

حوكمة الصناديق السيادية - دراسة لتجربة كل من النرويج والجزائر

أ.سعود وسيلة

جامعة المسيلة

saoudwassila@hotmail.com

د. فرحات عباس

جامعة المسيلة

ferhata75@yahoo.fr

الملخص :

تعتبر الصناديق السيادية ظاهرة اقتصادية تم إنشائها من قبل معظم الدول النفطية بغية ادخار أو استثمار الفوائض المالية المحققة نتيجة لارتفاع أسعار النفط، والاستفادة منها في العديد من القطاعات سواء داخل البلد أو خارجه.

ويعتبر صندوق الثروة السيادي بالنرويج وصندوق ضبط الموارد بالجزائر من بين أكبر الصناديق السيادية في العالم، إلا أن الأول يعتبر ناجحا مقارنة بالآخر، وهذا لاعتماده على معايير ومبادئ الحوكمة الجيدة.

الكلمات المفتاحية : صندوق الثروة السيادي، الحوكمة، النفط، صندوق ضبط الموارد.

Abstract :

Sovereign funds are considered an economic phenomenon created by the most oil-producing countries in order to save or invest financial surpluses as a result of high oil prices, and use them in a variety of sectors, whether inside or outside the country.

The Norway's sovereign wealth fund and the Fund for the Regulation of Receipts (FRR) of Algeria, are among the largest sovereign funds in the world. However, the first is considered more success than the latest, due to the application of the principles and rules of good governance.

Key words : Sovereign funds, governance, oil, FRR.

مقدمة :

تسعى مختلف الدول في العالم إلى تحقيق معدلات نمو متزايدة مما يحقق الرفاهية والتقدم لمواطنيها، ونجد أن الدول التي تعتمد على مجال الطاقة في صادراتها تكون أمام تغيرات كثيرة قد تمثل فرصة أو تشكل خطراً بسبب التقلبات الكثيرة لأسعار الطاقة على المستوى العالمي، مما يضطرها إلى إيجاد حلول تسمح لها بالاستفادة من الفترات الإيجابية لأسعار الطاقة لتغطي به الفترات السلبية ولتستخدمه في مجالات أخرى. من بين الحلول المقترحة التي تبنتها العديد من الدول نجد ما يعرف بـ "صناديق الثروة السيادية".

وتعتبر دولة النرويج من بين أهم الدول في العالم التي تعتمد على معايير الشفافية، وتطبق مبادئ الحوكمة في مختلف جوانب معاملتها وهو ما ينطبق على صندوقها السيادي. بينما يبقى تطبيق الحوكمة في الجزائر في مجالات ومؤسسات محددة فقط.

نحاول من خلال هذه الدراسة الإجابة على التساؤل التالي :

ما مدى تطبيق قواعد الحوكمة في إدارة صندوق الثروة السيادي لدولتي النرويج والجزائر؟

أهمية الدراسة : تبرز أهمية الدراسة من خلال الحجم الكبير الذي يتسم به كل من الصندوق السيادي لدولة الجزائر ودولة النرويج، خصوصا من حيث المبالغ المرصودة والموجهة للاستثمار، مما يستوجب الإدارة الجيدة والحكمة لهاته الصناديق.

الهدف من الدراسة : تهدف الدراسة إلى إبراز أهم الجوانب المتعلقة بحوكمة صناديق الثروة السيادية، سواء من حيث الإدارة أو الإشراف والرقابة على سير هذه الصناديق.

خطة الدراسة : إجابة على هذا التساؤل المطروح، تم تقسيم المقال إلى المحاور التالية :

أولا : مفاهيم عامة حول صناديق الثروة السيادية.

ثانيا : الحوكمة في صندوق ضبط الموارد بالجزائر.

ثالثا : الحوكمة في صندوق الثروة السيادي النرويجي.

أولا : مفاهيم عامة حول صناديق الثروة السيادية

تعتبر صناديق الثروة السيادية من بين الآليات التي تعتمد عليها الدول كوسيلة للادخار والاستثمار على حد سواء بحسب الهدف والسبب المنشأ من أجله. حيث تمتلك جميع الدول احتياطات بعملات أجنبية تقيم بصفة نموذجية بالدولار أو اليورو أو الين، وعندما يتراكم لدى بلد احتياطات أكثر مما يحتاجه لأغراض آنية فإنه يستطيع إنشاء صندوق سيادي لإدارة تلك السيولة الإضافية. وقد وجدت الصناديق السيادية منذ الخمسينات من القرن العشرين، ولكن حجمها الإجمالي على النطاق العالمي قد زاد بصورة كبيرة على مدى العشريتين الأخيرتين، وهي تعمل أساسا على تدوير المدخرات على المستوى الدولي. وتبقى

