناديق الثروة السيادية سيرتفع إلى 5 تريليون دولار في عام 2010 وإلى 10 تريليون دولار سنة 2015<sup>1</sup>.

ويمكن إرجاع نمو أصول صناديق الثروة السيادية لمستوى أقل مما كان متوقع إلى عدة أسباب أهمها:

- تراجع أسعار النفط في الأسواق العالمية.
- تأثير الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على صناديق الثروة السيادية.

<sup>1</sup> IFSL recherche : Sorvering wealth Funds 2008, international financial service london , april 2008 , P5.

- السياسات الحمائية للدول التي تستثمر فيها هذه الصناديق فوائدها المالية.
- كما تعتبر توقعات بعض المؤسسات مبالغ فيها وهذا من أجل لفت انتباه الرأي العام الغربي.

### المطلب الثاني : آثار انخفاض أسعار النفط على صناديق الثروة السيادية

#### أولاً : تأثير انخفاض أسعار النفط على أصول صناديق الثروة السيادية

نتج عن الانخفاض الحاد في أسعار النفط في الأشهر الأخيرة من سنة 2014 خسائر كبيرة سجلتها الدول المنتجة للنفط حيث قدرت هذه الخسائر بحوالي 375 مليار دولار لمجموعة الدول المصدرة للنفط (OPEC).

لكن وبالرغم من انخفاض أسعار النفط إلى أكثر من النصف (55%) ، إلا أن تأثير هذا الانخفاض على صناديق الثروة السيادية ظل محدوداً منذ سنة 2014 حتى سنة 2016 ويمكن تقسيم هذه المرحلة إلى فترتين هما:

**الفترة الأولى :** تمتد من جوان 2014 الى جوان 2015 : وتمثل هذه الفترة السنة الأولى من الصدمة النفطية الحالية التي شهدت فيها الصناديق ارتفاعاً في حجم أصولها يقدر بـ 195 مليار دولار في جوان 2015 مقارنة بجوان 2014 ، يرجع هذا النمو في هذه الفترة لنمو الصناديق الممولة من النفط بحوالي 204 مليار دولار في حين انخفضت الصناديق الأخرى بـ 8 مليار دولار ، ويمكن إرجاع نمو صناديق الثروة السيادية الممولة من مصادر نفطية خلال هذه الفترة بالرغم من الانخفاض الحاد في أسعار البترول لكون هذا الارتفاع هو نتيجة تراكم الموارد خلال النصف الأول من 2014 التي كانت فيها الأسعار مرتفعة.

**الفترة الثانية :** تمتد من جوان 2015 الى نهاية 2016 : شهدت هذه الفترة انخفاضاً قدر بـ 34 مليار دولار ويرجع هذا الانخفاض في الفترة الأخيرة لانخفاض حجم الصناديق السيادية الممولة من النفط والغاز بـ 83 مليار دولار منها 25 مليار تخص صناديق الثروة السيادية التابعة لمنطقة الخليج العربي ، في حين شهدت الصناديق السيادية الممولة بغير النفط والغاز نمواً قدره 48 مليار دولار أمريكي<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Prequin global infrastructure, report : souverain wealth funds investing in infrastructure, may 2016 , p1.

يمكن إرجاع الانخفاض في حجم أصول صناديق الثروة السيادية الممولة من النفط والغاز لاضطرار الدول المصدرة للنفط مثل النرويج والسعودية وروسيا إلى السحب من الاحتياطات وتسييل أصول صناديق الثروة السيادية التابعة لها لسد عجز ميزانياتها حيث بلغ حجم الأصول المسيلة بنحو 16,2 مليار دولار بالربع الثاني من سنة 2016 مقارنة بـ 101 مليار دولار في الربع الأول من نفس السنة ، والجدول الموالي يبين أداء مجموعة من الصناديق السيادية النفطية خلال فترة انخفاض أسعار النفط.

**الجدول رقم(14):** التغيير في أصول مجموعة من الصناديق السيادية الممولة من مصادر نفطية خلال الصدمة النفطية الأخيرة.

الوحدة : مليار دولار

الدولة	الصندوق	2015	2016	قيمة التغيير
النرويج	صندوق معاشات التقاعد الحكومي	824.9	885	60.01
أبوظبي	هيئة أبوظبي للاستثمار	773	792	19
السعودية	مؤسسة النقد العربي السعودي	632.3	598.4	(33.9)
الكويت	الهيئة العامة للاستثمار	592	592	0
قطر	جهاز قطر للاستثمار	256	335	79
روسيا	صندوق الضمان الاجتماعي الوطني	73.5	73.5	0
روسيا	صندوق الاحتياطي	65.7	65.7	0
إيران	صندوق التنمية الوطنية	62	62	0
ليبيا	هيئة الاستثمار الليبية	66	66	0
أبوظبي	شركة الاستثمارات البترولية الدولية	66.3	66.3	0
أبوظبي	شركة مبادلة للتنمية	66.3	66.3	0
عمان	صندوق الاحتياطي العام	13	34	21
أذربيجان	صندوق النفط الحكومي	37.3	37.3	0
السعودية	صندوق الاستثمارات العامة	5.3	160	154.7

المصدر : من إعداد الطالبين بالاعتماد على معطيات معهد صناديق الثروة السيادية

يتبين من خلال الجدول أن هناك ثلاث فئات لصناديق الثروة السيادية الممولة من النفط والتي تأثرت بانخفاضه وهي :

**1-** صناديق شهدت زيادة في الحجم كجهاز أبوظبي للاستثمار وجهاز قطر للاستثمار وصندوق الاحتياطي العام العماني ، يعود هذا الارتفاع بالرغم من الأزمة إلى تحقيق هذه الصناديق لعائدات مالية من استثماراتها بالخارج بالإضافة إلى تبني حكومات هذه الدول سياسة تقشفية مكنتهم من تخفيض النفقات وتحقيق فائض حيث قامت كل من الامارات العربية المتحدة وقطر ودول أخرى في المنطقة ، بتقليص الإنفاق على عدد من مشروعات البناء ، وخفضت دعم الطاقة لتقليص عجز الميزانية الناجم عن انخفاض أسعار النفط كما قامت بالاستغناء عن آلاف العمال في الشركات الحكومية والشبه الحكومية<sup>1</sup>.

كما يمكن إدراج في هذه الفئة صندوق معاشات التقاعد الحكومي النرويجي الذي أصبح يحقق نمواً ابتداء من الربع الثاني من سنة 2016 وهذا بعد أن حقق انخفاضا في الحجم في الربع الرابع من سنة 2015 قدره 57,1 مليار دولار ، إذ يرجع الانخفاض في حجم الصندوق في الفترة الاولى لقيام الحكومة النرويجية ولأول مرة في أكتوبر 2015 بسحب 25,2 مليار دولار نقداً من صندوقها السيادي لتغطية عجز الميزانية ولتحفيز النمو في حين يرجع الارتفاع في الفترة الثانية إلى تحقيق الصندوق لفائدة نسبة 4% في الربع الثالث من عام 2016 أي ما يعادل 30 مليار دولار مقابل 1,3 % في الربع الثاني من العام نفسه وهذا الارتفاع في العائد يعود إلى ارتفاع أسعار كل من الأسهم والسندات والعقارات التي يديرها<sup>2</sup>.

**2-** صناديق لم يتغير حجمها ، ومنها شركة الاستثمارات البترولية الدولية وشركة مبادلة للتنمية التابعين لإمارة أبوظبي والهيئة العامة للاستثمار الكويتية وصندوق النفط الحكومي التابع لأذربيجان ويمكن إرجاع هذا الاستقرار في حجم هذه الصناديق لعدم لجوء حكومات الدول التي تنتمي إليها هذه الصناديق إلى استخدامها بعدما حققت توازن في ميزاتها.

<sup>1</sup> بن عيشونة رفيقة ، مرجع سبق ذكره ، ص:144.

<sup>2</sup> جريدة الحصيلا الالكترونية : صندوق سيادي يحصده 30 مليار دولار في 3 اشهر 09-11-2016 على الرابط <https://alhasela.com/news> تاريخ الاطلاع 07-05-2018.

3- صناديق شهدت انخفاضا في الحجم منها صندوق الضمان الاجتماعي الوطني وصندوق الاحتياطي الروسيان وصندوق التنمية الوطنية الإيراني ، حيث يعتبر الصندوقان الروسيان من أكثر الصناديق تضررا بالصدمة النفطية الحالية بمجموع انخفاض قدر بـ 29,6 مليار دولار ويعود هذا الانخفاض لاستخدام الحكومة الروسية لموارد الصندوقين من أجل دعم الانفاق المحلي وهذا ما يؤدي إلى استنفاد مدخرات الصندوقين في غضون سنوات قليلة إذا ما استقرت أسعار النفط عند المستويات الحالية ، ونفس الشيء فيما يخص إيران وإن كانت بدرجة أقل.

### ثانيا : تأثير انخفاض أسعار على استثمارات صناديق الثروة السيادية

أجرت صناديق الثروة السيادية خلال الفترة (2013- 2015) مجموعة من الاستثمارات واتجهت إلى التركيز أكثر على قطاعات دون أخرى ، والجدول الموالي يبين استثمارات وعدد الصفقات التي قامت بها صناديق الثروة السيادية خلال هذه الفترة.

### الجدول رقم (15) : استثمارات صناديق الثروة السيادية خلال فترة انخفاض أسعار النفط.

الوحدة : مليار دولار

2015		2014		2013			
48.1	27,6	68,6	32,9	49,3	16,9	الاستثمارات الآمنة	قيمة الاستثمار
	20,5		35,8		32,4	الاستثمارات الأخرى	(مليار دولار)
	186		133		173	عدد الصفقات	

المصدر : من إعداد الطالبين بالاعتماد على Bernardo batolotti the sky did not fall souverian fund annual report 2015, P 16

نلاحظ من خلال الجدول قيام صناديق الثروة السيادية في عام 2015 بـ 186 صفقة بلغ إجمالي قيمتها وفقا للتقارير المعلنة من قبل الصناديق ما يقارب 48 مليار دولار أمريكي وهذا بزيادة نسبتها 40% في عدد الصفقات مقارنة بنسبة 2014 وانخفاضا بنسبة 30% من حيث قيمة الاستثمارات ، مع الإشارة لكون قيمة الاستثمارات لسنة 2015 هي الأدنى منذ عام 2010 ، وهذا يعني أن صناديق الثروة السيادية أصبحت تقوم بصفقات صغيرة إلى متوسطة القيمة وهذا ما يعكس أثر انخفاض أسعار النفط على عدد وقيمة الصفقات.

أما فيما يخص التوزيع القطاعي للصفقات فنلاحظ زيادة في نسبة استثمارات صناديق الثروة السيادية في الاستثمارات الآمنة والمتمثلة في الاستثمار في القطاع العقاري والمرافق الفندقية والسياحية والبنية التحتية لتبلغ سنة 2015 ما نسبته 56,9% من قيمة الاستثمار و 25,8% من عدد الصفقات ، ويعود هذا التزايد لما تقدمه هذه الاستثمارات من حماية طويلة الأجل من تذبذبات أسعار الفائدة في السوق العالمية كما تسهم في تنويع محافظ الصندوق ، وإن كان ذلك على حساب زيادة خطر السيولة.

و لقد شهدت سنة 2015 أيضا زيادة اعتماد صناديق الثروة السيادية على الاستثمارات المشتركة حيث مثلت هذه الاخيرة ما نسبته 50% من قيمة الصفقات المعلن عنها بقيمة 24,4 مليار دولار.

### المطلب الثالث : الآفاق المستقبلية لصناديق الثروة السيادية

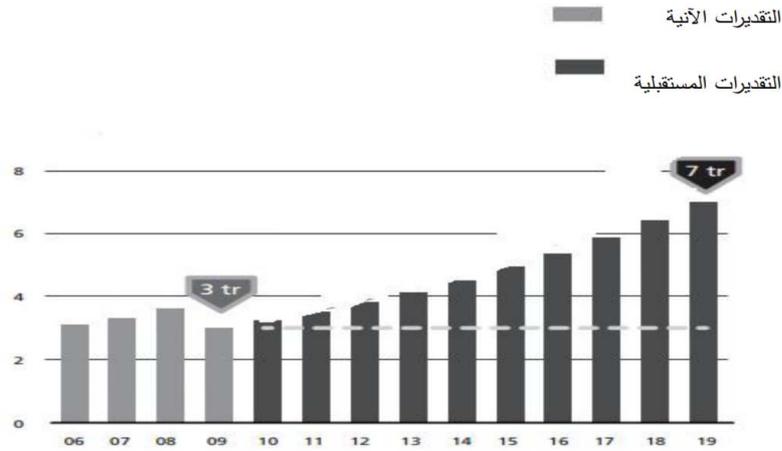
قبل مناقشة مستقبل صناديق الثروة السيادية يجب الإشارة إلى أن صناديق الثروة السيادية تتبنى سياسات استثمارية طويلة الأجل كما أن التوقعات الخاصة بتطور أسعار النفط تشير إلى إبقاء الأسعار عند مستويات منخفضة أما على المدى المتوسط من المتوقع أن يكون هناك تعافي وارتفاع محدود في أسعار النفط حسب ما تشير إليه أسواق العقود المستقبلية حتى عام 2021<sup>1</sup>.

### أولا : التقديرات المستقبلية لحجم أصول صناديق الثروة السيادية

يوضح لنا الشكل الموالي حجم صناديق الثروة السيادية وتقديراتها المستقبلية خلال الفترة بين 2006 و 2020 وهذا حسب دراسة معدة من قبل "deutch bank" .

<sup>1</sup>صندوق النقد الدولي : منطقة الشرق الأوسط وشمال افريقيا وأفغانستان وباكستان ، أكتوبر 2016 ، ص:01.

الشكل رقم (07): التقديرات الحالية والمستقبلية لقيمة أصول صناديق الثروة السيادية.



Source :Thibaut Sartre ,les entreprise face aux fonds souverains ,les notes de l'entreprise ,janvier 2011 ,p10.

