

# دور صناديق الثروة السيادية في إدارة عوائد النفط

## "صندوق الثروة السيادي النرويجي نموذجا"

د. محمد طرشي

جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، الجزائر  
m.torchi@univhb-chlef.dz

د. نبيل بوفليح

جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، الجزائر  
n.bouflih@univhb-chlef.dz

## *The role of sovereign wealth funds in the management of oil revenues*

### *«Norway' experience»*

*Dr .Bouflih Nabil & Dr.Torchi Mohamed*

*Hssiba Benbouali University of Chlef; Algeria*

*Received:17 Jan 2017*

*Accepted: 07 Mars 2017*

*Published: 30 JANE 2017*

#### ملخص:

تعد مسألة إدارة العوائد النفطية من بين أهم القضايا التي لا تزال تشغل بال الحكومات والرأي العام في البلدان النفطية لما لها من تداعيات خطيرة على اقتصادياتها ، وفي ظل عدم اليقين والتقلبات التي تميز أسعار النفط على المدى القريب والبعيد ، وفي نفس السياق قامت الكثير من هذه الدول بإنشاء صناديق ثروة سيادية بغية استغلال وتوظيف الفوائض المالية المحققة في فترات ارتفاع اسعار النفط وهي صناديق مستحدثة ومدارة بطريقة مباشرة أو غير مباشرة من طرف 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. تهدف هذه الدراسة إلى إبراز مميزات وخصائص تجربة النرويج في هذا المجال باعتبارها تجربة رائدة بشهادة الباحثين والهيئات الاقتصادية الدولية يمكن للبلدان العربية النفطية الاستفادة منها لتحسين أداء الصناديق وبالتالي تعزيز قدرة هذه الدول في التصدي للصدمات النفطية وتوفير مورد مالي مستدام يرافق جهود هذه الدول في تحقيق التنوع الاقتصادي والتخلص من التبعية المفرطة لقطاع النفط.

**الكلمات المفتاحية:** صندوق الثروة السيادي، صندوق المعاشات الحكومي الإجمالي ، محفظة الاستثمار المرجعية ، بنك إدارة الاستثمار النرويجي محفظة الاستثمار المرجعية

رموز JEL: F21.G11.O52.Q38

#### Abstract:

*The issue of oil revenue management is considered among the most important issues that are still the source of concern for governments and public opinion in the oil-producing countries due to its serious impact on their economies, and with uncertainty and volatility of the prices of oil in the short and long term, and in the same context, most of these countries have created sovereign wealth funds to operate and use the financial surpluses achieved in periods of rising of oil' prices, they are innovative funds managed directly or indirectly by the government for the purpose of investment or savings. They are financed by the financial surplus accumulated in the balance of payments or the state budget, and that their activities can be internal or external. this study aims to present the characteristics of the Norway' experience which classified as one of the most successful experience in the world that the Arab countries can take interest of this experience to improve its funds in order to enhance their abilities against the oil shocks and to provide a sustainable financial resources which accompanied their efforts to achieve economic diversification and eliminate the excessive dependence in the oil sector.*

**Key Words :** *sovereign wealth fund, the total government pension fund, Norges Bank Investment Management, investment portfolio reference.*

**(JEL) Classification :** F21.G11.O52.Q38

تمهيد:

تميزت العشرية الأولى من القرن الحالي بتسجيل ارتفاعات قياسية في أسعار المواد الأولية والطاقة على وجه الخصوص مما أدى إلى استفادة عدة بلدان من هذا الوضع على غرار الدول المصدرة للنفط التي حققت مداخيل كبرى من النقد الأجنبي ساهمت في تحسين أداء بعض مؤشرات الاقتصاد وتسجيل فوائض قياسية في أرصدة كل من ميزان المدفوعات والموازنة العامة، ومن هذا المنطلق حرصت الكثير من الدول النفطية على تنويع مصادر تمويلها من خلال استحداث آليات تمويل جديدة ومستدامة بديلة عن مصادر التمويل الخارجي على غرار صناديق الثروة السيادية، حيث قامت معظم هذه الدول بإنشاء صناديق خاصة بغية استغلال الفوائض المالية المسجلة خلال فترات ارتفاع أسعار النفط عن طريق ادخارها، أو استثمارها، أو استخدامها في تمويل مختلف سياستها و برامجها التنموية وتسديد ديونها الخارجية، وهو ما يتطلب وجود نظام معلومات قوي يساهم في تحقيق الأهداف المحددة سلفا ويحد من مختلف المخاطر التي تعيق أداء هذه الصناديق، وفي نفس السياق يعد بحثنا محاولة لإبراز أهمية ودور صناديق الثروة السيادية في إدارة عوائد النفط عن طريق دراسة تجربة رائدة في هذا المجال هي تجربة صندوق الثروة السيادي النرويجي، حيث يمكن صياغة إشكالية الدراسة على النحو التالي: كيف يمكن تقييم تجربة صندوق الثروة السيادي النرويجي في مجال إدارة عوائد النفط، وهل هناك خصائص تميز هذه التجربة عن باقي التجارب الدولية أخرى؟

فرضيات الدراسة:

- تحاول النرويج كغيرها من الدول النفطية استحداث آليات لاستثمار الفوائض المالية النفطية.
  - تصنف الهيئات الدولية النرويج ضمن المراتب الأولى ضمن مؤشرات التنمية البشرية والاقتصادية الأمر الذي يؤثر إيجابا على تجربة إدارتها للعوائد النفط
- أولا. الإطار النظري للدراسة والدراسات السابقة:

1- الإطار النظري:

- 1-1 تعريف صناديق الثروة السيادية: صندوق الثروة السيادي عبارة عن أداة مالية مستحدثة ومدارة بطريقة مباشرة أو غير مباشرة من قبل الحكومة لأغراض استثمارية أو ادخارية ويتم تمويله عن طريق الفوائض المالية المحققة في ميزان المدفوعات أو الموازنة العامة للدولة كما أن مجال نشاطه قد يكون داخلي أو خارجي.<sup>1</sup>
- 1-2 دوافع إنشاء صناديق الثروة السيادية: تتباين مبررات ودوافع إنشاء صناديق الثروة السيادية من بلد لآخر حسب مميزات وخصائص الهيكل الاقتصادي ومصدر الفائض المالي المحقق، وعلى العموم يمكن تلخيص هذه المبررات فيما يلي:

- التحسب للضوب الطبيعي للمورد والحاجة لبناء أصول أخرى تدر دخلا يعوض لضوب الأصل الحالي، واستغلال إيراداته من قبل الجيل الحالي، وهو ما اصطلح عليه بتحقيق العدالة بين الأجيال وبمقتضى ذلك الاعتبار فقط، فإن البلدان التي يكون فيها العمر الزمني لاحتياطي الأصل الناضب قصيرا، يكون الحافز لديها أكبر للادخار من تلك البلدان التي يكون العمر الزمني لاحتياطيها أطول كبلدان الخليج مثلا، حيث يتراوح فيها ذلك

العمر بمستويات الإنتاج الحالية بين عشرين إلى أكثر من مائة عام وبمتوسط 75 عاما لبلدان الخليج مجتمعة ، أما إذا ألقينا نظرة شاملة على النضوب أي تقلص الطلب على النفط بسبب البدائل بغض النظر عن النضوب وأضفنا إلى ذلك أن العمر الزمني للاحتياطي غير ثابت إذ يمكن أن ينخفض بالاستغلال المفرط ويمكن أن يرتفع بالتطور التقني وزيادة الاستثمار لتطوير الاحتياطي ، فعندها يصبح العمر الزمني الاحتياطي حينئذ غير ذي أهمية بالنسبة لقرار إنشاء الصندوق الادخاري من عدمه.<sup>(2)</sup>

- أما المبرر الثاني لإنشاء صناديق الثروة السيادية فيتعلق بالطاقة الإستيعابية 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 اقتصادات البلدان صغيرة الحجم قليلة السكان ، وذات إمكانات التنويع المحدودة ، يكون لديها حافز أكبر لإنشاء صناديق لادخار أو استثمار العوائد النفطية ولكن حتى تلك الاعتبارات قد تتغير عبر الزمن ، ونتيجة للسياسات الاقتصادية فالطاقة الاستيعابية للاقتصاد الوطني تتزايد وتتغير محدداتها ، وإمكانات التنويع لها ديناميكية وتعتمد أيضا على السياسات الاقتصادية ، وهناك أمثلة كثيرة من منطقة الخليج وغيرها ساهمت فيه الإيرادات الآنية والسياسات إما في بناء هياكل وعلاقات زادت من درجة التنويع الاقتصادية أو تثبطه.<sup>(3)</sup>

- 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 خارجيا 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 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 مباشرة لهذه الصناديق في الدول المتقدمة إلى توسيع حجم المبادلات الاقتصادية بما فيها عمليات نقل التكنولوجيا والمعارف.<sup>(4)</sup>

## 2- الدراسات السابقة :

- سفين بيرينت (2009) <sup>(5)</sup> درس الباحث تداعيات الأزمة المالية العالمية على صناديق الثروة السيادية الخليجية ، كما دافع الباحث عن مكانة ودور صناديق الثروة السيادية في النظام المالي العالمي داعيا مؤسسات النظام الاقتصادي الدولي إلى إنشاء اطر واليات تسهل عملية دمج الصناديق السيادية في النظام المالي العالمي.