الحيازات متركزة وتمثل أكبر خمسة صناديق نحو 70% من إجمالي الأصول، ويقع نصفها في أيدي البلدان التي تصدر كميات ضخمة من النفط والغاز.^أ

1- تعريف صناديق الثروة السيادية : تعددت التعريفات التي أعطيت لصناديق الثروة السيادية، ولم يتفق على تعريف موحد وشامل. ومن بينها نذكر ما يلي :

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 متغيرة الخصائص، فمنها صناديق استقرار المالية العامة وصناديق المدخرات ومؤسسات استثمار الاحتياطات، وصناديق التنمية، وصناديق الاحتياطات الغير مقترنة بالالتزامات التقاعدية الصريحة".ⁱⁱ

2- تعريف منظمة التعاون والتنمية 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 باحتياطات الصرف الأجنبي أو صادرات الموارد الطبيعية أو الإيرادات العامة للدولة أو أية مداخيل أخرى".ⁱⁱⁱ

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 السيادية لا يتضمن صناديق التقاعد الحكومية والشركات الاقتصادية المملوكة للدولة بالإضافة إلى احتياطات الصرف المدارة من قبل السلطات النقدية والمستعملة لتحقيق أهداف السياسة النقدية".^{iv}

❖ من خلال كل ما سبق يمكن تقديم تعريف شامل كما يلي :

"صندوق الثروة السيادي 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".

II- دوافع إنشاء صناديق الثروة السيادية : تتباين مبررات ودوافع إنشاء صناديق الثروة السيادية، لكن يمكن تلخيص هذه المبررات فيما يلي :

✓ التحسب للنضوب الطبيعي للموارد والحاجة لبناء أصول أخرى تدر دخلا يعوض نضوب الأصل الحالي، واستغلال إيراداته من قبل الجيل الحالي، وهو ما اصطلح عليه بتحقيق العدالة 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 اقتصادات البلدان صغيرة الحجم قليلة السكان، وذات إمكانات التنويع المحدودة، يكون لديها حافز أكبر لإنشاء صناديق لادخار أو استثمار العوائد النفطية.^v
- ✓ إن وجود انعكاسات سلبية للتدفقات المالية الناتجة عن الثروة الطبيعية أو ما يعرف بأثر المرض الهولندي^{vi} 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.
- ✓ 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 يقلل 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.

III- أهداف صناديق الثروة السيادية : تسعى صناديق الثروة السيادية لتحقيق العديد من الأهداف أهمها :^{vii}

- ✓ **دخول 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، بالتالي سيكون لهذا الصندوق دور في حماية الاقتصاد وتمويله ضد هذه التقلبات، وتحل محل عائدات مستقرة ومتكررة لتقادي التقلبات في أسعار الموارد الطبيعية.
- ✓ **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.
- ✓ **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 الديمغرافي والقدرة على تغطية متطلبات التمويل في المستقبل المتعلقة بها.

✓ **الأداء الأمثل** : تهدف بعض الصناديق السيادية لتعزيز 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.

✓ **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.

✓ **التطور والتقدم** : إن الصناديق السيادية التي تعمل على التطور المستمر وتتخذ منه هدفا أساسيا، تعمل على توجيه الاحتياطات الوطنية نحو مشاريع على المدى البعيد ذات أهمية استراتيجية للاقتصاد المحلي.

IV- مميزات صناديق الثروة السيادية : تتميز صناديق الثروة السيادية عن غيرها من الهيئات المالية الأخرى بمجموعة من الخصائص منها :^{viii}

✓ تتميز عن البنوك المركزية من حيث أهدافها، فهي تسعى إلى الاستثمار وليس إلى إدارة السياسة النقدية وسياسة الصرف، ويغلب على محفظة أصولها الاستثمار في الأسهم في حين أن البنوك المركزية ولكونها ملزمة بالاحتفاظ بمستوى معين من السيولة لمواجهة التغيرات في أسعار الصرف، تستثمر أساسا في السندات، وهذا بالرغم من أن بعض الدول مثل الصين والنرويج توكل مهمة إدارة صناديقها السيادية إلى أقسام في البنوك المركزية لصالح وزارة المالية.