نلاحظ من خلال الشكل ارتفاع قيمة أصول صناديق الثروة السيادية من سنة 2006 إلى غاية 2010

مع تسجيل تراجع في قيمة الأصول خلال سنة 2009 والناجم عن تأثر الصناديق السيادية بأزمة الرهن العقاري ، أما فيما يخص التقديرات المستقبلية الصادرة عن "deutch bank" خلال الفترة 2010-2019 فيمكن الملاحظة من خلال نفس الشكل مواصلة ارتفاع قيمة أصول الصناديق من أكثر من 3000 مليار دولار سنة 2010 إلى غاية 7000 مليار دولار سنة 2019.

كما قدرت « merril lunch » قيمة أصول صناديق الثروة السيادية سنة 2008 بحوالي 2000 مليار دولار والتي قد تتراوح قيمتها بعد عشر سنوات ما بين 15000 و 17500 مليار دولار .

تعتبر توقعات زيادة قيمة أصول صناديق الثروة السيادية غير مؤكدة وقد تتعرض لتقلبات كبيرة ويعود سبب ذلك لارتباط قيمة أصول صناديق الثروة السيادية بالنمو الاقتصادي العالمي وتطور أسعار الموارد الأولية فحسب دراسة لـ sester xzremba سنة 2009 اعتبرت أن صناديق الثروة السيادية التابعة لدول الشرق الأوسط تتحصل على موارد جديدة كلما تجاوز سعر البرميل 50 دولار كما أنه عندما يتجاوز سعر البرميل 75 دولار تنتج تدفقات رأسمالية سنوية في الصناديق السيادية بـ 175 مليار دولار .

من خلال دراسته و تنبؤ بمستقبل صناديق الثروة السيادية نستنتج ما يلي.

- يعد مستقبل صناديق الثروة السيادية مرتبط بشكل كبير بتطور أسعار البترول باعتبار أغلبية الصناديق ممولة بالعائدات البترولية والتي تقدر نسبتها بـ 59% بحيث يرتفع نشاط الصناديق بارتفاع أسعار البترول ويتراجع بتراجعها في الأسواق الدولية.
- إن ارتفاع قيمة أصول الصناديق مستقبلا ليس نتيجة عن حجم الصناديق وعددها الجديد فقط بل إلى ارتفاع حجم استثماراتها وتطورها وعليه فارتفاع قيمة أصول الصناديق يكون مرتبط بالموارد الجديدة للصناديق وإلى العائدات التي تجنيها.
- إن امتلاك صناديق الثروة السيادية لخبرة نشاط تفوق 30 عاما وصمودها في وجه أزمات متعددة مثل أزمة الرهن العقاري والأزمة البترولية الأخيرة دليل على إمكانية استمرار هذه الظاهرة لفترة زمنية طويلة.
- تميل الدول إلى زيادة إنشائها للصناديق السيادية نظرا لأهمية الدور الذي تؤديه هذه الصناديق في تنمية الاقتصاديات المالكة لها وخصوصا في تقادي الصدمات الداخلية والخارجية مثل تقادي المرض الهولندي و تراجع أسعار النفط.
- إن تأثير أزمة الرهن العقاري على صناديق الثروة السيادية بدأ واضحا حيث تراجع حجم استثمارات الصناديق خلال فترة الأزمة وهو ما أدى إلى انخفاض قيمة أصولها المالية بـ 5% وهو ما يؤكد أن مستقبل الصناديق مرتبط بمدى استقرار النظام المالي والاقتصاد العالمي وهذا ما تؤكدته الأزمة البترولية الحالية والتي نتج عنها سحب العديد من الصناديق السيادية لاستثماراتها في البورصات الأوروبية.

#### ثانيا : الاستثمارات المستقبلية لصناديق الثروة السيادية

تعد صناديق الثروة السيادية لاعبا مهما في مجال العقارات ، وتعتمزم هذه الصناديق زيادة استثماراتها في العقارات حسب تقرير شركة "جونز لانغ لامل" لإدارة الاستثمارات العقارية ، وتشتمل القطاعات المفضلة على العقارات التجارية وأصول متاجر البيع بالتجزئة ، فضلا عن الصناديق المفتوحة وصناديق الاستثمار العقاري المدرجة ، مع تخصيص مخصصات تزيد بشكل مطرد في المستقبل المنظور .

واستنادا إلى بيانات « Prequin » فإن 74% من صناديق الثروة السيادية العالمية تستثمر الآن في فئة أصول بديلة واحدة على الأقل وتعتبر العقارات والبنية التحتية فئة الأصول الأكثر تفضيلا.

وفي تقرير أغسطس 2017 أشارت الشركة إلى أصول بديلة مثل العقارات كاستثمارات طويلة الأجل وبالتالي تتماشى بشكل مناسب مع أفاق الاستثمار في صناديق قادرة أيضا على تحمل خطر عدم السيولة المرتبط بهذه الأنواع من الاستثمارات ومع نمو قيمة أصول الصناديق السيادية فمن المحتمل أن تزيد استثماراتها في العقارات بشكل مطرد ، وقد بلغت قيمة أصول المستثمرين من الصناديق السيادية 11.3 تريليون دولار عام 2015 وهو رقم يتوقع أن يرتفع إلى 15.3 تريليون دولار بحلول عام 2020 ، ومن المتوقع أن يؤدي الارتفاع الأخير في أسعار النفط إلى تحسن المخصصات النقدية للصناديق ، وهذا الأمر ايجابي بالنسبة للتوقعات الاقتصادية حيث يساعد على تعزيز ثقة واستثمارات الصناديق.

### المبحث الثالث :دراسة تقييمية لبعض تجارب صناديق الثروة السيادية السلعية

تمثل صناديق الثروة السيادية السلعية 55.18% من إجمالي أصول الصناديق السيادية بحجم تجاوز 4.32 تريليون دولار في آخر الاحصائيات لمعهد صناديق الثروة السيادية ، أغلب هذه الأصول تشكلت من عائدات المواد النفطية ، حيث توجد العديد من الصناديق السلعية (النفطية) ك نماذج ، من خلال التطرق إلى صندوق النرويج ثم صندوق هيئة أبوظبي الإماراتي وكذا صندوق هيئة الكويت للاستثمار كونها من الصناديق السلعية ومن أهم الصناديق السيادية في العالم من حيث حجم أصولها.

#### المطلب الأول : تجربة صندوق معاشات التقاعد النرويجي

تعتبر تجربة النرويج في مجال صناديق الثروة السيادية من التجارب الرائدة في العالم ، وذلك بشهادة المنظمات العالمية على غرار صندوق النقد الدولي ، وبالاعتماد على مؤشرات قياس الأداء التي تصنف الصندوق ضمن المراتب الأولى ، حيث تصنف النرويج كدولة ضمن مجموعة الدول الأكثر تقدما في العالم وتعتبر من أكبر منتجي ومصدري النفط في العالم ، كما تتبنى النرويج نموذج اقتصادي مختلط مبني على احترام مبادئ السوق مع وجود دور قوي للدولة في المجال الاقتصادي ، ويتميز الهيكل الاقتصادي للنرويج بالتنوع النسبي مع هيمنة قطاع الخدمات على الناتج المحلي الإجمالي بنسبة تفوق 60% ، في حين لا تتجاوز نسبة مساهمة قطاع المحروقات في إجمالي الصادرات 51% ، بينما لا تتعدى نسبة مداخل الجباية البترولية في الإيرادات العامة 37% ، الأمر الذي يجعل الاقتصاد النرويجي أقل ارتباطا بالقطاع النفطي وبالتالي أقل عرضة للصدمات الخارجية.

أولاً: نشأة الصندوق

تنفيذا للقانون المصادق عليه من قبل البرلمان النرويجي عام 1990 قامت الحكومة بتأسيس صندوق ثروة سيادي سمي بصندوق النفط « **The Pétroleum Fund** » يمول عن طريق التحويلات الحكومية للفوائض المالية المحققة على مستوى الموازنة العامة للدولة نتيجة ارتفاع أسعار النفط في الأسواق الدولية. لكن بداية النشاط الفعلي لصندوق النفط كانت سنة 1996 بتلقيه لأول تحويل حكومي ناتج عن الفائض المسجل في الموازنة العامة للدولة لسنة 1995 مع العلم أن نشاط الصندوق قد اقتصر في بداية الأمر على الاستثمار في السندات الحكومية ليتوسع فيما بعد إلى الاستثمار في الأسهم والعقارات ، وفي سنة 2006 أدخلت على الصندوق تعديلات مهمة حيث تغيرت تسميته إلى صندوق المعاشات الحكومي الإجمالي « **GPF** » ، كما توسعت مهام وأهداف الصندوق لتشمل دعم نظام التقاعد الحكومي والحفاظ على استقراره مستقبلا عن طريق توفير تغطية مستدامة لنفقات التقاعد بسبب توقع ارتفاع نسبة الشيخوخة في المجتمع النرويجي وبالتالي ارتفاع نفقات التقاعد إلى مستويات قياسية مستقبلا<sup>1</sup>.

تتمثل أهداف الصندوق في<sup>2</sup>:

- تعزيز قدرة الحكومة على التسيير طويل الأجل لمداخيل الثروة النفطية.
- تحقيق مبدأ التوزيع العادل للثروات بين الأجيال.
- تحويل الثروة النفطية إلى ثروة مالية من خلال استثمارها في الأسواق المالية العالمية مع الأخذ بعين الاعتبار مبدأ العائد-المخاطرة.
- الحفاظ على استقرار الموازنة العامة للدولة وحمايتها من أثر تقلبات المداخيل النفطية.

كما يتم استثمار أصول الصندوق في الأسواق الخارجية وذلك لعدة اعتبارات أهمها:

- الفصل بين صندوق النفط والموازنة العامة لتجنب التداخل الذي قد يحصل بينهما من حيث الأهداف والوظائف.

<sup>1</sup> <https://www.nbim.no/en/the-fund/the-history/>. Consulté Le 04/05/2018

<sup>2</sup> Sigbjorn. Atle. Berg, fonctionnement du fonds du pétrole du gouvernement norvégien, présentation au collège de contrôle et surveillance des Ressources Pétrolières, Norges Bank Investment Management ,26 juin 2003, Norvège, p : 02.

- تجنب التأثيرات السلبية للثروة النفطية على الاقتصاد النرويجي المتمثلة أساسا في ارتفاع سعر صرف العملة المحلية ،انخفاض تنافسية القطاعات الإنتاجية داخل وخارج الوطن ،توجه الموارد المالية نحو القطاع النفطي ،وهي التأثيرات المعروفة بأثر المرض الهولندي.
- تحقيق أكبر عائد ممكن بالنظر لتنوع المحافظ المالية التي يمكن للصندوق الاستثمار فيها وتجنب انخفاض قيمة أصول الصندوق في حالة الاحتفاظ بها في شكل سيولة نقدية.
- إن الاستثمار في الأصول المالية يمكن الحكومة من الحصول على السيولة النقدية في اقل مدة زمنية ممكنة بالنظر لسرعة تحول هذه الأصول إلى سيولة نقدية.

### ثانيا :حوكمة الصندوق

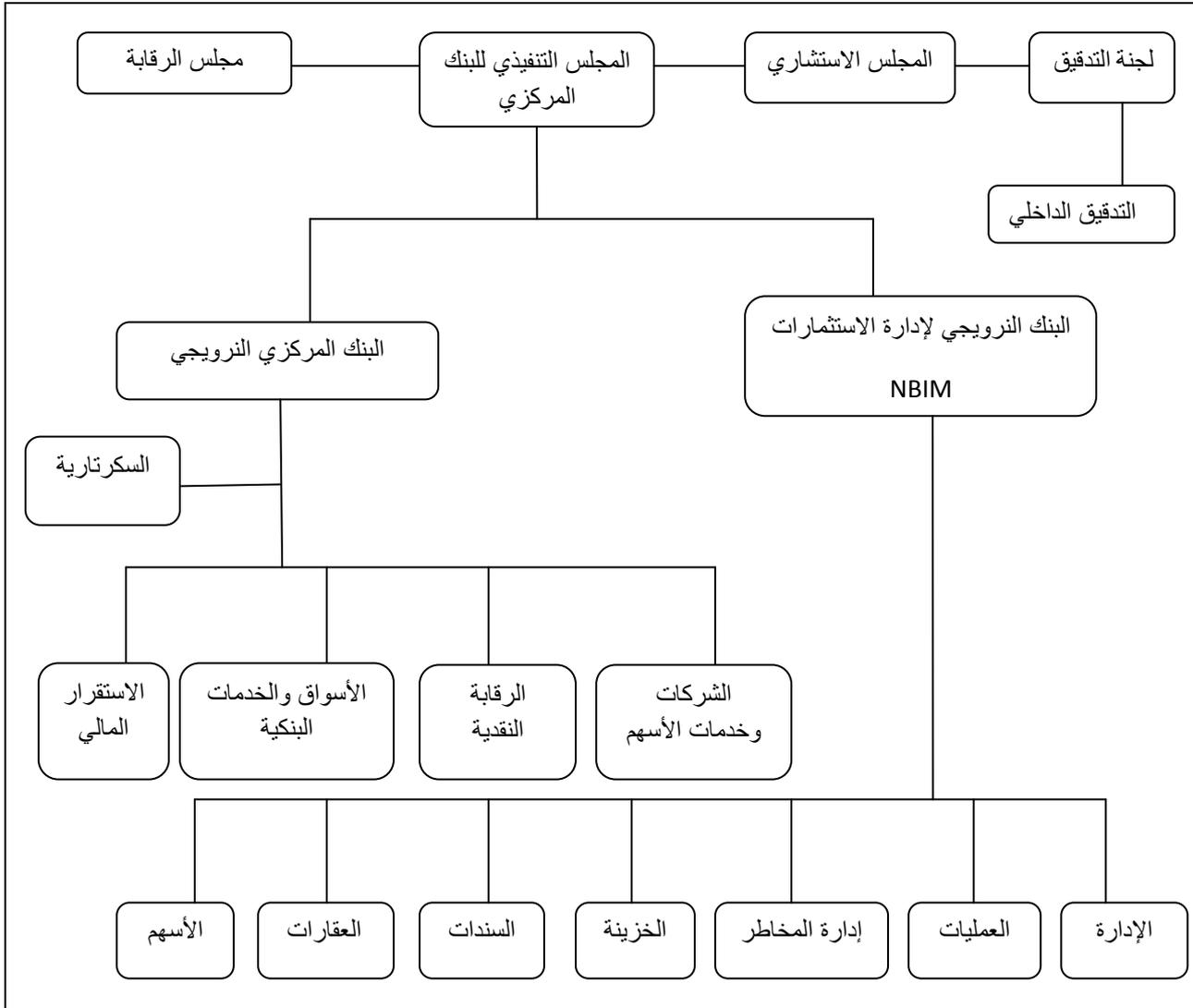
يتميز نموذج حوكمة صندوق الثروة السيادي في النرويج بتقسيم واضح للمهام والمسؤوليات بين مختلف الهيئات المكلفة بإدارة ومراقبة نشاط الصندوق ،حيث يعتمد هذا النموذج على مجموعة من القوانين والتوجيهات الصادرة في هذا المجال ، وفي نفس السياق يعتبر القانون رقم 123 المصادق عليه من قبل البرلمان النرويجي والصادر بتاريخ 21-12-2005 المتعلق بكيفية إدارة صندوق المعاشات الحكومي الإجمالي المصدر الرئيسي لكل التعليمات والتوجيهات الصادرة من قبل وزارة المالية والمحددة لطرق تسيير وصلاحيات كل جهة مشرفة على الصندوق<sup>1</sup>.