- ماجد عبد الله المنيف (2009) <sup>(6)</sup> ، حاول الباحث من خلال بحثه تقديم تعريف شامل عن الصناديق السيادية و مختلف نشاطاتها والمصاعب التي تواجهها في ظل الأزمة المالية العالمية.

- فيكتوريا بريري ، إدوارد شين" (2009)<sup>7</sup> صناديق الثروة السيادية في الشرق الأوسط وشمال إفريقيا والأزمة المالية العالمية ، مرحلة اختبار" ، تقرير منشور من طرف مجموعة "Monitor Group" ، ماي 2009 ، يصف هذا

التقرير تأثير الأزمة المالية العالمية على 13 صندوق في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا إضافة إلى مختلف الأساليب التي اعتمدها الصناديق لمواجهة الأزمة، كما يطرح دروسا تم تعلمها حول الإدارة الجيدة والفعالة للصناديق.

- إدوين ترومان " مشروع الممارسات الأمثل لصناديق الثروة السيادية" (2009)<sup>8</sup> بحث منشور في مجلة الاقتصاد المالي الصادرة عن جمعية الاقتصاد المالي الفرنسية، عدد خاص بصناديق الثروة السيادية، 2009، صمم الباحث مؤشر خاص لتصنيف وقياس أداء صناديق الثروة السيادية، وعلى ضوء نتائج التصنيف يقترح الباحث مجموعة من الممارسات التي تساهم في تحسين حوكمة و أداء صناديق الثروة السيادية.

ثانيا -الطريقة والأدوات والمعطيات المجمعّة :

1- نشأة وحوكمة صندوق الثروة السيادي النرويحي:تعتبر تجربة النرويح 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<sup>(9)</sup>، وقبل استعراض مضمون هذه التجربة يتعين علينا إبراز بعض الخصائص والمميزات الاقتصادية للنرويح التي تصنف ضمن مجموعة الدول الأكثر تقدما في العالم، والتي تتبنى نموذج اقتصادي مختلط مبني على احترام مبادئ السوق مع وجود دور قوي للدولة في المجال الاقتصادي، يقدر حجم الناتج المحلي الإجمالي بـ 500مليار دولار أمريكي<sup>(10)</sup> في مقابل تعداد سكاني يتجاوز بقليل خمسة ملايين نسمة مما يجعل الدخل الفردي للموطن النرويحي يصنف ضمن أعلى المستويات في العالم "97013 دولار أمريكي للفرد"، يتميز الهيكل الاقتصادي للنرويح بالتنوع النسبي مع هيمنة قطاع الخدمات على الناتج المحلي الإجمالي بنسبة تفوق 60 %، في حين لا تتجاوز نسبة مساهمة قطاع المحروقات في إجمالي الصادرات 25 %، بينما لا تتعدى نسبة مداخليل الجباية البترولية في الإيرادات العامة للدولة 27,89 %، الأمر الذي يجعل الاقتصاد النرويحي أقل ارتباطا بالقطاع النفطي وبالتالي الأقل عرضة للصدمات الخارجية.

إن التطور الذي سجلته النرويح في جميع الميادين الاقتصادية والاجتماعية والسياسية جعلها تحتل المرتبة الأولى في مؤشر التنمية البشرية لسنة 2013، كما صنفت النرويح ضمن المرتبة الأولى في مجال الحرية السياسية وحرية الصحافة، وهي مؤشرات تبين نجاح مختلف السياسات المنفذة من قبل الحكومة لتحسين مستويات الحوكمة السياسية والاقتصادية بما فيها حوكمة صندوق الثروة السيادي النرويحي.

1-1 نشأة وتطور صندوق الثروة النرويحي: تنفيذا للقانون المصادق عليه من قبل البرلمان النرويحي 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، تتمثل أهداف الصندوق في:<sup>(11)</sup>

- تعزيز قدرة الحكومة على التسيير طويل الأجل لمداخليل الثروة النفطية.
- تحقيق مبدأ التوزيع العادل للثروات بين الأجيال.
- تحويل الثروة النفطية إلى ثروة مالية من خلال استثمارها في الأسواق المالية العالمية مع الأخذ بعين

الاعتبار مبدأ العائد - المخاطرة.

- الحفاظ على استقرار الموازنة العامة للدولة وحمايتها من أثر تقلبات المداخل النفطية.

يتم استثمار أصول الصندوق في الأسواق الخارجية وذلك لعدة اعتبارات أهمها<sup>(12)</sup>:

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

- 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 أقل مدة زمنية ممكنة بالنظر لسرعة تحول هذه الأصول إلى سيولة نقدية.

شهدت سنة 1996 بداية النشاط الفعلي لصندوق النفط 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 « GPFG »<sup>(13)</sup> كما توسعت مهام وأهداف الصندوق لتشمل دعم نظام التقاعد الحكومي<sup>(14)</sup>، 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>(15)</sup>.

يمكن توضيح مراحل تطور صندوق الثروة النرويجي في الجدول التالي:

1-2 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 « Stortinget » والصادر بتاريخ 21-12-2005 المتعلق بكيفية إدارة صندوق المعاشات الحكومي الإجمالي<sup>(16)</sup> المصدر الرئيسي لكل التعليمات والتوجيهات<sup>(17)</sup> الصادرة من قبل وزارة المالية والمحددة لطرق تسيير وصلاحيات كل جهة مشرفة على الصندوق.

يعتمد نظام الرقابة والإشراف والتسيير لصندوق الثروة السيادي على تدخل ثلاثة هيئات هي :

أ) البرلمان النرويجي « Stortinget »<sup>(18)</sup> : 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.

(ب) 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 وسنوية حول أداء استثمارات الصندوق مع إعلانها للرأي العام ووسائل الإعلام.

- القيام بعملية المراجعة والتدقيق وتقييم فعالية تسيير البنك المركزي للصندوق عن طريق الاستعانة بمنظمات استشارية مستقلة.

(ج) البنك المركزي: بنك النرويج « Norges Bank » يعتبر الجهة المسيرة للصندوق وهو مسؤول أمام وزارة المالية مكلف بالوظائف التالية:

- 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.

1-3 الرقابة على الصندوق: يخضع الصندوق المعاشات الحكومي الإجمالي لمستويات مختلفة من الرقابة تؤدي إلى التقليل قدر الإمكان من الممارسات المشبوهة والغير قانونية، حيث تخضع الهيئة المكلفة بإدارة استثمارات الصندوق " بنك إدارة الاستثمار النرويجي" إلى رقابة داخلية من قبل البنك المركزي والذي تقوم به وحدة المراجعة والتدقيق التابعة للبنك، كما يخضع البنك المركزي لرقابة وزارة المالية التي تستعين بمكاتب مراجعة وتدقيق مستقلة لتقييم أداء البنك بالإضافة إلى التقارير الفصلية والسنوية التي يسلمها البنك لوزارة المالية.

وتخضع وزارة المالية لرقابة صارمة من قبل البرلمان الذي يعتبر الجهة الوحيدة المخول لها صلاحية إصدار وتعديل القواعد والقوانين المنظمة لنشاط الصندوق، كما أن استعمال وزارة المالية لأصول الصندوق مرهون بموافقة مسبقة من البرلمان بالإضافة إلى إلزامية تقديم تقرير سنوي حول وضعيته للصندوق إلى البرلمان وإيضفاء

مزيد من الشفافية على إدارة الصندوق، فإن جميع الهيئات السالفة الذكر مطالبة بنشر وإعلان مختلف القوانين والأنظمة والتوجيهات والتقارير الخاصة بالصندوق للرأي العام عبر مواقعها الإلكترونية وفي وسائل الإعلام المختلفة.

1-4 إدارة صندوق الثروة النرويجي: من المعلوم أن البنك المركزي النرويجي يعتبر الهيئة المكلفة بإدارة صندوق الثروة السيادي "GFPG" ولهذا الغرض قام البنك بتأسيس وحدة فرعية تابعة له<sup>(19)</sup> تحت مسمى بنك إدارة الاستثمارات النرويجي "NBIM"<sup>(20)</sup> مكلف بالإدارة المباشرة لاستثمارات الصندوق.