✓ تتميز عن صناديق المعاشات العمومية، لكون موارد هذه الأخيرة تأتي من الاشتراكات من جهة، وتهدف إلى تمويل معاشات الأجيال القادمة من جهة ثانية.

✓ تتميز عن المؤسسات، حيث تأخذ المؤسسات العمومية شكل شركات تجارية وتخضع بموجب ذلك للقانون التجاري، والأمر ليس كذلك بالنسبة للصناديق السيادية التي هي صناديق استثمار. ووظيفة الشركات الأساسية هي إنتاج السلع والخدمات في حين أن وظيفة الصناديق السيادية هي استثمار الأصول المالية.

V- أنواع صناديق الثروة السيادية : تختلف الصناديق السيادية باختلاف نوع المعيار المستخدم في التصنيف، نذكر منها :

1- وفقا لمجال عمل الصندوق : وفقا لهذا المعيار نجد :^{ix}

1-1- *صناديق سيادية محلية* : يتركز نشاطها 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.

1-2- *صناديق سيادية دولية* : تستثمر بعض الدول صناديقها السيادية في الخارج كي لا يزاحم الاستثمار الحكومي الاستثمار الخاص، أو لتجنب أعراض ما يعرف في الأدبيات الاقتصادية بالمرض الهولندي، من خلال أدوات وآجال محددة مسبقاً أو تترك لاجتهاد القائمين على تلك الصناديق.

2- *وفقاً لمصادر دخل الصندوق* : وفقاً لهذا المعيار، يظهر نوعين رائجين من الصناديق السيادية هما :

1-2- *الصناديق الممولة عن طريق عوائد المواد الأولية (صناديق سيادية نفطية)* : تعتبر هذه العوائد أول مصدر لتمويل الصناديق السيادية، من خلال صادرات المواد الأولية وعلى رأسها النفط والغاز، النحاس، الفوسفات وغيرها. وبالتالي هي صناديق تكونها الدول المصدرة للمواد الأولية وأساساً النفطية أي أن مواردها تأتي أساساً من صادراتها النفطية.^x

2-2- *الصناديق الممولة بفوائض المدفوعات التجارية (صناديق سيادية غير نفطية)* : تمثل فوائض المدفوعات التجارية وفوائض الميزانية في بعض الاقتصادات، ثاني مصدر أساسي لتمويل صناديق الثروة السيادية، وهذا النوع من الصناديق موجود في الدول غير النفطية.^{xi}

➤ كما يمكن أن نصادف، في بعض الدول، أنواعاً أخرى من الصناديق السيادية، ولكنها تخرج من الإطار التمويلي السابق الذكر، منها :^{xii}

2-3- *الصناديق الممولة بفوائض 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 خلال أربع سنوات إلى غاية 2008 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. ونظراً لضخامة هذه العوائد وتخوفاً 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 على التحكم فيه. وانطلاقاً من كون المؤسسات المخوصصة 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، عند تسجيل فائض في الميزانية العامة للدولة، إلى تحويل هذا الفائض لاستثماره في الأصول المالية قصد تحقيق عوائد من جهة، ولتوجيه المعطيات الاقتصادية من جهة ثانية. ولما يلاحظ توالي تحقيق هذه الفوائض وارتفاع مستواها يتم اللجوء إلى تكوين صناديق سيادية قصد استثمارها وتنميتها .

3- *وفقاً للهدف من الصندوق* : نجد ما يلي :^{xiii}

3-1- *صناديق التثبيت Stabilization Funds* : ويمكن الهدف الرئيسي في حماية الميزانية العامة للدولة والاقتصاد القومي من تقلبات أسعار سلعة /سلع استراتيجية معينة.

3-2- *صناديق الادخار Saving Funds* : يتم تكوينها لإفادة الأجيال القادمة، أي تحويل جزء من إيرادات الأصول غير المتجددة إلى محفظة من الأصول المتنوعة لتجنب المشكلات التي تنجم عن ما يعرف بالمرض الهولندي. ويمثل هذا النوع مع صناديق التثبيت، وفقا لبعض الدراسات، حوالي ثلثي عدد الصناديق السيادية.

3-3- *شركات الاستثمار الاحتياطي Reserve Investment Corporations* : والتي تتشكل أصولها من أصول احتياطية وتهدف لزيادة العائد على الاحتياطيات.

3-4- *صناديق التنمية Development Funds* : تساعد في تمويل المشروعات الاقتصادية والاجتماعية، وترويج السياسات الصناعية التي قد تزيد من النمو الممكن تحقيقه.