### 1-الهيكل التنظيمي للصندوق

يعتبر البنك المركزي النرويجي الهيئة المكلفة بإدارة أصول صندوق التقاعد الحكومي النرويجي ، ولهذا الغرض قام البنك المركزي بتأسيس وحدة فرعية تابعة له تحت مسمى "إدارة الاستثمارات النرويجية NBIM" ويعتبر الهيكل التنظيمي للصندوق من أحدث النماذج المعمول بها عالميا ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي :

<sup>1</sup>بوفليخ نبيل ، مرجع سبق ذكره ، ص:126.

الشكل رقم (08): الهيكل التنظيمي لصندوق معاشات التقاعد النرويجي.



Source: Norges Bank Investment Management, GPF annual Report, 2009, P: 6.

يعتبر المجلس التنفيذي الهيئة المسؤولة عن مختلف عمليات بنك النرويج المركزي ويتكون من سبعة أعضاء برئاسة محافظ البنك المركزي ، كما يقوم المجلس بإعداد المخططات والإستراتيجيات الخاصة بأنشطة بنك إدارة الاستثمارات "NBIM" بالإضافة إلى إعداد المبادئ المحددة لكيفية إدارة المخاطر على مستوى بنك إدارة الاستثمارات ويحدد مهام وصلاحيات مجلس إدارة البنك ، أما المجلس الاستشاري الذي تم تأسيسه من قبل المجلس التنفيذي في سنة 2006 فيتكون من أربعة خبراء دوليين يقوم بتقديم استشارات لمجلس إدارة البنك لتحسين مستوى إدارة استثمارات البنك ، في حين أن مجلس المراقبة الذي يتكون من خمسة عشر عضو يتم تعيينهم من قبل البرلمان تتمثل مهمته في مراقبة العمليات والأنشطة التي يقوم بها

بنك "NBIM" ومدى مطابقتها للقوانين والأنظمة المراجعة ، والتدقيق والمصادقة على القوائم المالية السنوية للبنك ، بالإضافة إلى المصادقة على ميزانية البنك<sup>1</sup>.

**2- الرقابة والإشراف :** يعتمد نظام الرقابة والإشراف والتسيير لصندوق الثروة السيادي على تدخل ثلاثة هيئات هي<sup>2</sup>:

**\*البرلمان النرويجي :** تتمثل مهامه في :

- إصدار قوانين وتشريعات محددة لأهداف ومهام وكيفية إدارة صندوق المعاشات الحكومي الإجمالي.
- مراقبة ومساءلة وزارة المالية باعتبارها الجهة المالكة للصندوق وإجبارها على تقديم تقرير سنوي حول كيفية وأداء الصندوق.

**\*وزارة المالية :** تعتبر الهيئة المالكة للصندوق وهي مكلفة بالوظائف التالية:

- إصدار تعليمات وتوجيهات خاصة بكيفية إدارة الصندوق.
- إعداد استراتيجيه استثمار لأصول الصندوق عن طريق تكوين محفظة استثمار مرجعية تتضمن أنواع الأصول المالية المستثمر فيها ، وأماكن استثمار هذه المحفظة ، و إلزام الهيئة المسيرة على الالتزام بها.
- إعداد مبادئ أخلاقية لاستثمارات الصندوق والعمل على إقصاء الشركات المخالفة لهذه المبادئ من استثمارات الصندوق.
- تقديم تقرير سنوي للبرلمان يتضمن تقييم سياسات إدارة و أداء الصندوق.
- إلزام الجهة المسيرة(البنك المركزي) بتقديم تقارير فصلية و سنوية حول أداء استثمارات الصندوق مع إعلانها للرأي العام ووسائل الإعلام.
- القيام بعملية المراجعة والتدقيق وتقييم فعالية تسيير البنك المركزي للصندوق عن طريق الاستعانة بمنظمات استشارية مستقلة.

**\*البنك المركزي :** يعتبر الجهة المسيرة للصندوق وهو مسئول أمام وزارة المالية مكلف بالوظائف التالية:

<sup>1</sup> بوفليخ نبيل ، مرجع سبق ذكره ، ص:148.

<sup>2</sup> بوفليخ نبيل ، نفس المرجع ، ص ص:127-128.

- العمل على تحقيق أكبر عائد ممكن لاستثمارات الصندوق مع الأخذ بعين الاعتبار المخاطر المصاحبة لهذه الاستثمارات.
- الالتزام بإستراتيجية الاستثمار المعتمدة من طرف وزارة المالية والعمل على تقليص هامش الخطأ والانحرافات المعيارية بين محفظة الاستثمار الفعلية للصندوق والمحفظة المرجعية المعتمدة من قبل وزارة المالية.
- إعداد نظام لقياس مختلف أنواع المخاطر المصاحبة لاستثمارات الصندوق.
- تقديم تقارير فصلية وسنوية لوزارة المالية تتضمن النتائج المحققة واستراتيجيات إدارة الصندوق مع الالتزام بنشر التقارير وإعلانها للرأي العام.

### ثالثا: إدارة أصول الصندوق

يصنف صندوق التقاعد النرويجي في المرتبة الأولى عالميا من حيث حجم أصوله التي تبلغ حوالي 1035 مليار دولار أمريكي حسب آخر احصائيات معهد صناديق الثروة السيادية كما يعتبر الصندوق المثالي من حيث درجة الشفافية حسب سلم Linaburg-Maduell بـ 10 نقاط كاملة ، والجدول الموالي يبين تطور حجم أصول الصندوق من سنة 2013 إلى سنة 2017.

#### الجدول رقم (16) : تطور حجم أصول صندوق معاشات التقاعد النرويجي(2013-2017)

السنوات	2013	2014	2015	2016	2017
مليار (كرونة)	5038	6431	7475	7510	8488

Source: government-pension-fund-global annual-report-2017 p:19.

عرف حجم أصول الصندوق نموا ملحوظا خاصة في السنوات الأخيرة رغم ما مر به الاقتصاد العالمي من أزمات كالأزمة المالية سنة 2008 وأزمة انخفاض أسعار النفط سنة 2014 ، ويرجع هذا النمو إلى السياسة الحذرة التي تتبعها إدارة الصندوق المتمثلة في البنك المركزي النرويجي في استثمار أصوله ويستثمر الصندوق حاليا في سوق الأوراق المالية بين السندات التي تمثل 40% من استثماراته والأسهم التي تمثل 60% ، حيث تتوزع أصوله على النحو التالي:

الجدول رقم (17): توزيع أصول صندوق معاشات التقاعد النرويجي.

السندات		الاسهم	
النسبة %	الدولة	النسبة %	الدولة
<b>91.6</b>	<b>الدول المتقدمة</b>	<b>88.4</b>	<b>الدول المتقدمة</b>
43.8	الدولار الأمريكي	35.9	الولايات المتحدة
27.4	اليورو	9.5	بريطانيا
7.3	الين الياباني	9.2	اليابان
4.7	الجنيه الاسترليني	5.8	ألمانيا
2.8	الدولار الكندي	5.1	فرنسا
5.6	عملات أخرى	23.0	بقية الدول المتقدمة
<b>8.4</b>	<b>الدول النامية</b>	<b>11.6</b>	<b>الدول النامية</b>
1.6	البيزو المكسيكي	3.9	الصين
1.1	الوان الكوري	1.7	تايوان
0.8	الريال البرازيلي	1.1	الهند
0.8	الروبية الاندونيسية	1.0	البرازيل
0.8	الروبية الهندية	0.7	جنوب افريقيا
3.2	عملات أخرى	3.1	بقية الدول النامية

Source: government-pension-fund-global annual-report-2017 p:108.

تتوزع استثمارات الصندوق بنسبة 60% من الأسهم، 88.4% منها يتوزع على الدول المتقدمة حيث 35.9% منها يوجه للاستثمار في الولايات المتحدة الأمريكية في حين 11.6% من أسهمه موجه للاستثمار في الدول النامية ، كما يستثمر في السندات بنسبة 40% من إجمالي أصوله، 91.6% موجه للديون السيادية للدول المتقدمة.

رابعاً : تقييم تجربة صندوق معاشات التقاعد النرويجي

يمكن اعتبار تجربة صندوق الثروة السيادي في النرويج من أنجح التجارب في هذا المجال وذلك بشهادة المنظمات الاقتصادية العالمية ومختلف مراكز البحث المهمة بهذا الموضوع ، والسر وراء هذا النجاح يكمن في توفر مجموعة من العوامل الداخلية والخارجية التي يمكن ذكرها فيما يلي:

**1- العوامل الخارجية :** تتمثل في توفر بيئة اقتصادية وسياسية سليمة ، إذ أن تنوع الاقتصاد النرويجي وقلة اعتماده على الربح البترولي مقارنة بمعظم البلدان النفطية يساهم في حماية الاقتصاد من خطر الصدمات الخارجية ، كما أن ارتفاع مستويات الحوكمة السياسية والاقتصادية والخضوع للمساءلة والشفافية يوفر للصندوق المحيط الأمتل لممارسة نشاطه الاستثماري.

**2- العوامل الداخلية :** هي عوامل مرتبطة بالصندوق تتمثل في:

- وجود إطار قانوني متكامل يحدد بكل وضوح أهداف الصندوق بالإضافة إلى تحديد مهام وصلاحيات المؤسسات المكلفة بالإشراف والرقابة وتسيير استثمارات الصندوق.
- خضوع المؤسسات المالكة والمسيرة للصندوق للمساءلة وللمراقبة المستمرة.
- منع الاستغلال السياسي لأصول الصندوق وإلزام الحكومة بالحصول على الموافقة المسبقة من البرلمان قبل أي عملية استعمال لموارد الصندوق.
- وجود إستراتيجية استثمار واضحة المعالم والأهداف تتميز بالمرونة والقدرة على التكيف مع الأوضاع الاقتصادية السائدة مما يؤدي إلى التقليل من المخاطر المصاحبة لاستثمارات الصندوق.
- تمتع المؤسسة المكلفة بإدارة استثمارات الصندوق بمستويات عالية من الكفاءة والاحترافية التي تمكنها من تسيير استثمارات الصندوق وفقاً للإستراتيجية المعدة سلفاً.
- توفر قدر عال من الشفافية وإتاحة المجال للرأي العام ووسائل الإعلام والباحثين للإطلاع على القوانين والتوجيهات المرتبطة بالصندوق ، بالإضافة إلى إمكانية معرفة وتقييم أداء الصندوق عن طريق نشر تقارير فصلية وسنوية حول نتائج استثمارات الصندوق.

المطلب الثاني: هيئة أبوظبي للاستثمار (ADIA)

تعتبر الامارات العربية المتحدة من الدول النفطية الأكثر جرأة في استثمار وتوظيف ثروتها المالية ، حيث تمتلك سبعة صناديق سيادية بمجموع أصول يفوق 1319.5 مليار دولار كما تمتلك الامارات العربية المتحدة ثالث أكبر صندوق سيادي في العالم "هيئة أبوظبي للاستثمار" بقيمة أصول تتجاوز 828 مليار دولار ، وهو الصندوق الذي سيتم دراسته فيما يلي:

أولاً: نشأة الصندوق

تم تأسيس صندوق الثروة السيادي لأبوظبي من قبل حكومة الامارة في سنة 1976 تحت مسمى هيئة أبوظبي للاستثمار ، وهي مؤسسة مستقلة عن الحكومة عهد إليها مهمة إدارة واستثمار فوائض الموازنة العامة المحولة من طرف حكومة أبوظبي من أجل تحقيق أهداف حالية تتمثل في الحفاظ على استقرار الموازنة العامة للحكومة وحمايتها من الصدمات الخارجية ، وأهداف مستقبلية تتمثل في تحويل موارد الثروة النفطية الناضبة إلى موارد مالية مستدامة تضمن الحفاظ على رفاهية الأجيال القادمة<sup>1</sup> ، وقد سجلت الهيئة منذ ظهورها تطورات مهمة يمكن إبرازها في الجدول الموالي:

الجدول رقم (18) : مراحل نشأة هيئة أبوظبي للاستثمار.