أ) الهيكل التنظيمي لبنك إدارة الاستثمارات "NBIM": يقوم البنك بتسيير وإدارة إستثمارات صندوق يصنف ضمن أهم وأكبر صناديق الثروة السيادية في العالم، ولذلك فإن الهيكل التنظيمي للبنك معد وفقا لأحدث النماذج المعمول بها في العالم.

- المجلس التنفيذي: "Executive Board": يعتبر المجلس التنفيذي الهيئة المسؤولة عن مختلف عمليات بنك النرويج المركزي يتكون 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.

- المجلس الاستشاري "Advisory Council": تم تأسيسه من قبل المجلس التنفيذي في سنة 2006 يتكون من أربعة خبراء دوليين يقوم بتقديم استشارات لمجلس إدارة البنك لتحسين مستوى إدارة استثمارات البنك.

- مجلس المراقبة "Supervisory Council": 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.

- المجموعة القيادية للبنك "Leader Group": تتكون من مختلف الإطارات المكلفة بتنفيذ سياسات واستراتيجيات البنك وتضم هذه المجموعة المدير التنفيذي للبنك بالإضافة إلى رؤساء مصالح الاستثمارات الخزينة، إدارة المخاطر، العمليات، العلاقات الإستراتيجية، المراجعة.

تسمح القواعد المنظمة لاستثمارات بنك "NBIM" بإمكانية الاستعانة بمؤسسات وهيئات خارجية لإدارة الاستثمارات حيث يمنح البنك تفويض لهذه الجهات بإدارة جزء من المحفظة الاستثمارية للصندوق بالنظر لخبرتها في هذا المجال ومن أجل تعظيم العوائد والتقليل من المخاطر المصاحبة لعملية الاستثمار، كما يتوفر بنك إدارة الاستثمارات على أربعة مكاتب فرعية في كل من نيويورك الأمريكية، لندن، شنغهاي بالصين، وسنغافورة، كما يوظف البنك 428 إطار من جنسيات مختلفة<sup>(21)</sup> 31 جنسية.

2- إستراتيجية الاستثمار وإدارة المخاطر في الصندوق:

1-2 إستراتيجية الاستثمار في الصندوق: تعتبر وزارة المالية الهيئة المكلفة بإعداد إستراتيجية استثمار أصول الصندوق التي يلتزم بنك النرويج بصفته مسيرا للصندوق باحترامها علما أنه يتم تعديل هذه الإستراتيجية وفقا للظروف الاقتصادية السائدة، تعتمد هذه الإستراتيجية على المبادئ التالية:

- اقتصار نشاط الصندوق على الاستثمار في الأسواق الخارجية ومنع الاستثمار في أصول الشركات النرويجية<sup>(22)</sup>.
- تحديد مكونات المحفظة الاستثمارية والأماكن الجغرافية لاستثمارات الصندوق.
- إعداد محفظة استثمار مرجعية للصندوق وإلزام البنك المركزي بضرورة التقيد بها من أجل التقليل من المخاطر المصاحبة لاستثمارات الصندوق.
- إضفاء الطابع الأخلاقي على استثمارات الصندوق بالامتناع عن الاستثمار في الشركات والبلدان التي تنتهك مجموعة من المبادئ الأخلاقية المحددة سلفاً من طرف الحكومة.
- 2-2 مكونات المحفظة الاستثمارية للصندوق: سجلت المحفظة الاستثمارية للصندوق عدة تعديلات منذ سنة 1996 ويمكن إبراز هذه التعديلات في الجدول الموالي:
- تشير بيانات سنة 2015 أن مكونات محفظة الاستثمار وأماكن الاستثمار الخاصة بالصندوق هي على النحو التالي:<sup>(23)</sup>

#### أ) مكونات المحفظة الاستثمارية:

- أدوات الدخل الثابت "السندات" « Fixed Income Instruments »: تمثل نسبة 36,8 % من المحفظة.
- الأسهم « Equity Instruments »: تمثل نسبة 60,3 % من المحفظة الاستثمارية.
- الأصول العقارية "Real estate": تمثل نسبة 2,9 % من المحفظة الاستثمارية.

#### ب) التوزيع الجغرافي للمحفظة الاستثمارية: تتوزع المحفظة الاستثمارية كما يلي:

- محفظة السندات " Portfolio of Fixed Income Instruments " : تستثمر في المناطق التالية:
  - منطقة أمريكا: 47 %.
  - منطقة أوروبا ، الشرق الاوسط وإفريقيا: 39,1 %.
  - منطقة آسيا والمحيط الهادي بنسبة 13,9 %.
- محفظة الأسهم " Portfolio of Equity Instruments " : تستثمر في المناطق التالية:
  - منطقة أمريكا: 47 %.
  - منطقة أوروبا: 38,8 %.
  - منطقة الشرق الاوسط وإفريقيا: 1,2 %.
  - منطقة آسيا والمحيط الهادي 20,1 %.
- محفظة الاصول العقارية " Portfolio of Real Estate " : مستثمرة في المناطق التالية:
  - الولايات المتحدة الامريكية: 47 %.
  - بريطانيا: 28,4 %.
  - فرنسا: 15,9 %.
  - سويسرا: 7,1 %.

- ألمانيا: 3,5 %

- باقي دول العالم: 2,8 %

وبالنسبة للاستثمار في أسهم الشركات فقد حدد الوزارة سقفا لا يتجاوز الصندوق حيث يجب أن لا تتعدى مساهمة الصندوق في رأس مال أي شركة نسبة 10 %، وهو الحد الأدنى الذي يمنح للصندوق حق التصويت في الشركة

2-3 محفظة الاستثمار المرجعية "Benchmark Portfolio" : محفظة الاستثمار المرجعية هي محفظة معيارية أو نموذجية يتم إعدادها مسبقا من طرف وزارة المالية<sup>(24)</sup> بهدف تحقيق محفظة استثمار مثلى، وهي المحفظة التي تحقق أكبر عائد بأقل خطر ممكن، علما أن بنك النرويج ملزم بتكوين محفظة استثمار فعلية للصندوق مطابقة للمحفظة المرجعية المعتمدة من قبل وزارة المالية مع السماح بهامش خطأ أو بانحراف معياري في حدود  $\pm 1,5\%$ ، إذ يجب أن لا يتجاوز الفرق بين مكونات محفظة الاستثمار الفعلية والمحفظة المرجعية المجال المحدد سلفا، تتكون محفظة الاستثمار المرجعية من: محفظة مرجعية للسندات بنسبة 35 %، ومحفظة مرجعية للأسهم بنسبة 60 %، ومحفظة الاصول العقارية بنسبة اقصاها 5 %

أ) المحفظة المرجعية للسندات "Benchmark Portfolio Fixed Income" :

تتكون المحفظة من السندات المصنفة من طرف أشهر وكالات التصنيف الائتمانية على غرار وكالة "Standard and Poors" ووكالة "Moody's" ووكالة «Fitch» التي تصنف السندات حسب مستوى الملاءة المالية للجهة المصدرة لها وفقا لسلم تصنيف يتراوح بين أعلى درجة «AAA» وأدنى درجة «D»<sup>(25)</sup>.

ب) المحفظة المرجعية للأسهم "Benchmark Portfolio For Equity Instruments" :

تضم هذه المحفظة أسهم الشركات الكبرى والمتوسطة المصنفة فقط ضمن مؤشر «FTSE» العالمي<sup>(26)</sup> «FTSE All-World» المختص في تصنيف أسهم الشركات المتعاملة في الأسواق المالية العالمية.

ج) المحفظة المرجعية للأصول العقارية "Benchmark Portfolio For Real Estate" : تتضمن هذه

المحفظة الاستثمار في الشركات العقارية المتواجدة في أهم مدن العالم على غرار نيو يورك، لندن، باريس.

2-4 دليل المبادئ الأخلاقية لاستثمارات الصندوق: قامت وزارة المالية في خطوة غير مسبوقه بإصدار دليل يحدد المبادئ الأخلاقية التي يتعين على استثمارات الصندوق احترامها<sup>(27)</sup>، وهي مبادئ تمنع الصندوق من الاستثمار في الشركات التي تنشط في المجالات التالية:

- الشركات التي تقوم بإنتاج أسلحة مستعملة في انتهاك حقوق الإنسان.
- الشركات التي تقوم ببيع أسلحة ومعدات عسكرية لدول تنتهك حقوق الإنسان.<sup>(28)</sup>
- الشركات التي تقوم بإنتاج مادة التبغ.
- الشركات المنتهكة لحقوق الإنسان ( القتل، التعذيب، الأشغال الشاقة، تشغيل واستغلال الأطفال).
- الشركات الملوثة للبيئة والمؤسسات التي تشجع ممارسات الفساد الاقتصادي.