السنة	الحدث
1967	إنشاء مجلس الاستثمارات المالية في أبوظبي تحت إشراف وزارة المالية.
1976	قرار فصل هيئة أبوظبي للاستثمار عن حكومة أبوظبي باعتبارها منظمة مستقلة تشرف على الادارات التالية: الأسهم والسندات ، الخزينة ، الإدارة والمالية ، العقارات ، الاستثمارات المحلية والعربية.
1986	بداية الاستثمار في الاستراتيجيات البديلة.
1987	التوجه نحو الادارة الاقليمية للأسهم والسندات (أمريكا الشمالية ،أوريا ،الشرق الأقصى).
1988	عدد الموظفين تجاوز 500 موظف.
1989	بداية الاستثمار في القطاع الخاص.
1993	إعادة توزيع الأصول مع تطبيق مجموعة من المعايير والمبادئ التوجيهية حيث انتقلت إدارة السندات من قسم الأسهم والسندات إلى قسم الخزينة.
1998	بداية الاستثمار في السندات المرتبطة بمؤشرات التضخم.

<sup>1</sup>بوفليح نبيل ، مرجع سبق ذكره ، ص:173.

2005	التوجه نحو الاستثمار في أسهم الشركات الصغيرة والتوجه نحو الاستثمار في السندات ذات العائد الثابت.
2007	بداية الاستثمار في الهياكل القاعدية والبنية التحتية.
2008	المشاركة بالتعاون مع وزارة الخزانة الأمريكية في وضع مجموعة المبادئ والممارسات لصناديق الثروة السيادية.
2009	الصندوق يشارك في تأسيس مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية بالتنسيق مع صندوق النقد الدولي.

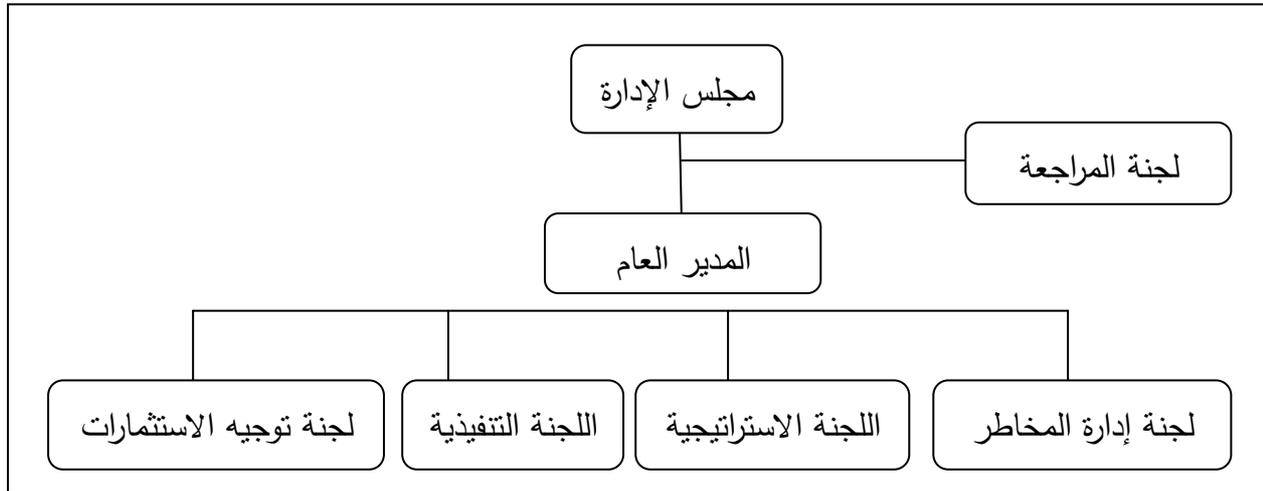
Source: Abu Dhabi Investment Authority, ADIA Review 2009,p 33-35

### ثانياً: حوكمة الصندوق

يتولى إدارة الصندوق مجلس إدارة منفصل عن الحكومة ، حيث يترأس المجلس رئيس مجلس الإدارة والعضو المنتدب وتسعة أعضاء آخرين يتم تعيينهم من خلال مرسوم أميري ، كما يشرف مجلس الإدارة على عدة لجان وهي لجنة الاستثمار ، اللجنة الاستشارية ، لجنة المراجعة ، لجنة إدارة المخاطر واللجنة التنفيذية.

كما يتولى عملية الرقابة كل من الحكومة بالإضافة إلى لجنة رقابة داخلية منفصلة بذاتها عن الإدارة بالإضافة إلى هيئتين للتدقيق خارجيتين ، ويمكن توضيح هيكلها التنظيمي من خلال الشكل المبسط التالي<sup>1</sup>:

#### الشكل رقم (09) : الهيكل التنظيمي لهيئة أبوظبي للاستثمار.



Source: Abu Dhabi Investment Authority, ADIA Review 2009,p 22.

تتوفر إدارة الصندوق على عدة لجان وفروع تهتم بإدارة استثماراته وتوجيهها إذ تساعد لجنة الاستثمار على اتخاذ قرارات الاستثمار المناسبة والتي تتماشى مع أهداف الصندوق مع مراعاة التنويع والتقدير الجيد

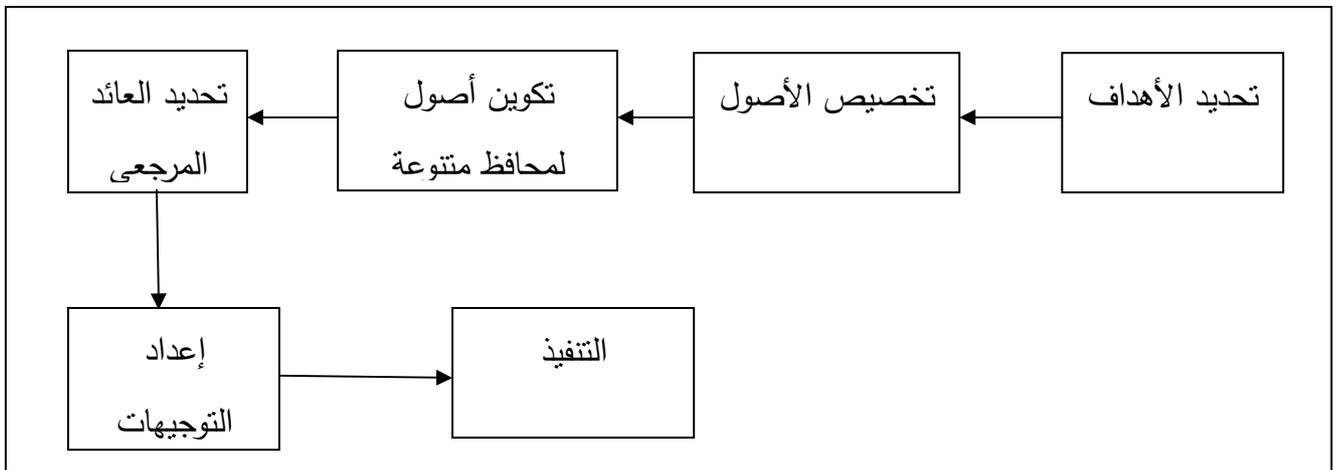
<sup>1</sup> بوكابوس مريم ،مرجع سبق ذكره ،ص :242.

للمخاطر من خلال تنويع أصول محفظتها بين الأسهم والسندات والعقارات وبين الاستثمارات في داخل وخارج حكومة أبوظبي ، وكما يتوفر الصندوق على عدة لجان أخرى منها لجنة المراقبة التي تتولى عملية الرقابة الداخلية ، واللجنة الاستراتيجية التي تتولى عملية التنسيق الجيد بين مختلف الاستثمارات التي يقوم بها الصندوق ، بالإضافة إلى لجنة إدارة المخاطر واللجنة التنفيذية التي تتولى تحقيق الاستثمارات.

### ثالثاً: إدارة أصول الصندوق

تمنع اللوائح المنظمة لعمل الهيئة من الاستثمار في داخل البلد ، لذلك فإن استراتيجية الاستثمار في الهيئة تركز على الاستثمار الخارجي في أصول متنوعة بغرض تدنية المخاطر المصاحبة لعملية الاستثمار علماً أن أهم مبدأ تركز عليه الاستراتيجية يتمثل في المحفظة المرجعية وهي المحفظة التي تستند عليها الهيئة في تكوين محفظة الاستثمار الفعلية ، كما تتميز إستراتيجية الاستثمار المطبقة في الهيئة بالمرونة وإمكانية التعديل وفقاً للظروف الاقتصادية السائدة ، حيث يتطلب إعداد وتنفيذ هذه الاستراتيجية المرور بعدة مراحل يمكن توضيحها فيما يلي<sup>1</sup>:

**الشكل رقم (10) : مراحل إعداد وتنفيذ إستراتيجية الاستثمار في هيئة الاستثمار لأبوظبي.**



Source: Abu Dhabi Investment Authority, ADIA Review 2009,p 10.

يتم إعداد إستراتيجية الاستثمار من قبل لجنة الاستثمار والتي تكون محفظة مرجعية متناسبة مع أهداف الهيئة علماً أن مراجعة وتعديل هذه المحفظة تتم من قبل قسم الاستراتيجيات التابع للهيئة ، وتتضمن

<sup>1</sup>بوفليح نبيل ،مرجع سبق ذكره ، ص:179.

المحفظة المرجعية الاستثمار في أصول متنوعة وفي أماكن متعددة وضمن مجالات يتعين على الهيئة أن لا تتجاوزها ، يمكن توضيح مكونات المحفظة المرجعية في الجدول الموالي:

الجدول رقم (19) : مكونات المحفظة الاستثمارية لهيئة الاستثمار لأبوظبي.

الأصول	الحد الأدنى	الحد الأعلى
أسهم أسواق متقدمة	32%	42%
أسهم أسواق ناشئة	10%	20%
أسهم أسواق صغيرة	01%	05%
سندات حكومية	10%	20%
قروض	05%	10%
استثمارات بديلة	05%	10%
أصول عقارية	05%	10%
أسهم خاصة	02%	08%
هياكل قاعدية	01%	05%
سيولة نقدية	00%	10%

Source: Abu Dhabi Investment Authority, ADIA Review 2016,p03.

تتوزع أصول الهيئة في خمس انواع رئيسية وهي الهياكل القاعدية ، الأسهم الخاصة ، الخزينة والدخل الثابت ، الأسهم ، وتحمل فئة الأسهم في الدول المتقدمة نسبة تتراوح بين 32 % و 42 % ، في حين تتراوح نسبة أسهم الدول النامية ما بين 10% و 20% والملاحظ أيضا أن الصندوق يقدم قروضا للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، كما يستثمر في الهياكل القاعدية والبنية التحتية بنسبة تتراوح بين 01% و 05% .

وكما يتضح من الجدول أن هيئة أبوظبي للاستثمار من الصناديق السيادية الاستثمارية حيث تخصص نسبة كبيرة من أصولها للاستثمار في الأسهم والسندات بهدف تعظيم العائد ، كما نجد أن مشاركة الصندوق في الهياكل القاعدية ضعيفة ، بالإضافة إلى أن الصندوق يحتفظ بجزء قليل من أصوله في شكلها السائل وذلك لمواجهة الاحتياجات قصيرة الأجل ، كما نجد ان الصندوق يركز استثماراته في الأسواق الخارجية ، إذ أنه يوجه أغلب استثماراته نحو الأسواق المالية للدول المتقدمة ، ويمكن توضيح ذلك من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم(20) : المحفظة المرجعية لهيئة أبوظبي للاستثمار حسب المناطق.

الحد الأقصى	الحد الأدنى	المنطقة
50%	35%	أمريكا الشمالية
35%	20%	أوروبا
25%	15%	الدول النامية
20%	10%	آسيا

Source: Abu Dhabi Investment Authority, ADIA Review 2016,p03.

نلاحظ من خلال الجدول أن الصندوق يستثمر بنسبة كبيرة في أسواق الدول المتقدمة حيث انه يستثمر بالدرجة الاولى في أمريكا الشمالية بنسبة تتراوح بين 35% و 50% وهو الأمر الذي جعل الصندوق يحقق خسائر فادحة جراء الأزمة المالية لسنة 2008 حيث أشارت التقارير أن الصندوق تلقى خسائر قدرت بـ 125 مليار دولار ، إلا أن الصندوق استعاد نشاطه بعد ذلك حيث أصبحت هيئة أبوظبي للاستثمار في السنوات الأخيرة من أكبر الصناديق السيادية في العالم من حيث حجم الأصول ،فنتقديرات المحللين تشير إلى أن أصوله في السنوات الأخيرة فاقت 800 مليار دولار.

#### رابعا: تقييم تجربة هيئة أبوظبي للاستثمار

تعتبر تجربة هيئة أبوظبي للاستثمار من تجارب الدول الرائدة في مجال صناديق الثروة السيادية ، وقد حقق الصندوق عوائد مرتفعة جراء سياسته الاستثمارية الحذرة ، وهذا ما ساعد الصندوق على تخطي أزمة انخفاض أسعار النفط سنة 2014 ، فدراسة تجربة هيئة أبوظبي للاستثمار مكنتنا من الاطلاع على مميزات هذه التجربة بالإضافة إلى اكتشاف نقائص متعددة تؤثر على أداء الهيئة.

#### 1-المميزات:

- تعتبر هيئة أبوظبي للاستثمار من أكبر صناديق الثروة السيادية في العالم ويساهم في زيادة وزن ونفوذ البلد في النظام المالي والاقتصادي العالمي ، ويعزز من مستوى الملاءة المالية للبلد ، وحماية الاقتصاد من خطر الصدمات الخارجية الناتجة عن تقلبات أسعار النفط في الأسواق الدولية.
- يعتبر الصندوق من أقدم الصناديق السيادية حيث يمتلك خبرة تفوق الأربعين سنة ساهمت في تحسين الأداء ومواجهة مختلف الأوضاع الاقتصادية ، مما سمح له بتحقيق عوائد مهمة جعلته

يتحصل على المرتبة الثالثة عالمياً من حيث حجم الأصول حسب آخر الاحصائيات لمعهد صناديق الثروة السيادية.

- تطور الهيكل التنظيمي للهيئة والاستعانة بالخبرة الأجنبية في تسيير استثمارات الهيئة ساهم في رفع العائد وتقليل مخاطر الاستثمار المختلفة.

## 2-النقائص:

- إن إفراط الصندوق في الاستثمار في الأسواق الدولية جعله عرضة للعديد من الخسائر قد يؤدي بتلاشي أصوله خاصة في ظل عدم استقرار الأسواق وتذبذب الأسعار.
- يقوم الصندوق بنشر تقرير سنوي عن ادائه إلا أن هذه التقارير لا تقدم المعلومات الكافية عن نشاط الصندوق خاصة فيما يتعلق بحجم أصوله واستثماراته وطرق السحب وأهدافه المستقبلية وهو ما يقلل من مستوى الشفافية للصندوق.
- عدم وجود رقابة خارجية مستقلة مما يؤدي إلى التقليل من إمكانية تعرض الهيئة للمساءلة.
- سيطرة الحكومة على مجلس إدارة الهيئة مما يقلل من استقلالية الهيئة.

## المطلب الثالث: هيئة الاستثمار الكويتية (KIA)

تعتبر الكويت من أهم البلدان المنتجة والمصدرة للنفط في العالم حيث يصنف اقتصادها ضمن الاقتصاديات النفطية بسبب ارتباطه القوي بالنفط ، كما يتمتع الاقتصاد الكويتي بالعديد من المقومات والعوامل البارزة التي أسهمت في تشكيل وصناعة اقتصاد مهم ومؤثر إقليمياً وعالمياً ، وتمتلك الكويت رابع أكبر صندوق سيادي في العالم بقيمة أصول تتجاوز 524 مليار دولار ، يعد هذا الصندوق والذي يسمى "صندوق الأجيال القادمة " أقدم صندوق في العالم حيث أنشئ عام 1953 ، ويستمد ثروته من الفوائض المالية المترتبة عن بيع المواد النفطية ، وبالتالي يصنف ضمن الصناديق السلعية النفطية.

## أولاً:نشأة الصندوق

تم تأسيس صندوق الثروة السيادي للكويت في سنة 1953 تحت مسمى مجلس الاستثمارات الكويتي وقد اختيرت مدينة لندن لتكون مقر للصندوق ، وقد كلف المجلس باستثمار أصول "صندوق الاحتياطات العامة" « GRF » وهو صندوق يعتبر بمثابة الخزينة الرئيسية للحكومة حيث يستقبل جميع الإيرادات العامة للدولة بما فيها الإيرادات النفطية كما تقوم الحكومة باستعماله في تسديد جميع نفقاتها العامة ، وفي فترة

السبعينات وبالنظر للاقتطاعات المتعددة التي يشهدها الصندوق من أجل تغطية الارتفاع المتواصل في حجم الإنفاق الحكومي ، تقرر إنشاء صندوق آخر في سنة 1976 تحت مسمى صندوق احتياطي الأجيال القادمة « FGF » الذي عهد إليه مهمة استثمار الفوائض المالية المحققة وتحقيق مبدأ المساواة في استغلال الثروة بين مختلف الأجيال.

شهدت سنة 1982 تحولا هاما في مسار الصندوق حيث تم تأسيس هيئة الاستثمار الكويتية « KIA » وهي هيئة حكومية تابعة لوزارة المالية عهد إليها مهمة إدارة استثمارات صندوق الاحتياطيات العامة « GRF » واحتياطي الأجيال القادمة « FGF » علما أن مقر الهيئة يقع في الكويت كما تم إلحاق مكتب الاستثمار الكويتي بالهيئة باعتباره المدير الرئيسي لاستثمارات الهيئة في الخارج<sup>1</sup>.

ولقد مر الصندوق بعدة مراحل أثناء نشأته نلخصها في الجدول التالي:

**الجدول رقم(21) : مراحل تطور هيئة الاستثمار الكويتية.**

الحدث	الفترة
تأسيس مجلس الاستثمار الكويتي في لندن مكلف بإدارة استثمارات صندوق الاحتياطيات العامة الحكومي.	1953
تغير تسمية المجلس ليصبح مكتب الاستثمار الكويتي.	1965
تغيير إستراتيجية الاستثمار عن طريق تنويع محفظة الاستثمار والقيام بعمليات استثمار ضخمة.	1974
إنشاء صندوق احتياطي الأجيال القادمة وتكليف المكتب بمهمة إدارة استثمارات الصندوق.	1976
إنشاء هيئة الاستثمار الكويتية وإلحاق مكتب الاستثمار بالهيئة وتكليفها بإدارة استثمارات صندوق الاحتياطيات العامة و صندوق احتياطي الأجيال القادمة.	1982

Source : [www.kia.gov.kw/ar/Pages/Abuotkia.aspx](http://www.kia.gov.kw/ar/Pages/Abuotkia.aspx). Consulte Le 28-04/2018

يتمثل الهدف الرئيسي للهيئة في تحقيق عائد استثماري طويل المدى على الاحتياطيات المالية المكلفة بإدارتها نيابة عن حكومة الكويت بغرض توفير مصدر آخر للثروة كبديل للاحتياطيات النفطية بما يتيح للأجيال القادمة في الكويت مواجهة المستقبل.

<sup>1</sup>بوفليح نبيل ،مرجع سبق ذكره ، ص ص :162-163.

إن تحقيق هذا الهدف يتم عن طريق تحقيق الأهداف الفرعية التالية<sup>1</sup>:

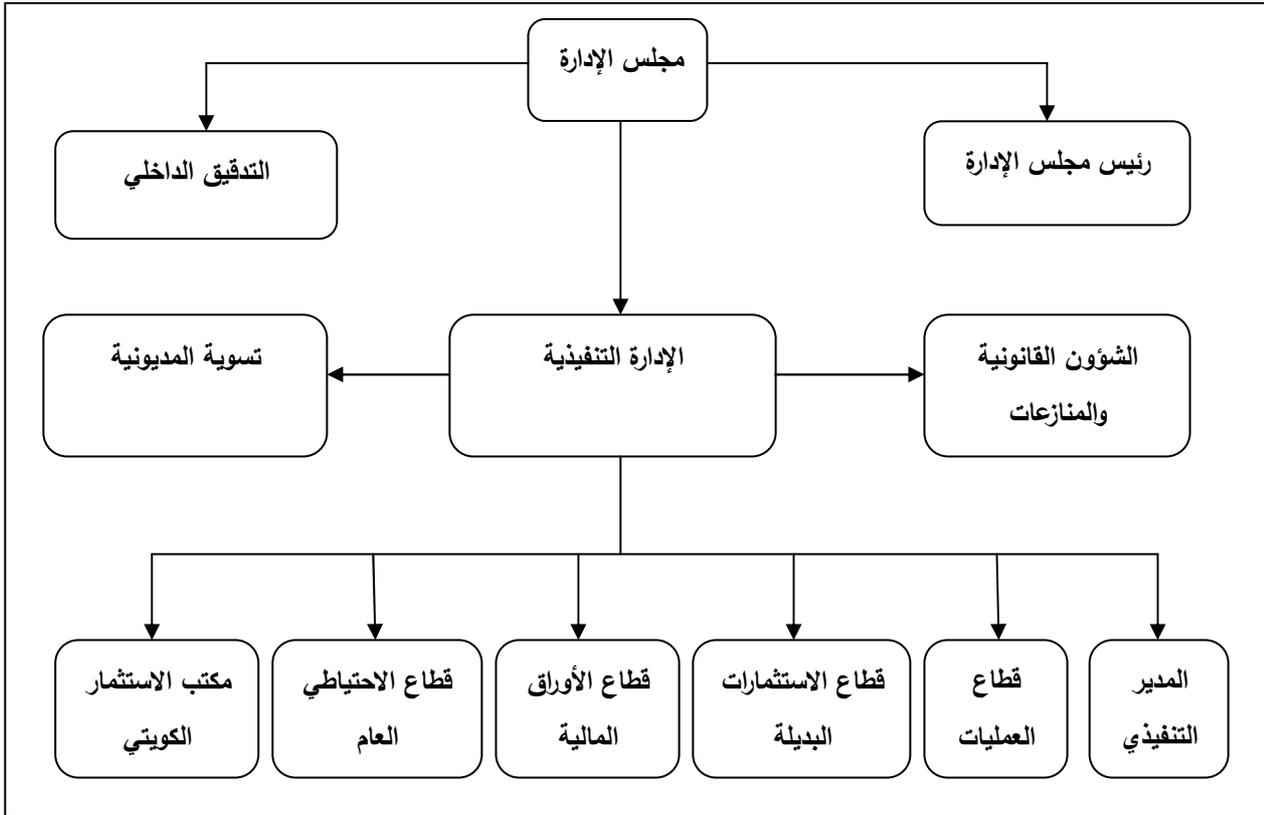
- تحقيق عائد استثماري يتجاوز متوسطه خلال كل ثلاثة سنوات العائد المرجعي المحدد سلفاً وذلك عن طريق اختيار الاستثمارات ومدراء الاستثمار بحيث يتفوق أدائهم على المؤشر المحدد لكل نوع من الأصول ، وإجراء تغييرات تكتيكية على صعيد توزيع الأصول من دون إحداث أي تأثير سلبي على المخاطر الكلية للاستفادة من التوجهات الاقتصادية للأسواق الناشئة.
- السعي لأن تصبح الهيئة رائدة عالمياً في مجال إدارة الاستثمار مع الالتزام بالتحسين المستمر في طريقة أدائها للأعمال وذلك من خلال مراعاة معايير الأداء مقارنة مع تلك الخاصة بأمثالها من هيئات الاستثمار الكبرى في جميع أنحاء العالم ، والإطلاع على أفضل الممارسات في مجال الاستثمار عن طريق تدريب وتطوير الموظفين بشكل مستمر .
- الالتزام بدعم ومساندة القطاع الخاص في الكويت ، وفي نفس الوقت ضمان عدم التنافس معه أو تعويضه في أي مجال وذلك عن طريق المساهمة في تشكيل رأس المال البشري عن طريق تدريب وتطوير مهارات وكفاءات يمكن أن تساهم في تحسين أداء القطاع الخاص.
- تعزيز حوكمة الشركات والشفافية في كافة العمليات وصفقات الأعمال في الكويت من خلال التعامل مع الشركاء في العمل والشركات التابعة والشركات المديرة للمحافظ وفقاً لأعلى المعايير.

#### ثانياً : حوكمة الصندوق

يتولى إدارة هيئة الاستثمار الكويتية مجلس إدارة منفصل عن الحكومة ، ويتكون مجلس الإدارة من عدة مكاتب ومصالح تهتم بإدارة الصندوق ، يمكن توضيحها من خلال الشكل التالي:

<sup>1</sup> [www.kia.gov.kw/ar/Pages/GoalsInvestMent.aspx](http://www.kia.gov.kw/ar/Pages/GoalsInvestMent.aspx) . Consulte Le 28-04/2018

الشكل رقم (11) : الهيكل التنظيمي لهيئة الاستثمار الكويتية.



Source : [www.kia.gov.kw/ar/PublishingImages/testd.png](http://www.kia.gov.kw/ar/PublishingImages/testd.png). Consulte Le 28-04/2018

من خلال الشكل نلاحظ أن الهيكل التنظيمي يتكون من <sup>1</sup> :

**1- مجلس الإدارة** : يعتبر أعلى سلطة في الهيئة ويتكون من تسعة أعضاء برئاسة وزير المالية وعضوية كل من محافظ البنك المركزي ، وزير النفط ، وكييل وزارة المالية وخمسة أعضاء آخرين ذوي الجنسية الكويتية ومن المتخصصين في مختلف مجالات الاستثمار ، يتم تعيينهم بمرسوم أميري لمدة أربعة سنوات ويجوز إعادة تعيينهم على أن يكون من بينهم ثلاثة على الأقل من لا يتولون أي وظيفة عامة ، يكلف المجلس بالمهام التالية:

- إعداد السياسة العامة للهيئة والإشراف على تنفيذها ووضع برامج الاستثمار ومتابعة انجازها وإصدار القرارات اللازمة لذلك.
- وضع اللوائح الإدارية والمالية اللازمة للهيئة والإشراف على تنفيذها.
- ممارسة مختلف عمليات استثمار الأموال سواء بطريقة مباشرة أو عن طريق مؤسسات أخرى.
- إقرار مشروع ميزانية الهيئة وحسابها الختامي قبل عرضهما على الجهات المختصة.

<sup>1</sup> [www.kia.gov.kw/ar/Pages/OVERVIEWFUNDS.aspx](http://www.kia.gov.kw/ar/Pages/OVERVIEWFUNDS.aspx). Consulte Le 28-04/2018

- تعيين مدير تنفيذي لتسيير الهيئة يتم انتخابه من بين أعضاء المجلس المستقلين والغير معينين بحكم وظائفهم.

2- **قسم التدقيق الداخلي** : ويتولى هذا القسم عملية الرقابة الداخلية على كل من عمليات الصندوق ويقع تحت إشراف مجلس الإدارة وهو مستقل عن بقية الأقسام الأخرى للصندوق.

3- **قسم الادارة التنفيذية** : ويتولى هذا القسم تنفيذ القرارات الاستثمارية التي يقرها مجلس الادارة ويحتوي على عدة فروع منها فرع الشؤون القانونية والمنازعات ، فرع تسوية المديونية بالإضافة إلى الفروع المتعلقة بإدارة أصول الصندوق كفرع العمليات ، إدارة الاستثمارات ، الأوراق المالية.

### ثالثا: إدارة أصول الصندوق

تعتمد إستراتيجية الاستثمار في الهيئة على المبادئ التالية<sup>1</sup>:

- تنوع استثمارات الهيئة لتشمل أصول متنوعة وفي أماكن مختلفة من أجل تقليل المخاطر.
- إعداد محافظ استثمار مرجعية يتم على أساسها تقييم أداء محافظ الاستثمار الفعلية.
- تفويض إدارة المحافظ المالية للهيئة لمدراء ومكاتب استثمار أجنبية.
- تميز السلوك الاستثماري للهيئة بالمسؤولية وعدم القيام بعمليات المضاربة في الأسواق المالية وعدم التدخل في إدارة الشركات المستثمر فيها ، والاكتفاء بالمساهمة في رأس المال بنسب محدودة.
- اعتماد الهيئة في توجيه استثماراتها نحو بلد معين على مدى مساهمة البلد في الناتج المحلي الإجمالي العالمي.