ومن أجل ضمان احترام هذه المبادئ قامت وزارة المالية بتأسيس المجلس الأخلاقي للصندوق « Council Of Ethics For The GFPG » وهو مجلس مكون من خمسة أعضاء معينين من الوزارة يعهد إليه مهمة مراقبة مدى احترام استثمارات الصندوق للمبادئ الأخلاقية المحددة حيث يقوم المجلس بإعداد قائمة سنوية تضم الشركات التي تنتهك الميثاق الأخلاقي والتي يمنع الاستثمار فيها ويصدر تقرير سنوي حول نشاطاته ومختلف عمليات المراقبة التي قام بها بالإضافة توصياته للوزارة.

2-5 نظام إدارة المخاطر في البنك: (29) يقسم بنك إدارة الاستثمارات النرويبي المخاطر المصاحبة لاستثمارات الصندوق إلى أربعة أنواع هي مخاطر السوق، مخاطر الائتمان، المخاطر المقابلة، المخاطر التشغيلية، ومن أجل مواجهة هذه المخاطر أنشأ البنك نظام لإدارة المخاطر مكون من أربعة أقسام مكلفة بمراقبة وقياس وإدارة مخاطر كل نوع.

2-5-1 إدارة مخاطر السوق "Market Risk": تظهر مخاطر السوق بسبب التقلبات التي تشمل أسعار الأوراق المالية و معدلات الفائدة وأسعار الصرف، وهي مخاطر تؤدي إلى إلحاق خسائر كبيرة بالمحفظة الاستثمارية للصندوق نتيجة انخفاض قيمتها السوقية علما أن خسائر المحفظة ترتفع بارتفاع حدة التقلبات، يقيس البنك مخاطر السوق باستخدام معدلين يمثلان الحد الأقصى للخطر "Absolute Market Risk" والحد الأدنى "Relative market risk" علما أن هذان المعدلان يحسبان باستخدام مؤشر الانحراف الثابت وهو مؤشر إحصائي يبين درجة التغيير التي يمكن قبولها في عائد المحفظة الاستثمارية للصندوق، يبين الجدول رقم (03) معدلات مخاطر السوق الأقصى والأدنى بالإضافة إلى معدل الخطر الفعلي للمحفظة الاستثمارية للصندوق في نهاية 2009.

يبين الجدول أن بنك إدارة الاستثمارات قد نجح في التقليل من مستوى مخاطر المحفظة الاستثمارية للصندوق إلى الحد الأدنى بمعدل يقدر بـ 7,2% إن هذه النسبة يمكن أن تستخدم كنسبة مرجعية للمحفظة الاستثمارية للصندوق خلال الثلاث سنوات القادمة، حيث يمكن قبول انحراف في القيمة السوقية للمحفظة الاستثمارية للصندوق في حدود  $7,2 \pm$  % من إجمالي القيمة السوقية المسجلة في نهاية 2009.

2-5-2 إدارة مخاطر القرض أو الائتمان "Cridit Risk": وهي مخاطر تنشأ نتيجة امتناع الجهة المدينة عن سداد الدين مما يؤدي إلى تسجيل خسائر في محفظة سندات الصندوق، ولمواجهة هذا الخطر تبني بنك النرويبي وتطبيقا لتوجيهات وزارة المالية إستراتيجية استثمار في السندات تهدف إلى التقليل قدر الإمكان من الاستثمار في السندات الغير مصنفة والتركيز على السندات المصنفة من قبل أشهر وكالات التصنيف العالمية المختصة في تصنيف الأوراق المالية على غرار وكالة Standard and Poors ووكالة Moody's ووكالة Fitch التي تصنف السندات حسب مستوى الملاءة المالية للجهة المصدرة لها في سلم يتراوح بين أعلى درجة "AAA" وأدنى درجة "D"، يبين الجدول رقم (04) مكونات محفظة السندات التابعة للصندوق والمعدة وفق آخر تصنيف صادر عن وكالات التصنيف السابقة الذكر مع نهاية 2014، حيث يشير الجدول إلى أن السندات المصنفة وفق أعلى درجة تمثل نسبة 39,5% من إجمالي محفظة السندات الخاصة بالصندوق بينما تمثل السندات المصنفة ضمن المراتب الأربعة الأولى نسبة 99,3% من إجمالي محفظة السندات وفي المقابل لا تتعدى نسبة السندات المصنفة في

أدنى درجة 0,7٪، إن هذه النتائج تجعل محفظة السندات الخاصة بصندوق الثروة النرويجي من بين المحافظ الأقل تعرضاً لمخاطر الائتمان في الأسواق المالية العالمية وتؤكد نجاح بنك النرويج في مراقبة وإدارة مخاطر الائتمان بالإضافة إلى نجاحه في الالتزام بمطابقة محفظة السندات الفعلية مع محفظة السندات المرجعية " benchmark portfolio " المعدة مسبقاً من طرف وزارة المالية.

**3-5-2 إدارة المخاطر المقابلة " Counterparty Risk "** : تنشأ هذه المخاطر نتيجة عدم التزام الشركات بمتطلبات وواجبات الاتفاقيات التي تربطها بالصندوق ولمواجهة هذه المخاطر وتنفيذا لتوجيهات وزارة المالية يقوم بنك النرويج بدراسة مسبقة وشاملة حول الوضعية المالية للشركات والمؤسسات المرشحة للتعامل مع الصندوق، علماً أن بنك النرويج يستعين في هذه الحالة كذلك بوكالات التصنيف العالمية السابقة الذكر التي تقوم بالتصنيف الائتماني لجميع الشركات والمؤسسات الناشطة في أهم الأسواق المالية العالمية، حيث يتمتع البنك عن عقد أية اتفاقيات مع شركات ومؤسسات مصنفة تصنف أقل من الدرجة "A" في مؤشر "Fitch" و "Moody's" وأقل من الدرجة "AAA" في مؤشر "Standard and Poors"، كما يحرص البنك على عقد اتفاقيات من نوع " تسليم، تحويل، دفع « delivery, versus, payment » وهي اتفاقيات تعني أن عملية شراء أسهم الشركات تتم بالتوازي مع عملية تحويل حقوق الملكية للصندوق.

**4-5-2 إدارة المخاطر التشغيلية " Operational Risk "** : هي مخاطر تنشأ بسبب وجود اختلالات في الهيئة المكلفة بالتسيير على غرار اتخاذ قرارات استثمار خاطئة، وجود ممارسات مشبوهة وغير قانونية، عدم كفاءة في تسيير الموظفين، نقص الإمكانيات المادية، وجود خلل في نظام المعلومات الخاص بالهيئة. إن المخاطر التشغيلية تتميز بكونها مخاطر داخلية يمكن مراقبتها ومعالجتها، وفي نفس السياق تضمن الإجراءات المتخذة من قبل الهيئات المحيطة بالصندوق سواء كانت البرلمان أو وزارة المالية أو بنك النرويج التقليل قدر الإمكان من هذه المخاطر، حيث يخضع بنك النرويج لرقابة داخلية وخارجية دائمة وعمليات مراجعة وتدقيق دورية تؤدي إلى اكتشاف أي خلل في أداء البنك مما يؤدي إلى التقليل قدر الإمكان من المخاطر التشغيلية المصاحبة لعمليات استثمار صندوق المعاشات الحكومي الإجمالي.

ثالثاً: تحليل وتفسير النتائج :

1- تقييم أداء الصندوق<sup>30</sup> : إن تحديد مدى فعالية وكفاءة مختلف استراتيجيات وسياسات إدارة استثمارات الصندوق يستلزم معرفة وتحليل النتائج المحققة خلال فترات زمنية محددة، وفي نفس السياق يقوم بنك إدارة الاستثمارات النرويجي "NBIM" بنشر تقارير فصلية وسنوية تبرز تطورات كل من القيمة السوقية لمحفظة الاستثمارات الخاص بالصندوق بالإضافة إلى العائد المحقق ومقارنته بالعائد المرجعي المتوقع سلفاً.