تتنوع المحفظة الاستثمارية للهيئة العالمية بين الاستثمار في الأسهم ، السندات ، العقارات الاستثمارات البديلة ، بالإضافة إلى ترك نسبة معينة في شكل سيولة نقدية ، وهو ما يوضحه الجدول الموالي :

**الجدول رقم (22) : توزيع اصول محفظة الاستثمار الكويتية.**

النسبة %	مكونات المحفظة
65-55	الأسهم
12-08	السندات

<sup>1</sup> بوكايوس مريم ،مرجع سبق ذكره ن ص:268.

12-08	العقارات
07-03	الاستثمارات البديلة (أسهم خاصة ،صناديق عقارية ،حماية العملة)
07-03	سيولة نقدية

المصدر : بوفليح نبيل ، مرجع سبق ذكره ، ص:169.

إن عملية إدارة المحافظ الاستثمارية تتم بتوكيل مكاتب مدراء أجانب نيابة عن الهيئة ،علما أن اختيار المدراء الأجانب يتم وفقا لشروط صارمة مثل الخبرة الطويلة في مجال الاستثمار ، ونتم متابعة مدراء المحفظة الأجانب بشكل يومي وشهري وربع سنوي للتأكد من التزامهم التام بأهداف وقواعد الاستثمار ، كما تمنع قواعد الاستثمار المدراء من الاستثمار في:

- الشركات التي يتضمن مجال عملها الرئيسي ألعاب القمار أو الكحول ووسائل الترفيه للكبار.
- المشاركة في الاستثمارات الخاصة وزيادة رؤوس الأموال في المشاريع القائمة.
- الاستثمار في إصدار واحد بأكثر من 5% من قيمة المحفظة عند وقت الشراء.

كما تقوم الهيئة بتوزيع أصولها عبر مختلف المناطق الجغرافية مع الحرص على توزيع المخاطر والجدول الموالي يوضح أنواع المشاريع المدارة من قبل إدارة الأسهم والمؤشرات المتعلقة بها:

**الجدول رقم (23) : التوزيع الجغرافي لاستثمارات هيئة الاستثمار الكويتية.**

نوع المشاريع	المنطقة الجغرافية	
مشاريع أمريكية كبيرة (أسهم أساسية)	الولايات المتحدة	الأسهم
مشاريع كندية كبيرة	كندا	
مشاريع اسهم عبر أرجاء أوربا ،مشاريع أوروبية صغيرة ومتوسطة	أوربا	
الأسهم اليابانية ،أسهم البلدان المطلة على المحيط الهادي	آسيا	
أسهم الأسواق الناشئة	الأسواق الناشئة	
أسهم اساسية/TIPS/أذونات الخزينة	الولايات المتحدة	السندات
أسهم أساسية	كندا	
دخل ثابت	باقي العالم	

Source : [www.kia.gov.kw/ar/Pages/INVESTMENT-POLICY-FRAMEWORK.aspx](http://www.kia.gov.kw/ar/Pages/INVESTMENT-POLICY-FRAMEWORK.aspx). Consulte Le 28-04/2018

تقوم الهيئة بإدارة أصول صندوق احتياطي الأجيال القادمة في مشاريع دخل ثابت في أمريكا الشمالية وأوربا وآسيا والأسواق الناشئة من خلال إدارة استثمار معينة لهذا الغرض تتمتع بسمعة عالمية ومتخصصة

بإدارة المحافظ ، مع الاحتفاظ بالأوراق المالية المستثمرة ضمن ترتيبات منفصلة لأمانة العهد ، وتهدف إلى الحفاظ على رأس المال بشكل جيد مع تحقيق أقصى نمو على المدى الطويل وأخذ مستويات مخاطر مقبولة. وقد قامت هيئة الاستثمار الكويتية بإبرام العديد من الصفقات مع مختلف الشركات والمؤسسات المالية هذه الصفقات تتوزع على عدة قطاعات أهمها القطاع المالي.

الجدول رقم (24) : توزيع صفقات هيئة الاستثمار الكويتية حسب القطاعات.

النسبة %	عدد الصفقات	القطاع
65	13	القطاع المالي
20	04	العقارات
05	01	القطاع الصناعي
05	01	القطاع الاستهلاكي
05	01	قطاع الصحة
100	20	المجموع

المصدر : بوفليح نبيل ، مرجع سبق ذكره ، ص:170.

نلاحظ أن أغلب استثمارات صندوق الاستثمار الكويتي تتمركز في القطاع المالي ، كما أنها أصبحت تتوجه نحو القطاعات الأخرى خاصة العقارات ، وذلك للحد من آثار الأزمة المالية وتبعاتها على الديون السيادية ، كما نلاحظ تنوع المحفظة الاستثمارية للصندوق بين قطاع المالية والعقارات والقطاع الصناعي وقطاع الصحة وهذا ما يفسر العوائد المرتفعة التي يحققها الصندوق.

رابعا: تقييم تجربة هيئة الاستثمار الكويتية

إن استعراض تجربة الكويت في مجال صناديق الثروة السيادية يمكن من استخلاص عدة نتائج تبرز مزايا التجربة بالإضافة إلى بعض النقائص التي يجب معالجتها .

#### 1- المميزات :

- تتميز تجربة الكويت بكونها من أقدم التجارب العالمية في مجال صناديق الثروة السيادية باعتبار أن مجلس الاستثمار الكويتي يعد أول صندوق سيادي يتم تأسيسه في العالم 1953 ، مما يساهم في

نضوج هذه التجربة وتراكم خبرات متنوعة يمكن لهيئة الاستثمار الكويتية استغلالها في إدارة استثماراتها.

- إن استمرار نشاط هيئة الاستثمار الكويتية لمدة زمنية تفوق نصف قرن دليل على نجاح الهيئة في التكيف مع مختلف التغيرات والأزمات التي شهدتها الاقتصاد العالمي.
- إن توسع مجال عمل الهيئة ليشمل الاستثمار في الاقتصاد المحلي بالإضافة إلى الاستثمار في الأسواق المالية المتقدمة والناشئة ودعم سياسات التنمية في الدول النامية يدل على وجود إستراتيجية استثمار فعالة تؤدي إلى استفادة الاقتصاد الكويتي من منافع متعددة على غرار دعم معدل النمو الاقتصادي ، تنويع مصادر الدخل الوطني، تعزيز فرص التعاون والتكامل الاقتصادي بين الكويت والبلدان المستفيدة من استثمارات الهيئة.
- توفر هيئة الاستثمار الكويتية على هيكل تنظيمي متطور مع تحديد وفصل واضح في مهام وصلاحيات مختلف الهيئات المراقبة والمشفرة على عمل الهيئة.

## 2- النقائص :

إن المزايا التي تتمتع بها هيئة الاستثمار الكويتية لا يمكن أن تحجب بعض النقائص التي تميز التجربة ، إذ يمكن إدراج النقائص التي تميز الصندوق فيما يلي :

- تستمر الهيئة بدرجة كبيرة في الأسواق الأجنبية وهو ما يحرم الاقتصاد الكويتي الاستفادة من رؤوس الأموال اللازمة لتحقيق التنمية الاقتصادية ، كما أن الهيئة تركز محفظة أصولها على القطاع المالي بنسبة كبيرة ، وهو ما يجعل الهيئة تتعرض لخسائر مالية معتبرة خلال الأزمة المالية سنة 2008 قدرت بـ 94 مليار دولار.
- يعتبر أداء الهيئة في مجال الإفصاح والمسائلة ضعيف نسبيا ، رغم قيامها بإعداد تقارير مختلفة حول نشاطها وتقديمها للهيئات المعنية بمراقبة أدائها إلا أنه لا يتم نشر وتقديم هذه التقارير للرأي العام ، مما يصعب مهمة الباحثين والمنظمات المستقلة في إعداد تقييم حقيقي لأداء الهيئة.

### خلاصة الفصل :

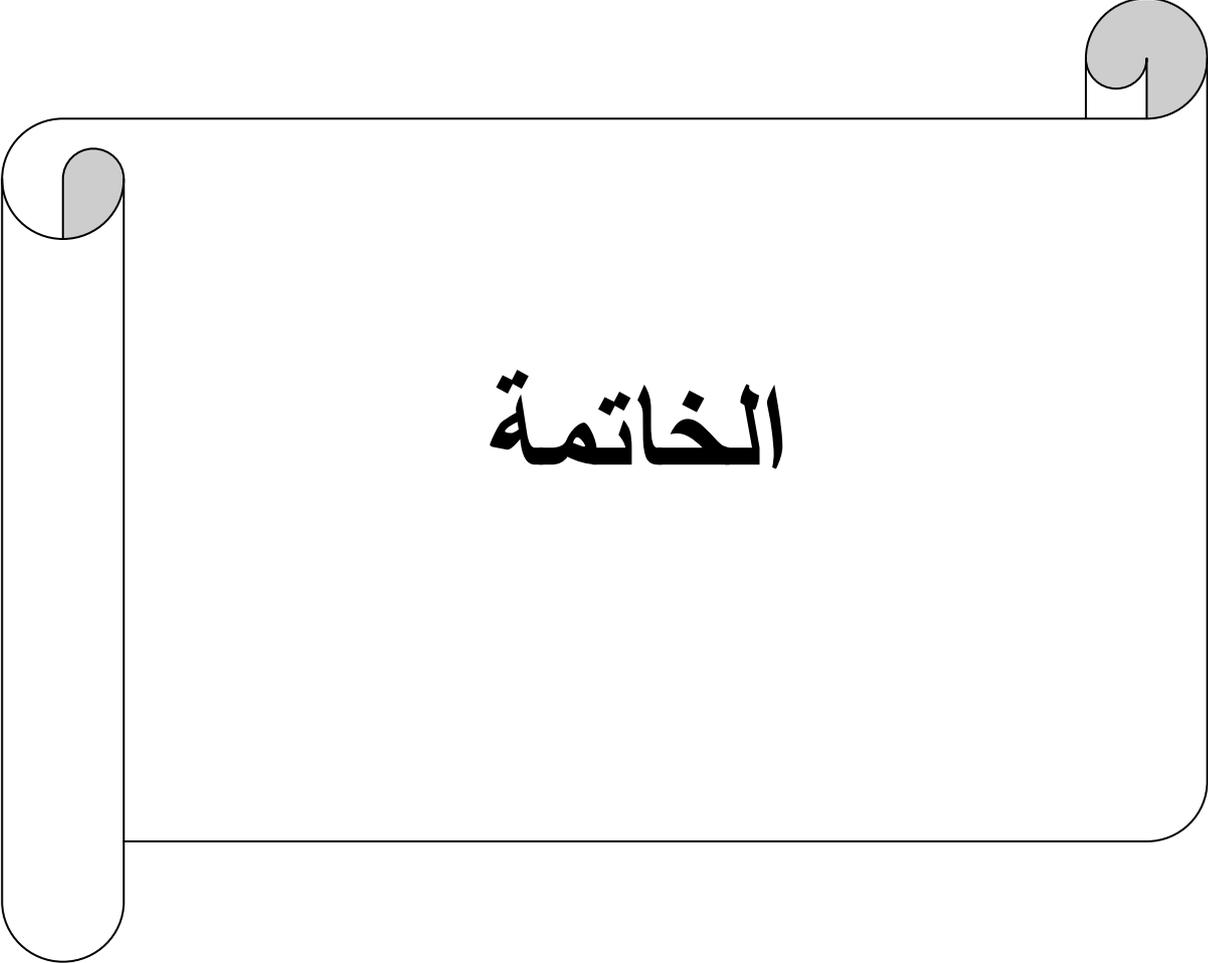
تؤثر صناديق الثروة السيادية على القطاع المالي والحقيقي ، هذا التأثير قد يكون إيجابيا من خلال تمويل صناديق الثروة السيادية للتطور الاقتصادي ومعالجة المشاكل الهيكلية المستمرة في الاقتصاديات المحلية وكذلك حماية الدول ضد المرض الهولندي بالإضافة إلى بعض التأثيرات الإيجابية الأخرى ، كما قد يكون تأثير الصناديق السيادية سلبيا كالمساهمة في تطوير وزيادة خطر سلوك القطيع ومخاطر الاضطرابات المالية الناتجة عن عمليات هذه الصناديق بالإضافة إلى التأثير السلبي على سعر صرف الدولة الأم.

عرف حجم أصول صناديق الثروة السيادية ارتفاعات متواصلة على مر السنوات باستثناء سنة 2009 التي عرفت تراجع في حجم أصول الصناديق السيادية بسبب أزمة الرهن العقاري سنة 2008 وتبعاتها على الصناديق السيادية ، كما عرفت سنة 2015 تراجعا في حجم أصول الصناديق السيادية بسبب انهيار أسعار النفط أواخر سنة 2014 وقد ترتب عن ذلك خسائر كبيرة سجلتها الصناديق التابعة للدول المنتجة للنفط حيث قدرت هذه الخسائر بحوالي 375 مليار دولار.

تعد تجربة صندوق الثروة السيادي النرويجي من أنجح التجارب الدولية في هذا المجال وهذا بسبب توفر بيئة اقتصادية وسياسية سليمة تتميز بارتفاع مستويات الحوكمة الاقتصادية والسياسية في هذا البلد ووجود إستراتيجية استثمار واضحة المعالم والأهداف تتميز بالمرونة والقدرة على التكيف مع الأوضاع الاقتصادية السائدة ، كما أن توفر قدر عال من الشفافية والمساءلة حول نشاطات الصندوق يؤدي إلى سرعة اكتشاف وتصحيح الأخطاء المرتبطة باستثمارات الصندوق.

إن توفر الإمارات العربية المتحدة على أكبر صندوق ثروة سيادي في العالم يساهم في تعزيز نفوذ ومكانة البلد في النظام المالي والاقتصادي العالمي إلا أن تدني مستوى حوكمة الصندوق بسبب عدم استقلاليتة وخضوعه لسيطرة الحكومة وانخفاض مستوى شفافية الصندوق يحد من أدائه رغم امتلاكه لفرص نمو هائلة بسبب الوفرة المالية التي يحوزها.

تتميز تجربة الكويت بكونها من أقدم التجارب العالمية في مجال صناديق الثروة السيادية ، مما يسمح بتراكم معارف وخبرات يمكن استخدامها لتحسين أداء الصندوق الكويتي ، ورغم ذلك توجد بعض النقائص التي تميز التجربة في مجال الإفصاح والشفافية ، حيث لا يتم الإعلان على النتائج السنوية المحققة مما يقلل من فرص خضوع هيئة الاستثمار الكويتية للمساءلة.



الخاتمة

تعتبر صناديق الثروة السيادية ظاهرة ليست بالجديدة ، بل تعود نشأتها إلى خمسينيات القرن الماضي ، فقد شهدت نموا سريعا وامتزايدا على المستوى العالمي في بداية هذا القرن ، إلا أن هناك تضارب في الأرقام حول عددها وأحجام أصولها ، لكن معظم الصناديق متركزة في الدول النفطية عامة ودول الشرق الأوسط خاصة كون هذه المنطقة تمتلك أكبر احتياطي للنفط.

أصبحت صناديق الثروة السيادية تحظى بدور كبير في الاقتصاد العالمي نظرا لأهميتها الكبيرة من حيث الحجم والعدد ووزنها الكبير في النظام المالي العالمي ، ولقد أثار هذا التطور الكبير لأعدادها وأحجامها ضجة كبيرة في الدول المستقبلية لاستثماراتها ، بسبب التدفقات المالية الكبيرة والمنتالية في الأسواق المتقدمة والناشئة على حد سواء.

إن الصناديق السيادية هي الوسيلة الأكثر ضرورة وحتمية للدول المصدرة للنفط ، كون هذا الأخير سلعة ناضبة وغير متجددة وهو الممول لها ، كما يعتبر سلعة اقتصادية استراتيجية من خلال مكانته العالمية من حيث الحركة التجارية أو من حيث السعر الذي يتحدد في الأسواق العالمية ، ومهما كانت الجهات المتحكمة في تحديد أسعار النفط إلا أن هذه الأخيرة عرفت انخفاضا حادا في السنوات الأخيرة وكانت سببا في انخفاض قيمة أصول هذه الصناديق وتراجع نموها.

إن الخطوة التالية بالنسبة لصناديق الثروة السيادية ولكي تستمر في لعب دور اللاعب الأساسي في أسواق المال العالمية ، تتمثل في تعديل الاستراتيجيات الاستثمارية للحد من المخاطر المترتبة عن الأزمة الحالية لأسعار النفط وتعظيم العوائد من خلال التوجه إلى الأسواق الأكثر تحقيقا للعوائد.

## 1- اختبار الفرضيات

استند البحث في مقدمته إلى جملة من الفرضيات التي حاولنا اختبارها ضمن محتوى الدراسة حيث تبين ما يلي :

- بالنسبة للفرضية الأولى التي تعتبر صناديق الثروة السيادية أداة حديثة النشأة وتصنف ضمن مصادر التمويل المحلي وتتفرد بها الدول النفطية دون غيرها من دول العالم فهي فرضية صحيحة ، فصناديق الثروة السيادية تعتبر من بين الآليات التي تعتمد عليها الدول كوسيلة للادخار والاستثمار على حد سواء وبحسب الهدف الذي أنشأت من أجله ، وهي مكونة من أدوات مالية متعددة على غرار الأسهم والسندات وتتشكل موارد الصناديق السيادية من فائض ميزان المدفوعات أو الموازنة

العامّة أو نواتج عمليات الخصوصة أو إيرادات الصادرات السلعية ، كما أن مجال نشاط الصندوق قد يكون داخلي أو خارجي ، وتتوزع هذه الصناديق في جميع دول العالم سواء الدول النفطية أو الغير نفطية.

- أما بالنسبة للفرضية الثانية التي تقول أن صناديق الثروة السيادية تسعى إلى تنويع استثماراتها والتخلص من التبعية للنفط وتقليل مخاطر انهيار أسعار النفط فهي فرضية صحيحة ، إذ تسعى صناديق الثروة السيادية إلى تنويع استثماراتها و إيجاد وسائل تمويل بديلة للنفط من أجل تخفيف خطر الصدمات الخارجية على الموازنات العامة للدول المالكة للصناديق السيادية وتقليل التبعية للنفط ، والصندوق السيادي النرويجي وهيئة أبوظبي للاستثمار خير مثال على ذلك.
- أما فيما يخص الفرضية الثالثة التي كان في محتواها أن ظهور الأزمات المالية وانخفاض أسعار النفط من أهم التحديات التي تواجه صناديق الثروة السيادية فهي فرضية صحيحة ، فقد أثرت الأزمة المالية سنة 2008 المعروفة بأزمة الرهن العقاري وأزمة انهيار أسعار النفط أواخر سنة 2014 تأثيرا سلبيا على صناديق الثروة السيادية ، وقد ساهمت هذه الأزمات في تحقيق خسائر كبيرة لصناديق الثروة السيادية وتراجع في قيمة أصولها.

## 2- نتائج الدراسة

- تختلف مبررات ودوافع إنشاء صناديق الثروة السيادية من بلد لآخر إلا أن أهمها يتمثل في الاستعداد للنضوب الطبيعي للموارد الطبيعية ، والحاجة إلى إيجاد أصول جديدة لتعويض الانخفاض المحتمل في الدخل القومي ، كما أن عدم قدرة اقتصاديات بعض الدول على امتصاص واستيعاب الفوائض المالية المحققة يعد سببا مهما في لجوء هذه الدول إلى إنشاء صناديق ثروة سيادية من أجل استثمار هذه الفوائض خارج الوطن والتخفيف من الانعكاسات السلبية للتدفقات المالية الناتجة عن الثروة الطبيعية أو ما يعرف بأثر المرض الهولندي.
- يمكن تصنيف صناديق الثروة السيادية باستخدام عدة معايير على غرار موارد الصندوق ، الوظيفة مجال عمل أو درجة استقلالية الصندوق.
- صناديق الثروة السيادية عبارة عن أدوات مالية مستحدثة ومدارة بطريقة مباشرة أو غير مباشرة من قبل الحكومة لأغراض استثمارية أو ادخارية ويتم تمويلها عن طريق الفوائض المالية المحققة في ميزان المدفوعات أو الموازنة العامة للدولة ، كما أن مجال نشاطها قد يكون داخلي أو خارجي.

- تساهم صناديق الثروة السيادية في المحافظة على حق الأجيال القادمة والاستعداد لعصر ما بعد النفط.
- أدى انخفاض أسعار النفط إلى تلاشي بعض صناديق الثروة السيادية إلى جانب تراجع قيمة أصولها المالية نتيجة الاستخدام المفرط للفوائض الموجودة بهذه الصناديق ، وهذا ما يستدعي وضع قاعدة استثمارية واستخدام الفوائض في الصناديق السيادية والتقليل من التبعية للنفط من أجل ضمان الاستمرارية لهذه الصناديق.
- يعتبر النفط بمختلف أنواعه السائل والغازي والصلب أهم مصدر للطاقة حالياً بالنظر للخصائص التي تميزه عن المصادر الأخرى والمتمثلة أساساً في الوفرة النسبية وسهولة الاستغلال وملائمته للتكنولوجيا المستخدمة حالياً، كما يعتبر مصدر غير متجدد مما يجعله أهم سلعة اقتصادية يتم تبادلها على المستوى العالمي.
- تتجلى الأهمية الاقتصادية للنفط في تأثيره الإيجابي على اقتصاديات الدول المنتجة والمصدرة له من خلال مساهمته في زيادة حجم الناتج المحلي الإجمالي ورفع عائدات النقد الأجنبي والإيرادات العامة للدول، كما أنه يساهم في رفع معدلات التبادل الدولي بين مختلف دول العالم وتكوين رأس المال والتطوير التكنولوجي بالنظر لتنوع مشتقاته وتعقد صناعته.
- يتم تسعير النفط بعدة أنواع من الأسعار التي تختلف باختلاف أسواق النفط والمتعاملين بها إلا أن النوع الأكثر استعمالاً حالياً هو السعر اليومي المتداول في أسواق المعاملات الفورية والآجلة التي تستحوذ على معظم التبادلات النفطية العالمية.
- يرجع السبب في التقلبات اليومية المسجلة في أسعار النفط إلى مجموعة من العوامل المؤثرة في جانب الطلب على غرار معدلات النمو الاقتصادي المسجلة في الدول المستهلكة ، مستوى المحزونات ، حجم قدرات التكرير ، المضاربة ، التغيرات المناخية بالإضافة إلى عوامل مؤثرة في جانب العرض مثل السياسات المتبعة من قبل منظمة الأوبك بالإضافة إلى الأوضاع السياسية في الدول المصدرة للنفط.

### 3- التوصيات والاقتراحات

- إقامة علاقات تعاون جديدة بين الدول المالكة لصناديق الثروة السيادية وتعزيز العلاقات القديمة وتطويرها عن طريق إنشاء منظمات للدفاع عن مصالحها ومراقبة عملها وتبادل الخبرات والمعارف المختلفة الخاصة بإدارة وتسيير هذه الصناديق.

- تنويع القاعدة الاستثمارية للدول للنفط من خلال الاستغلال الأمثل للفوائض المالية في استثمارات تمكن من تحقيق إيرادات بديلة لقطاع النفط كما هو الحال في الصندوق السيادي النرويجي.
- التزام الصناديق السيادية بمبادئ الحوكمة ، وإضفاء المزيد من الشفافية و الافصاح ، وتجنب الغموض فيما يخص استثماراتها.
- مشاركة جميع الصناديق في الجهود الدولية التي تهدف إلى إرساء مبادئ عالمية منظمة لنشاطات صناديق الثروة السيادية على غرار مبادرة صندوق النقد الدولي المتمثلة بمبادئ سندياغو.
- تزويد صناديق الثروة السيادية بأنظمة للوقاية والإنذار المبكر وذلك من أجل تقادي الأزمات المالية والاقتصادية.

**4- آفاق الدراسة :** في الختام يجب التنبيه على أن البحوث والدراسات في مجال صناديق الثروة السيادية لا تزال في مراحلها الأولى باعتبار أن الاهتمام العالمي بهذه الظاهرة يعد حديثاً مقارنة بظواهر اقتصادية أخرى ، وفي نفس السياق يمكن للمهتمين بهذا الموضوع دراسة جوانب متعددة لم يتم التطرق إليها في هذا البحث على غرار:

- دراسة مقارنة بين صناديق الثروة السيادية النفطية والغير نفطية.
- دراسة التوجهات الاستثمارية المستقبلية لصناديق الثروة السيادية.
- صناديق الثروة السيادية ودورها في عزل الاقتصادات عن تقلبات أسعار السلع الأساسية.



# قائمة المراجع

أولا : المراجع باللغة العربية

أ- الكتب

- 01) آل الشيخ حمد بن محمد ،اقتصاديات الموارد الطبيعية والبيئة ،الطبعة الأولى ،مكتبة العبيكان للنشر ،الرياض ،السعودية ،2007.
- 02) البار أحمد ، التطورات في سوق النفط ، الطبعة الأولى ، دار الفنون للطباعة والنشر ، جدة ، 1986.
- 03) البني حمدي ،البتترول المصري تجارب الماضي وآفاق المستقبل ،الطبعة الثانية ،دار المعارف القاهرة ، 1999 .
- 04) التتير سمير ، التطورات النفطية في الوطن العربي والعالم \_ماضيا وحاضرا ، دار المنهل اللبناني ، الطبعة الأولى ، الجزء الثاني ،2008.
- 05) الدوري محمد أحمد ، مبادئ اقتصاد النفط ، دار شموع الثقافة ، الطبعة الأولى ، ليبيا ،2003.
- 06) عبد الرضا نبيل جعفر ، اقتصاد النفط ، دار التراث العربي للطباعة والنشر والتوزيع ، الطبعة الأولى ، بيروت ،2011.
- 07) عبد المطلب عبد الحميد ، اقتصاديات البترول والسياسة السعوية البترولية ، الدار الجامعية للنشر ، الطبعة الأولى ، الاسكندرية ، مصر ، 2015.
- 08) محمد مصطفى سليمان ، حوكمة الشركات ومعالجة الفساد المالي والإداري ، دراسة مقارنة ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، مصر ،2006 .
- 09) نزيه عبد المقصود مبروك ، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي ، دار الفكر الجامعي ،الإسكندرية ، 2006.
- 10) يماني أحمد زكي وآخرون ، المشهد النفطي العربي والعالمي ، مركز دراسات الوحدة العربية ، بيروت ، لبنان ، الطبعة الأولى ،2000.

ب- المقالات

- 01) آفاق الاقتصاد الاقليمي ، دراسات استقصائية للأوضاع الاقتصادية والمالية العالمية ، صندوق النقد الدولي ، أكتوبر، 2015.
- 02) بن مقدم مصطفى ، أنيسة بن رمضان ، الموارد الطبيعية الناضبة وآثارها على النمو الاقتصادي - دراسة حالة الجزائر ، المجلة الجزائرية للعلوم والسياسات الاقتصادية ، العدد 03 ، 2012.
- 03) جاب الله مصطفى ، تقلبات أسعار النفط وعلاقتها برصيدي الموازنة العامة وميزان المدفوعات — حالة الجزائر ، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية ، جامعة الوادي ، العدد 09 ، المجلد 01 ، 2016.
- 04) جمال قاسم حسن ، النفط والغاز الصخريين وأثرهما على أسواق النفط العالمية ، صندوق النقد العربي ، جويلية 2015.
- 05) حنضل هشام عبد الباقي ، رؤيا لتفعيل دور صناديق الثروة السيادية لتجنب الأزمات المالية والاقتصادية في دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية ، مجلة التعاون ، صادرة عن الأمانة العامة لمجلس التعاون لدول الخليج العربية ، العدد 99 ، مارس 2010.
- 06) خالد بن راشد الخاطر ، تحديات انهيار أسعار النفط وردات أفعال السياسات في دول مجلس التعاون ، الدوحة ، قطر ، 2015.
- 07) رجب علي ، تطور الطاقات المتجددة وانعكاساته على أسواق النفط العالمية والأقطار الأعضاء ، مجلة النفط والتعاون العربي ، منطقة الدول العربية المصدرة للبترول ، الكويت ، عدد 127 ، خريف 2008.
- 08) صندوق النقد الدولي : منطقة الشرق الأوسط وشمال افريقيا وأفغانستان وباكستان ، أكتوبر، 2016.
- 19) صندوق النقد الدولي ، مستجدات آفاق الاقتصاد الاقليمي ، إدارة الشرق الأوسط وآسيا الوسطى ، جانفي 2015.
- 09) عبد الله المنيف ماجد ، صناديق الثروة السيادية ودورها في إدارة الفوائض النفطية ، مجلة النفط والتعاون العربي ، منظمة الدول العربية المصدرة للبترول ، المجلد 35 ، العدد 129 ، 2009 ، الكويت.
- 10) العقريب كمال ، تقييم واقع ودور صناديق الثروة السيادية في تحقيق الاستقرار في الاقتصاد العالمي ، مجلة الاقتصاد الجديد ، العدد 10 ، المجلد 01 ، 2014.