1-1) تحليل تطور عائد المحفظة الاستثمارية للصندوق: يوضح الجدول رقم (05) تطور العائد الحقيقي لمحفظة الاستثمار الخاصة بالصندوق ومقارنته مع العائد المرجعي Benchmark Return، يشير الجدول إلى أن العائد الحقيقي لمحفظة الصندوق سجل تطورات متباينة خلال أربع فترات مختلفة:

- **الفترة الأولى "1998 - 2002"**: يلاحظ بأن هناك تقارب بين العائد الحقيقي والعائد المتوقع أو المرجعي مع تسجيل أفضلية للعائد الحقيقي وهو أمر إيجابي بالنسبة للصندوق علما أن تسجيل فرق إيجابي يبين مدى حرص إدارة الصندوق على الاستثمار في الأصول المالية المضمونة "السندات" وعدم المخاطرة بالاستثمار في الأسهم<sup>(31)</sup> بما أن الاستثمار في هذا النوع من الأصول يعتبر أمر جديد بالنسبة للصندوق.
- **الفترة الثانية: "2003 - 2007"**: شهدت تسجيل إرتفاع ملحوظ في العائد الحقيقي و العائد المتوقع مقارنة بالفترة السابقة مع تسجيل افضلية للعائد الحقيقي على العائد المتوقع بنسبة 0,40 %، وهي فترة تزامنت مع التعديلات التي أدخلت على الصندوق التي شملت أهداف و إستراتيجية الاستثمار في محفظة الصندوق،<sup>(32)</sup> بالإضافة إلى بداية ظهور الأزمة المالية العالمية في سنة 2007 وتأثيرها السلبى على استثمارات الصندوق، حيث سجل انخفاض في العائد الحقيقي من 3,79 % في سنة 2005 إلى 0,15 % في عام 2007 وبفارق سالب عن العائد المرجعي لنفس السنة (- 0,41%).
- **الفترة الثالثة "2008 - 2012"**: سجل فيها العائد الحقيقي والمتوقع تراجعاً ملحوظاً مقارنة بالفترة السابقة مع تفوق طفيف للعائد الحقيقي عن المتوقع +0,10 % وهو أمر يمكن تفسيره بتداعيات الأزمة المالية العالمية على الأسواق المالية وبالتالي على إستثمارات الصندوق وبالتحديد على محفظة السندات بسبب إنخفاض معدلات الفائدة إلى ان سنة 2009 شهدت تسجيل عائد محفظة السندات ارتفاعاً قياسياً ليصل إلى 25,62 % وهو أعلى عائد يحققه الصندوق منذ بداية نشاطه الاستثماري ، كما تعدى العائد الحقيقي العائد المتوقع بفارق يصل 4,10 نقطة مئوية وهو فارق لم يتم تحقيقه من قبل، إن التطور الإيجابي الذي شمل محفظة الاسهم يمكن أن يفسر بالتحسن النسبي لأوضاع الأسواق المالية العالمية وبداية تعافيتها من الأزمة المالية العالمية بالإضافة إلى نجاح الإستراتيجية الاستثمارية المعتمدة من قبل إدارة الصندوق والتي تفضل الاستثمار في الأسهم على حساب الاستثمار في السندات ، كما سجلت نفس الفترة إضافة عنصر جديد لمحفظة الاستثمار يتمثل في الاستثمار في الاصول العقارية مع مطلع سنة 2010 وبنسبة 5 % من إجمالي محفظة الاستثمار الخاصة بالصندوق.
- **الفترة الثالثة "2013 - 2015"**: سجل فيها العائد الحقيقي والمتوقع ارتفاعاً تعدى نسبة 100 % مقارنة بالفترة السابقة مع تفوق للعائد الحقيقي عن المتوقع بفارق +0,19 % وهو أمر يمكن تفسيره بتعايف الأسواق المالية العالمية من تداعيات الأزمة بالإضافة إلى نجاح إستراتيجية الاستثمار المتبعة من قبل الصندوق لاسيما تنوع المحفظة ليشمل الاستثمار في الاصول العقارية مع تفضيل الاستثمار في الاسهم لارتفاع عائدها مقارنة بالسندات وذلك مع استمرار تدني معدلات الفائدة في كبرى الاسواق المالية العالمية اللازمة
- يجب التنبيه إلى أن العائد الحقيقي المعلن في الجدول عبارة عن عائد خام علما أن العائد الحقيقي الصافي هو العائد الذي يتم تحويله إلى حسابات الصندوق في البنك المركزي والذي يمكن حسابه انطلاقاً من العائد الخام بعد تخفيض أثر التضخم واقتطاع تكاليف إدارة استثمارات الصندوق.
- 2- **تطور عوائد مكونات المحفظة الاستثمارية للصندوق**: يمكن توضيح هذا التطور من خلال تحليل معطيات الجدول رقم (07) الذي يبين ما يلي :

2-1 **محفظة السندات:** يبين الجدول بأن العائد الحقيقي أو الفعلي لمحفظة السندات الخاصة بالصندوق قد مر بمرحلتين مختلفتين:

- **المرحلة الأولى: 1999 - 2012:** يمكن تسميتها بمرحلة الاستقرار النسبي في عائد السندات حيث يلاحظ بان الفترة الاولى من هذه المرحلة سجلت اعلى عائد لمحفظة السندات مقارنة بباقي فترات نفس المرحلة بمتوسط 6,26 % مع العلم أن هذه الفترة تزامنت مع تبني إدارة الصندوق لإستراتيجية استثمار تميل للاستثمار في السندات على حساب الأسهم "60 %سندات، 40 % أسهم" كما سجل العائد الحقيقي تفوقا طفيفا على العائد المرجعي بمقدار 0,17 %، بينما شهدت باقي فترات المرحلة تراجع نسبي في عائد السندات يفسر بتراجع معدلات الفائدة بالإضافة إلى تغيير إدارة الصندوق لإستراتيجية الاستثمار مع بداية 2007 بالاعتماد اكثر على الاستثمار في الاسهم "60 %أسهم، 40 % سندات" كما ان التراجع النسبي للعائد يمكن ان يفسر بتداعيات الازمة المالية على اقتصاديات البلدان المتقدمة والذي ادى إلى تخفيض معدلات الفائدة بهدف رفع معدلات الاستثمار في هذه الدول.

- **المرحلة الثانية: 2013 - 2015:** يمكن تسميتها بمرحلة التراجع وفيها سجل العائد الحقيقي للمحفظة انخفاضا هاما متتالية من +5,87 % كمتوسط في الفترة "2008 - 2012" إلى 2,58 % في محل الدراسة وهو انخفاض يمكن تفسيره بمجموعة من العوامل أبرزها استمرار الانخفاض الحاد في اسعار الفائدة في معظم البلدان المتقدمة لاسيما في الولايات المتحدة الامريكية واليابان بسبب اتباع السلطات النقدية في هذه الدول لسياسة توسعية بغية رفع معدلات الاستثمار وتنشيط الطلب المحلي ومن اجل التخلص من الركود الإقتصادي الذي الذي يعد نتيجة مباشرة للأزمة المالية العالمية لسنة 2008 مما أدى إلى تسجيل تراجع قياسي في العائد الحقيقي الذي سجل انخفاضا عن العائد المتوقع في سنة 2008 بنسبة تقدر بـ0,31 %، إن الانخفاض المسجل في عائد محفظة السندات شجع إدارة صندوق على تغيير إستراتيجية استثمار محفظة الصندوق مع مطلع سنة 2010 وادخال عنصر جديد هو الغستثمار في الاصول العقارية نحو الاستثمار في الأسهم على حساب السندات "60 % أسهم، 30 % سندات، 5% أصول عقارية".

2-2 **محفظة الأسهم:** يشير الجدول إلى أن العائد الحقيقي لمحفظة أسهم الصندوق سجل تطورات مختلفة خلال الفترات الزمنية التالية:

- **الفترة الأولى: 1999 - 2002:** سجل فيها العائد الحقيقي معدلات نمو سالبة علما أنه لا يوجد فرق كبير بين العائد الحقيقي والمتوقع في معظم سنوات الفترة، إن هذا الانخفاض في العائد يرجع بالدرجة الأولى إلى حداثة تجربة الاستثمار في الأسهم وقلة خبرة إدارة الصندوق في هذا المجال مقارنة بالاستثمار في السندات .

- **الفترة الثانية "2003 - 2007":** سجل فيها العائد الحقيقي معدلات نمو مرتفعة مقارنة بالفترة السابقة وهو ما يعني نجاح إدارة الصندوق في تحسين ورفع مستوى إدارتها لمحفظة الأسهم ، إن هذه النتائج شجعت على تبني إستراتيجية استثمار جديدة تعتمد بالأساس على الاستثمار في الأسهم بدلا من الاستثمار في السندات .

- الفترة الثالثة "2008- 2012": تمثل فترة أو مرحلة الأزمة المالية العالمية التي أثرت سلبا على الأسواق المالية العالمية وبالتالي تسجيل انخفاض قیاسی فی عائد الأسهم بمتوسط 0,59 ٪ وهو انخفاض كبير یبین مستوى الخسارة التي لحقت بصندوق الثروة السیادی النرویجی نتیجة الأزمة المالية العالمية.

- الفترة الرابعة "2013- 2015": وفيها حققت محفظة الأسهم أرباحا قیاسیة مقارنة بالفترة السابقة حيث قدر العائد الحقیقی بـ 11,13 ٪ وهو مستوى لم یحقق من قبل مما یبین الصندوق نجاح إدارة الصندوق فی التعویض النسبی للخسائر التي لحقت بالصندوق الفترة السابقة ویؤكد بداية تعالی الأسواق المالية العالمية من تداعیات الأزمة وتراجع حدتها.

2-3 محفظة الاصول العقاریة: مع مطلع 2010 تم توسیع محفظة الصندوق لتشمل الاستثمار فی الاصول العقاریة بنسبة 5 ٪ ، وذلك بغیة تنویع المحفظة الاستثماریة للصندوق وتقلیل المخاطر المصاحبة للاستثمار فی الاصول المالية والجدول رقم (08) الموالی یبین تطور عائد محفظة الاصول العقاریة حيث حققت محفظة الاصول العقاریة للصندوق عائدا فعلیا قدر بـ 5,9 ٪ كمتوسط خلال الفترة "2011- 2014" وهي نسبة مهمة بالرغم من حداثة تجربة الاستثمار فی الاصول العقاریة ، مع العلم أن أدنى عائد سجل فی سنة 2011 ، وهو أمر یمكن تفهمه باعتبارها أول سنة تجریبیة للاستثمار فی هذا النوع من الاصول ، وإبتداءا من سنة 2012 حققت محفظة الاصول العقاریة مداخیل قیاسیة لا سیما خلال سنتی 2013 و 2014 الامر الذی أدى إلى ارتفاع مداخیل الصندوق و یؤكد نجاح استراتجیة الاستثمار الجدیة المتبعة منذ سنة 2010.

3- مدى التزام إدارة الصندوق بإستراتجیة الاستثمار: إن بنك إدارة الاستثمارات النرویجی باعتباره الجهاز المسیر لاستثمارات الصندوق مطالب بالالتزام بإستراتجیة الاستثمار المعتمدة من طرف وزارة المالية وعدم تجاوز المستویات المحددة لها ، ولذلك یحرص البنك على نشر معلومات فصلیة وسنویة حول تطور وضعیة المحفظة الاستثماریة ومدى مطابقتها لإستراتجیة الاستثمار المعدة سلفا.

یبین الجدول رقم (09) بأن بنك إدارة الاستثمارات قد نجح فی الالتزام بالقواعد المحددة فی مجال استثمار محفظة الصندوق فی سنة 2009 حيث لم تتجاوز مكونات محفظة الاستثمارات الفعلیة للصندوق المجالات المحددة لها فی محفظة الأسهم والسندات ، وبالنسبة لمناطق استثمار المحفظة الفعلیة للصندوق فهي تقع ضمن المجالات المحددة لها سلفا ، كما یلاحظ نجاح البنك فی عدم تجاوز الحد الأقصى للاستثمار فی رأس مال أي شركة والمقدر بـ 10 ٪ ونجاحه أيضا فی عدم تجاوز هامش الخطأ المسموح به بین محفظة الاستثمار الفعلیة ومحفظة الاستثمار المرجعیة المقدر بـ  $\pm 1,5$  ٪.

الخلاصة:

یمكن اعتبار تجربة صندوق الثروة السیادی فی النرویج من أنجح التجارب فی هذا المجال وذلك بشهادة المنظمات الاقتصادیة العالمية ومختلف مراكز البحت المهمة بهذا الموضوع، إن سر هذا النجاح یكمن فی توفر مجموعة من الشروط والعوامل الخاریجیة والداخلیة التي یمكن ذكرها فیما یلی:

**1) العوامل الخارجية:** تتمثل في توفر بيئة اقتصادية وسياسية سليمة، إذ أن تنوع الاقتصاد النرويجي وقلة اعتماده على الريع 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 الأمثل 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 وفقا للإستراتيجية المعدة سلفا.
  - توفر قدر عال من الشفافية وإتاحة المجال للرأي العام ووسائل الإعلام والباحثين للاطلاع على القوانين والتوجيهات المرتبطة بالصندوق، بالإضافة إلى إمكانية معرفة وتقييم أداء الصندوق عن طريق نشر تقارير فصلية وسنوية حول نتائج استثمارات الصندوق.
- إن المتتبع للنتائج المحققة من طرف الصندوق من بداية نشاطه الاستثماري في سنة 1996 وصولا إلى سنة 2015 يلاحظ بأن العائد الحقيقي لمحفظة الصندوق كان موجبا في جميع السنوات باستثناء سنة 2008 حيث سجل انخفاض في العائد الحقيقي بسبب تأثير الأزمة المالية العالمية على الأسواق المالية العالمية. إلا أن هذا الانخفاض سرعان ما تم تداركه في السنوات الموالية بتسجيل الصندوق لعوائد قياسية لم يحققها من قبل مما يؤكد سلامة وكفاءة نظام إدارة استثمارات الصندوق مع العلم أن إدارة الصندوق قد قامت بتعديل إستراتيجية الاستثمار عن طريق توسيع المحفظة الاستثمارية لتشمل الاستثمار في الأصول العقارية<sup>(33)</sup>.

جدول رقم (1): تطور صندوق الثروة السيادي للنرويج في الفترة "1990 - 2010".

الحدث	الفترة
البرلمان النرويجي "Stortinget" يصادق على قانون تأسيس صندوق النفط الحكومي الذي يمول عن طريق مداخيل الثروة النفطية المحولة من قبل الحكومة والذي يهدف إلى تدعيم سياسة الحكومة الخاصة بالتسيير لأجل المداخيل البترولية.	1990
تلقي الصندوق لأول تحويل حكومي وبالتالي بداية النشاط الفعلي للصندوق عن طريق استثمار أصوله خارجيا في السندات الحكومية.	1996
تأسيس بنك النرويج لإدارة الاستثمارات « NBIM » وهو مؤسسة تابعة لبنك النرويج المركزي مكافئة بإدارة أصول صندوق النفط الحكومي نيابة عن وزارة المالية. مع توسيع النشاط الاستثماري للصندوق ليشمل الأسهم (40 % أسهم ، 60 % سندات).	1998
تم إضافة خمس أسواق ناشئة للمؤشر المرجعي لأسهم الصندوق. « Funds Benchmark Equity Index »	2000
سجل الصندوق نموا أسرع من المتوقع بسبب التحويلات الحكومية القياسية نحو الصندوق نتيجة ارتفاع أسعار النفط في نفس الفترة.	2000 - 2008
تم إضافة سندات الشركات والسندات المؤمنة للمؤشر المرجعي لسندات الصندوق. « Funds Benchmark Fixed-Income Index »	2002
تم إقرار مبادئ أخلاقية إلزامية على استثمارات الصندوق.	2004
تم تغيير اسم الصندوق إلى صندوق المعاشات الحكومي الإجمالي.	2006
رفع نسبة الأسهم في المحفظة الاستثمارية للصندوق إلى 60 %	2007
تحقيق استثمارات الصندوق لعائد قياسي يقدر بـ 25,6 % من القيمة السوقية للمحفظة الاستثمارية للصندوق.	2009
وزارة المالية تقرر منح التفويض للصندوق من أجل استثمار 5 % من أصوله في شكل عقارات مع تخفيض نسبة استثمارات الصندوق في السندات	2010

Source :Norges Bank Investment Management (NBIM) Historical overview. " www.nbim.no/en/about-us/government-pension-Fund-Global" "10-07-2010

جدول رقم (2): أهم تعديلات المحفظة الاستثمارية في الفترة "1996 - 2015".

التعديل	الفترة
بدأ النشاط الاستثماري للصندوق بالاستثمار في السندات ، مكونات المحفظة : 100% سندات.	1996 - 1998
إضافة الاستثمار في الأسهم إلى المحفظة الاستثمارية مع تعديل مكوناتها لتصبح : 60% سندات ، 40% أسهم	1998
تعديل مكونات المحفظة الاستثمارية للصندوق لتصبح : 60% أسهم ، 40% سندات	2007
إضافة عنصر جديد للمحفظة الاستثمارية يتمثل في الاستثمار في الأصول العقارية مع تعديل مكونات المحفظة على النحو التالي: الأسهم: 60 % ، السندات: 35 % ، العقارات: 5 %	2010
تم تعديل مكونات محفظة الإستثمار للصندوق لتكون على النحو التالي : الأسهم: 60,3 % ، السندات: 36,8 % ، أصول عقارية: 2,9 %	2015

Source: Norges Bank Investment Management "www.nbim.no/en/investments/benchmark-indices" "november 2015"

جدول رقم (3): قياس مخاطر السوق باستخدام مؤشر الانحراف الثابت في سنة 2009. الوحدة: (%).