- 11) فرحات عباس ، سعود وسيلة ، حوكمة الصناديق السيادية-دراسة لتجربة كل من النرويج والجزائر ، مجلة الباحث الاقتصادي ، العدد 04 ، ديسمبر 2015.
- 12) قدي عبد المجيد ، الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة ، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا ، مخبر العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة الشلف ، العدد السادس ، 2010.
- 13) لخديمي عبد الحميد ، سمية موري ، تغيرات سعر النفط وسعر الصرف في الجزائر-مقاربة تحليلية وقياسية ، بحوث اقتصادية وعربية ، العدد 07 ، جامعة بشار ، 2015.
- 14) محمد عماد عبد العزيز ، إمكانية تطبيق صناديق الثروة السيادية كأحد وسائل تنويع مصادر الدخل الوطنية في العراق (رؤيا مستقبلية) ، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية ، كلية الإدارة والاقتصاد ، جامعة تكريت ، العراق ، المجلد-1 ، العدد-37 ، 2017.
- 15) هني جعفر ، صناديق الثروة السيادية من منظور إسلامي ، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا ، العدد 13 ، 2015.

#### ج- الرسائل الجامعية

- 01) إدريس أميرة ، تقلبات أسعار النفط وأثرها على السياسة المالية-دراسة قياسية على الاقتصاد الجزائري(1980-2014) ، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، تخصص مالية وبنوك ، كلية العلوم الاقتصادية ، جامعة أبي بكر بلقايد ، تلمسان ، 2016.
- 02) بلقطة ابراهيم ، سياسات الحد من الآثار الاقتصادية غير المرغوبة لتقلبات أسعار النفط على الموازنة العامة في الدول العربية المصدرة للنفط مع الإشارة إلى حالة الجزائر ، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، تخصص نقود ومالية ، جامعة حسيبة بن بوعلي ، الشلف 2015.
- 03) بن عوالي خالدية ، استخدام العوائد النفطية-دراسة مقارنة بين تجربة الجزائر وتجربة النرويج ، مذكرة ماجستير (غير منشورة) ، تخصص اقتصاد دولي ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة وهران 2 ، الجزائر ، 2016.

- 04) بوفليح نبيل ، دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية – الواقع و الآفاق ، أطروحة دكتوراه(غير منشورة) ، تخصص نقود و مالية ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ،جامعة الجزائر ، 2011.
- 05) بوكابوس مريم ، دراسة تقييمية لصناديق الثروة السيادية ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية ، أطروحة دكتوراه ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، تخصص علوم التسيير ، جامعة البليدة 02 ، 2014.
- 06) بيطام ريمة ، أسعار النفط وانعكاساتها على الميزانية العامة للدولة-دراسة حالة الجزائر(2000-2014) ، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية ، تخصص مالية واقتصاد دولي ، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2015.
- 07) حاج موسى نسيمة ، دور صناديق الثروة السيادية في دعم الاستقرار المالي ، دراسة أزمة الرهن العقاري ، أطروحة دكتوراه ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، تخصص اقتصاديات المالية والبنوك ، جامعة بومرداس ، الجزائر ، 2015.
- 08) حدادي عبد الغني ، دور الصناديق السيادية في إدارة الفوائض النفطية ، مذكرة لاستكمال شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ،تخصص اقتصاد دولي ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية ،جامعة وهران ،الجزائر، 2013.
- 09) حمادة إياد ، إدارة الصناديق السيادية وصناديق التحوط ، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ، تخصص إدارة أعمال ، جامعة دمشق ، سوريا ، 2009.
- 10) خير الدين وحيد ، أهمية الثروة النفطية في الاقتصاد الدولي والاستراتيجيات البديلة لقطاع المحروقات-دراسة حالة الجزائر ، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاد دولي ، جامعة محمد خيضر ، بسكرة ، 2013.
- 11) سليمان عبد الكريم ، دور صناديق الثروة السيادية في ترشيد الإيرادات النفطية العربية (حالة أبوظبي) ، مذكرة لاستكمال شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ، تخصص اقتصاد دولي ،كلية العلوم الاقتصادية و التجارية ،جامعة محمد خيضر ، بسكرة ، الجزائر، 2014.

12) عبد السلام بريزة ، دور صناديق الثروة السيادية في إدارة الفوائض البترولية-دراسة مقارنة بين صندوق ضبط الموارد الجزائري وصندوق التقاعد الحكومي النرويجي ، مذكرة ماجستير ( غير منشورة) ، تخصص اقتصاديات الأعمال والتجارة الدولية ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية ، جامعة سطيف ، الجزائر ، 2013.

13) قريسي ياسين ، تحويل الفوائض النفطية إلى محفظة مالية دولية في إطار صندوق سيادي ،دراسة حالة أهم التجارب الدولية خلال الفترة 2009-2014 مع إمكانية تطبيقها في الجزائر ، أطروحة دكتوراه ، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير ، تخصص الاقتصاد المالي والتقنيات الكمية ، جامعة الجزائر .

14) موري سمية ، أثر تقلبات أسعار الصرف على العائدات النفطية-دراسة حالة الجزائر ، مذكرة ماجستير(غير منشورة) ، جامعة أبي بكر بلقايد ،الجزائر ،2010.

#### د - الملتقيات والمؤتمرات والندوات

01) الدوري محمد أحمد ، محاضرات في الاقتصاد البترولي ، جامعة عنابة ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر ، 1983.

02) راهم فريد ، بوركاب نبيل ، انهيار أسعار النفط ، المؤتمر الأول : السياسات الاستخدامية للموارد الطاقوية وتأمين الاحتياجات الدولية ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، جامعة سطيف 1 ، 2015.

03) سعيفان سمير ، ندوة حول تداعيات هبوط أسعار النفط على البلدان المصدرة ، الدوحة ،نوفمبر 2015.

04) سلامة ممدوح ، ندوة حول تداعيات هبوط أسعار النفط على البلدان المصدرة ، سلسلة دراسات المركز العربي للأبحاث ودراسة السياسات ، الدوحة ، قطر ، 2015.

05) فرج شعبان ، مريم دباغي ، صناديق الثروة السيادية ومساهمتها في رسم المشهد المالي العالمي ، مداخلة ضمن ملتقى حول : موقع صناديق الثروة السيادية ضمن النظام المالي العالمي ودورها في تحقيق الاستقرار يومي 29-30 أبريل 2015 بجامعة خميس مليانة.

06) مخفي أمينة ، محاضرات حول اقتصاد النفط ، الجزء الأول ، جامعة قاصدي مرياح ، الجزائر ، 2013-2014.

هـ - المواقع الالكترونية

01) ثمانية أسباب وراء انهيار أسعار النفط خلال سنة 2014 ، مقال صحفي ، على الموقع

[www.dw.com/ar](http://www.dw.com/ar)

02) جريدة الحصيلة الالكترونية : صندوق سيادي يحصده 30 مليار دولار في 3 اشهر 2016-11-09  
على الرابط التالي:

<https://alhasela.com/news>

03) الشيخ قادر عبد الوهاب ، أسعار النفط في السوق الدولية وأبعادها على سياسة الدول ، بحث منشور على  
الرابط التالي :

<http://diae.net/6739>

04) مجموعة العمل الدولية حول صناديق الثروة السيادية ، تقرير حول المبادئ والممارسات المتعارف عليها ،  
مبادئ سنتياغو ، صندوق النقد الدولي ، أكتوبر 2008 ، على الرابط التالي :

[http://www.ifswf.org/sites/default/files/santiagoprinciples\\_0\\_0.pdf](http://www.ifswf.org/sites/default/files/santiagoprinciples_0_0.pdf)

05) نزهت وليد ، نشأة أسعار النفط و أبعادها على سياسة الدول ، المؤتمر الدولي لدراسات نفط العراق أيام  
20-22 ديسمبر 2011 ، منشور على الرابط التالي:

<http://www.arab-oil-naturalgas.com>

06) <http://www.iea.org/aboutus/history>

07) <http://www.ifswf.org/santiago-principles-landing/santiago-principles>

08) <http://www.uabonline.org/ar/research/economic>

09) <https://www.nbim.no/en/the-fund/the-history/>

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

11) <https://www.swfinstitute.org/statistics-research/linaburg-maduell-transparency-index>

12) [www.bp.com](http://www.bp.com)

- 13) [www.kia.gov.kw/ar/Pages/GoalsInvestMent.aspx](http://www.kia.gov.kw/ar/Pages/GoalsInvestMent.aspx)  
14) [www.kia.gov.kw/ar/Pages/OVERVIEWFUNDS.aspx](http://www.kia.gov.kw/ar/Pages/OVERVIEWFUNDS.aspx)

ثانيا : المراجع باللغات الأجنبية

- 01) A. Blundell Wignall, Yu-Wei Hu Juan Yermo, **Sovereign Wealth and Pension Fund Issues**. OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions Wo:14. “2008”. OECD Publishing France.
- 02) Edwin .M. Truman, **Projet de Meilleures Pratiques pour les Fonds Souverains**. Revue d'Economie Financière, Association d'Economie Financière, Numéro Hors –Série2009.
- 03) IFSL recherche : **Sorvering wealth Funds 2008**, international financial service london , april 2008.
- 04) International monetary fund ,**Sovereign wealth funds A work agenda**, working paper ,Washington,2008.
- 05) jason kotter the stock price impact of sovereign wealth fund investment and the price of keeping secrets international finance discussion papers number 940 august 2008.
- 06) Pierre Jacquet, cercle des économistes, **les fonds souverains acteurs du développement**, contribution au cahier sur les fonds souverains.
- 07) Prequin global infrastructure, report : **souverain wealth funds investing in infrastructure**, may 2016.
- 08) Sigbjorn. Atle. Berg, **fonctionnement du fonds du pétrole du gouvernement norvégien**, présentation au collègue de contrôle et surveillance des Ressources Pétrolières, Norges Bank Investment Management ,26 juin 2003, Norvège.
- 09) Thibaut Sartre ,**les entreprise face aux fonds souverains** ,les notes de l’entreprise ,janvier 2011.

# المخلص

## المخلص باللغة العربية

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة مدى تأثير صناديق الثروة السيادية بانخفاض أسعار النفط.

شهدت الساحة الاقتصادية العالمية مؤخرا بروز ظاهرة اقتصادية ، تتمثل في صناديق الثروة السيادية والتي تم إنشاءها من قبل معظم الدول المنتجة والمصدرة للنفط بهدف ادخار واستثمار الفوائض المالية المحققة نتيجة ارتفاع أسعار النفط في الأسواق العالمية ، وبما أن النفط يعد المصدر الأساسي لإيرادات الدول النفطية ، فهذا يجعل اقتصادياتها معرضة للكثير من المخاطر الناتجة عن التقلبات الفجائية في أسعاره والانهيئات المفاجئة لها ، وعلى هذا الأساس تلجأ هذه البلدان إلى صناديقها السيادية ، باعتبارها خيار استراتيجي لخلق التنوع الاقتصادي ، ومصادر بديلة دائمة للتمويل ، بعيدا عن قطاع النفط.

ولقد تم التطرق في هذه الدراسة إلى بعض التجارب الرائدة في مجال صناديق الثروة السيادية ، على غرار الصندوق السيادي النرويجي ، وهيئة الاستثمار لأبوظبي ، وهيئة الكويت للاستثمار ، وبالرغم من الأزمات المالية والسياسية و أخيرا الصدمة النفطية إلا أن صناديق الثروة السيادية استطاعت التكيف معها من خلال استكشاف فرص للاستثمار خارج أنساق الاستثمارات التقليدية وأنواعها ، وإلى توزيع المخاطر على فئات أصول مختلفة ، وقطاعات صناعية ومناطق جغرافية متباينة.

**الكلمات المفتاحية :** صناديق الثروة السيادية ، أسعار النفط ، الدول النفطية ، استثمار الأصول.

### Summary in English

This study aims at identifying the impact of sovereign wealth funds on the decline in oil prices.

The global economic scene has recently witnessed the emergence of an economic phenomenon, namely sovereign wealth funds which were created by most oil producing and exporting countries in order to provide and invest surplus funds achieved as a result of high oil prices in world markets.

Oil is the main source of revenues of oil states, this makes their economies vulnerable to the risks of sudden fluctuations in their prices , on this basis, these countries resort to their sovereign funds as a strategic option to create economic diversification and sustainable alternative sources of financing away from the oil sector.

This study was discussed some of the leading experiences in sovereign wealth funds, such as the Norwegian sovereign fund, the Abu Dhabi Investment Authority and the Kuwait Investment Authority , despite the financial and political crises and finally the oil shock sovereign wealth funds have been able to adapt to them by exploring opportunities for investment outside traditional investment patterns and types, and distribution of risks across different asset classes, industrial sectors and geographical regions.

**key words:** Sovereign wealth funds, Oil prices, Oil States, Investment of assets.