مكونات المحفظة الاستثمارية للصندوق	المؤشر المستخدم	الحد الأدنى لسنة 2009	الحد الأعلى لسنة 2009	معدل الخطر الفعلي للمحفظة لسنة 2009
مخاطر محفظة الأسهم	الانحراف الثابت	10,0	35,8	10,0
مخاطر محفظة السندات	الانحراف الثابت	10,0	22,6	10,0
مخاطر محفظة الاستثمارية للصندوق	الانحراف الثابت	7,2	21,7	7,2

Source: Norges Bank Investment Management, IDEM, P: 81.

جدول رقم (4): محفظة سندات الصندوق وفقا لآخر تصنيف صادر في سنة 2014. الوحدة: (%).

درجات التصنيف	AAA	AA	A	BBB	تصنيف أدنى	المجموع
السندات الحكومية والشبه حكومية	31,9	13,9	12,8	10,9	0,2	69,8
سندات الشركات	0,1	1,6	9,4	7,9	0,4	19,3
قروض مضمونة	6,1	0,4	0,8	0,8	0,0	8,1
سندات أخرى	1,5	0,2	0,1	0,9	-	2,7
المجموع	39,5	16,2	23,0	20,6	0,7	100,0

Source: Norges Bank Investment Management, Ibid:51.

جدول رقم (5): تطور العائد الحقيقي للمحفظة الاستثمارية ومقارنته مع العائد المرجعي في الفترة "1998 - 2015".

الوحدة: (% من القيمة السوقية للمحفظة)

السنوات	2002 - 1998	2007 - 2003	2012 - 2008	2015 - 2013	المتوسط
العائد الحقيقي	3,19	8,92	3,15	7,94	5,8
العائد المرجعي	2,78	8,52	3,14	7,75	5,54
الفرق	0,41+	0,40+	0,10+	0,19+	0,25+

Source: Norges Bank Investment Management, <http://www.nbim.no/en/the-fund/return-on-the-fund/fixed-income-management/> "12/2015".

جدول رقم (6): العائد الحقيقي الصافي للصندوق للفترة "1998 - 2015". الوحدة: (% من القيمة السوقية للمحفظة)

السنوات	2002 - 1998	2007 - 2003	2012 - 2008	2015 - 2013	المتوسط
العائد الحقيقي الخام	3,15	8,92	3,15	7,94	5,79
أثر التضخم	1,46	2,30	2,01	1,17	1,73
تكلفة إدارة استثمارات الصندوق	0,08	0,10	0,10	0,06	0,08
العائد الحقيقي الصافي	1,62	6,37	1,01	6,74	3,93

Source: Norges Bank Investment Management, <http://www.nbim.no/en/the-fund/return-on-the-fund/fixed-income-management/> "12/2015".

جدول رقم (7): تطور العائد الحقيقي لمحفظة السندات والأسهم في الفترة "1999 - 2015". الوحدة (% من القيمة السوقية

للمحفظة

المتوسط	2015 - 2013	2012 - 2008	2007 - 2003	2002 - 1999	السنوات
					محفظة السندات:
4,67	2,58	5,87	4,00	6,26	- العائد الحقيقي
4,59	2,89	5,44	3,97	6,09	- العائد المرجعي
0,08	0,31 -	0,43	0,03	0,17	- الفرق
					محفظة الأسهم:
5,49	11,13	0,59 -	16,28	4,85 -	- العائد الحقيقي
4,97	10,75	0,59 -	15,37	5,63 -	- العائد المرجعي
0,52	0,38	0,01	0,90	0,78	- الفرق

Source: Norges Bank Investment Management, <http://www.nbim.no/en/the-fund/return-on-the-fund/fixed-income-management/> "12/2015

جدول رقم (8): تطور عائد محفظة الاصول العقارية للصندوق في الفترة "2011 - 2014". الوحدة (% من القيمة السوقية للمحفظة

المتوسط	2014	2013	2012	2011	السنوات
5,9	10,4	11,8	5,8	4,4 -	العائد الفعلي
-	-	7,4	5,9	1,2	العائد المستهدف
-	-	4,8+	0,1 -	6,6 -	الفرق

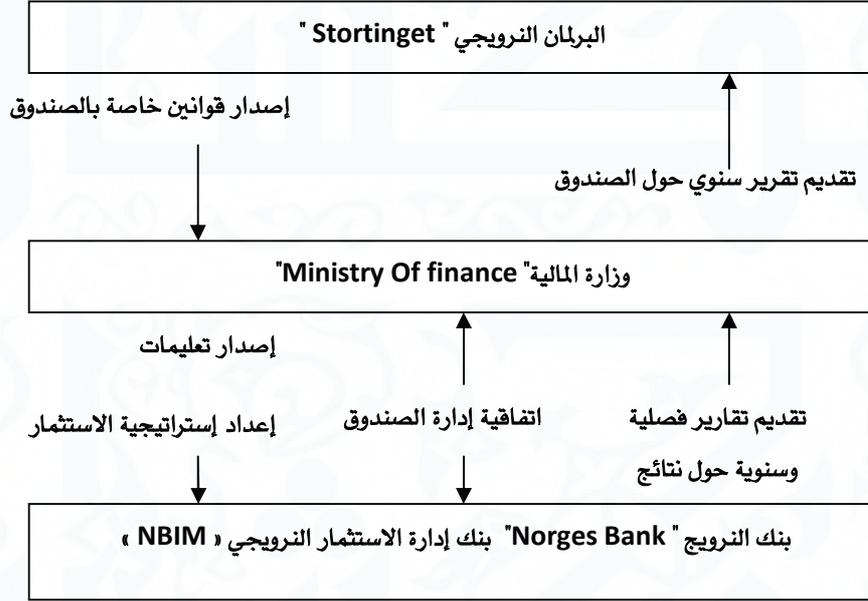
Source: Norges Bank Investment Management, <http://www.nbim.no/en/the-fund/return-on-the-fund/fixed-income-management/> "12/2015

جدول رقم (9): وضعية المحفظة الاستثمارية للصندوق في سنة 2009. الوحدة: %

2009 -12 -31	2009 -09 -30	2009 -06 -30	-03 -31 2009	المحفظة الاستثمارية للصندوق
				(I) مكونات المحفظة:
37,8	38,0	39,7	47,4	- السندات: 30 - 50%
62,4	62,0	60,3	52,6	- الأسهم: 50 - 70%
				(II) مناطق استثمار السندات:
58,6	59,8	60,1	60,0	- أوروبا 50 - 70%
36,0	35,0	34,8	35,1	- أمريكا 25 - 45%
5,4	5,2	5,0	4,9	- آسيا والمحيط الهادي: 0 - 15%
				(III) مناطق استثمار الأسهم:
50,3	51,1	49,8	49,4	- أوروبا: 40 - 60%
35,3	34,4	35,1	35,2	- أمريكا وإفريقيا: 25 - 45%
14,4	14,5	15,1	15,3	- آسيا والمحيط الهادي: 5 - 25%
0,27	0,30	0,65	0,74	هامش الخطأ عن المحفظة المرجعية المحدد
7,23	9,00	9,50	9,47	ب1,5%
				أقصى حد للاستثمار في رأسمال الشركة
				ب10%

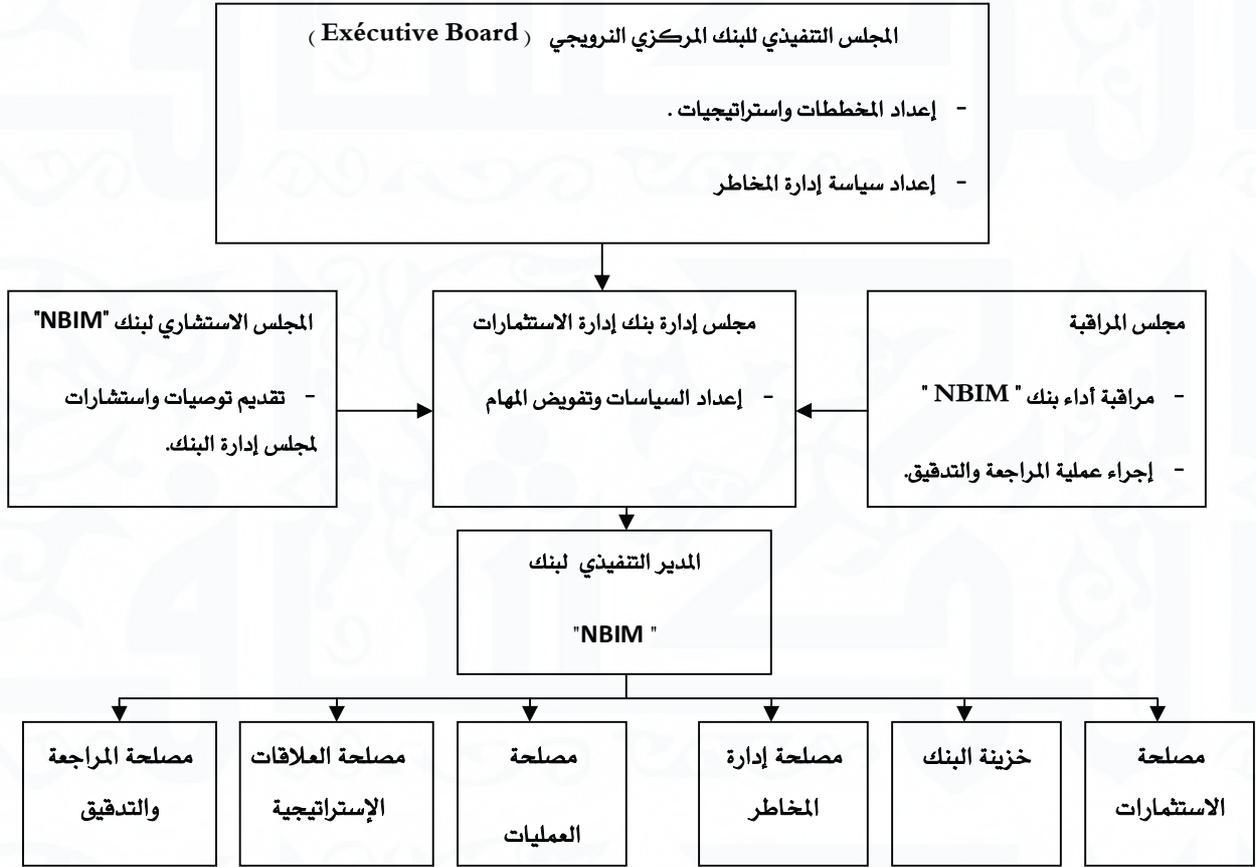
Source: NBIM Annual Report, 2010, P: 08

الشكل البياني رقم (1): حوكمة صندوق المعاشات الحكومي الإجمالي.



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

الشكل البياني رقم (2): الهيكل التنظيمي لبنك إدارة الإستثمارات النرويجي



Source: NBIM Annual Report, Ibid, P: 08.

الاحالات والمراجع:

- 1 نبيل بوفليج ، دور صناديق الثروة السيادية في تمويل إقتصاديات الدول النفطية ، الواقع والأفاق مع الإشارة إلى حالة الجزائر ، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، جامعة الجزائر 3 ، 2011 ، ص: 88.
- (2) ماجد عبد الله المنيف، صناديق الثروة السيادية ودورها في إدارة الفوائض النفطية، مجلة النفط والتعاون العربي، منظمة الدول العربية المصدرة للبترو، المجلد الخامس والثلاثون، العدد129، ربيع 2009، الكويت، ص: 210- 211.
- (3) ماجد عبد الله المنيف، نفس المرجع السابق، ص: 211، بتصرف الباحث.
- (4) Helmut Reisen ,Fonds Souverains et Economie du Développement, La Vie Economique, Revue de Politique Economique, 7/8/2008, France, P:27.
- 5 سفين بيرينت "صناديق الثروة السيادية الخليجية، إدارة الثروة في زمن الاضطراب"، بحث منشور من طرف مؤسسة كارنيغي للسلام الدولي ، فبراير 2009
- 6 ماجد عبد الله المنيف ، صناديق الثروة السيادية ودورها في إدارة الفوائض النفطية"، نفس المرجع السابق ، 2009.
- 7 فيكتوريا بربري، إدوارد شين " صناديق الثروة السيادية في الشرق الأوسط وشمال إفريقيا والأزمة المالية العالمية، مرحلة اختبار"، تقرير منشور من طرف مجموعة "Monitor Group"، ماي 2009
- 8 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،

- (9) يصنف صندوق الثروة النرويجي في المرتبة الأولى وفقا لمؤشر لينبرغ - ماديوال وفي المرتبة الثانية وفقا لمؤشر ترومان.
- (10) الإحصائيات الاقتصادية بالنرويج خاصة بسنة 2014 بالاعتماد على قاعدة بيانات صندوق النقد الدولي.
- (11) 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.
- (12) Sigbjorn. Atle. Berg, **le 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 : 14.
- (13) Gouvernement Pension Fund Global.
- (14) نظام التقاعد في النرويج تابع للحكومة وبالتالي فإن ارتفاع نفقات التقاعد سيؤدي إلى الإخلال بتوازن الموازنة العامة وارتفاع العجز الموازي.
- (15) قدرت القيمة الحالية لنفقات التقاعد المستقبلية في سنة 2003 بـ: 450 مليار دولار أمريكي، بينما لم تتجاوز أصول صندوق النفط 110 مليار دولار في نفس السنة .
- (16) هذا القانون هو معدل للقانون رقم 36 الصادر في 22 جوان 1999 المتعلق بتأسيس صندوق النفط النرويجي.
- (17) تتمثل أبرز التعليمات الصادرة من طرف وزارة المالية في: تعليمة صادرة في "22- 12- 2005" متعلقة بتنظيم وإدارة صندوق المعاشات الحكومي الإجمالي
- بالإضافة إلى التعليمة الصادرة في 24 فبراير 2010 المتعلقة بكيفية تسيير المحفظة العقارية للصندوق، والتعليمة الصادرة بتاريخ 01 مارس 2010 المحددة لصلاحيات بنك النرويج المتعلقة بتسيير الصندوق.
- (18) التسمية الرسمية للبرلمان النرويجي.
- (19) أسس هذا البنك في جانفي 1998 وهو مكلف بإدارة استثمارات صندوق المعاشات الحكومي الإجمالي و معظم احتياطات الصرف الأجنبي بالإضافة إلى صندوق تأمين البترول التابع لوزارة الطاقة والبترول.
- (20) NBIM: Norges Bank Investment Management
- (21) Norges Bank Investment Management rapport, Annuel, 2014 , P :55
- (22) وهي الشركات التي يقع مقرها في النرويج مهما كان مجال عملها داخلي أو خارجي.
- (23) المصدر: "november 2015" "www.nbim.no/en/investments/benchmark-indices" Norges Bank Investment Management
- (24) المادة 05 من التعليمة الوزارية الصادرة بتاريخ 22- 12- 2005 والتي دخلت حيز التنفيذ في 22- 06- 2007.
- (25) السندات التي تضمها المحفظة المرجعية هي السندات المصنفة بين الدرجتين « AAA » و « BB » وهي سندات ذات قدرة ائتمانية عالية .
- (26) مؤشر "FTSE" العالمي يعتبر أحد أنواع مؤشرات « FTSE » المختصة بقياس القيمة السوقية للأسهم المتداولة في معظم أسواق المالية العالمية علما أن المؤشر العالمي يقيس القيمة السوقية لـ: 95٪ من الأسهم المتداولة في أرجاء العالم، تم إعداد هذا المؤشر من طرف مؤسسة " Financial Times Stock Exchange " البريطانية.
- (27) هذا الدليل صدر ضمن التعليمية الوزارية الصادرة بتاريخ 19 نوفمبر 2004 والمحدد للمبادئ الأخلاقية لاستثمارات صندوق المعاشات الحكومي الإجمالي.
- (28) تصنف النرويج دولة وحيدة ضمن الدول المنتهكة لحقوق الإنسان هي دولة بورما.
- (29) Norges Bank Investment Management, op.cit ,P :38-43.
- (30) نبيل بوفليج ، دور صناديق الثروة السيادية في تمويل إقتصاديات الدول النفطية ، الواقع والأفاق مع الإشارة إلى حالة الجزائر ، نفس المرجع السابق ، ص: 138.
- (31) المحفظة المرجعية للاستثمار في تلك الفترة تكونت من 60٪ سندات و40٪ أسهم.
- (32) التعديل شمل أهداف وتسمية الصندوق الذي أصبح يسمى بصندوق المعاشات الحكومي الإجمالي بالإضافة إلى التغيير الذي مس المحفظة الاستثمارية
- (60٪ أسهم، 40٪ سندات).
- (33) دخلت هذه الإستراتيجية حيز التنفيذ في سنة 2010.
- 34 عائد المحفظة الاستثمارية للصندوق يتضمن عائد الاسهم والسندات فقط .