3-5- *صناديق المعاشات الاحتياطية المحتملة Contingent Pension Reserve Funds* : وتساهم في تأمين توفير موارد المعاشات للمواطنين، وتتكون من مصادر غير مساهمات الأفراد في المعاشات والالتزامات غير المحددة المحتملة في ميزانية الحكومة. وتقدر نسبة هذا النوع حوالي 20% من إجمالي عدد الصناديق السيادية.

ثانيا : الحوكمة في صندوق ضبط الموارد بالجزائر

تعد الحوكمة من آليات مكافحة الفساد والرفع من الأداء والذي اعتمدت عليه الجزائر وطبقته على صندوقها السيادي الذي يعرف بصندوق ضبط الموارد.

1- دوافع إنشاء صندوق ضبط الموارد : تعود أسباب إنشاء صندوق ضبط الموارد في الجزائر إلى مجموعتين من الدوافع داخلية وخارجية، هي :

1- الدوافع الداخلية : نذكر منها :^{xiv}

1-1- *تأثير قطاع المحروقات على معدل النمو الاقتصادي* : يشكل قطاع المحروقات نسبة معتبرة من الناتج المحلي الإجمالي إذ بلغ متوسط نسبة مساهمة هذا القطاع من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة 1996-2000 نسبة 29.68%، وتعد سنة 2000 السنة التي سجلت أكبر نسبة بـ 39.4% من الناتج المحلي الإجمالي. وهو ما يؤكد الأهمية المتزايدة التي يسجلها هذا القطاع من سنة لأخرى مما يعني أن عدل النمو الاقتصادي في الجزائر يتحدد بشكل كبير بمعدل النمو الذي يسجله قطاع المحروقات.

1-2- *تأثير قطاع المحروقات على الموازنة العامة للدولة* : تعد الجباية البترولية المورد الرئيسي لإيرادات الدولة، حيث بلغت نسبة الجباية البترولية من الإيرادات العامة للدولة 64.12% خلال الفترة 1996-2000، وسجلت سنة 2000 أعلى نسبة لها

قدرت بـ 76.86%. مما يعني أن الموازنة العامة للدولة تتأثر بشكل مباشر بالتغيرات التي تسجلها أسعار النفط في العالم. وبالتالي أداء قطاع المحروقات يعد المحدد الرئيسي لاستقرار واستمرار تنفيذ مختلف السياسات الاقتصادية في الجزائر.

1-3- تأثير قطاع المحروقات على ميزان المدفوعات : تشكل صادرات قطاع المحروقات المورد الرئيسي للعملة الصعبة في الجزائر، وبما أن الميزان التجاري يمثل أحد المكونات الرئيسية لميزان المدفوعات، وباعتبار أن هيكل صادرات الجزائر يتركز في سلعة واحدة تتمثل في المحروقات بنسبة تفوق 95%، يمكن القول أن أداء قطاع المحروقات يؤثر بشكل مباشر على توازن ميزان المدفوعات في الجزائر.

2- الدوافع الخارجية : يمكن تلخيصها في دافعين أساسيين هما :^{xv}

1-2- تقلبات أسعار النفط في الأسواق العالمية : تتميز أسعار النفط بعدم استقرارها بالنظر لتأثرها بمجموعة من العوامل الاقتصادية والسياسية، وهو ما يؤدي إلى تعرض اقتصاديات الدول النفطية من بينها الجزائر لصدمات إيجابية أو سلبية حسب مستويات الأسعار المسجلة في الأسواق العالمية. وهو ما يدفع إلى استحداث الحكومة لصندوق خاص يعمل كآلية لامتصاص الفوائض المالية الناتجة عن الصدمات الإيجابية والاحتفاظ بها في شكل احتياطات لمواجهة الصدمات السلبية التي يتعرض لها الاقتصاد الجزائري.

2-2- رواج فكرة إنشاء صناديق الثروة السيادية بين معظم الدول النفطية : هناك العديد من الدول التي سبقت الجزائر في مجال إنشاء صناديق النفط على غرار الكويت، الإمارات العربية المتحدة، النرويج. وبالتالي يمكن القول أن تأسيس صندوق ضبط الموارد في الجزائر هو نتيجة حتمية لانتشار ورواج فكرة إنشاء مثل هذه الصناديق بين الدول النفطية.

II- التعريف بصندوق ضبط الموارد :

يعتبر قطاع المحروقات بالجزائر المحرك الرئيسي للاقتصاد، حيث تعتبر الجزائر رابع (04) مصدر للغاز عالميا، وتمثل المحروقات 97% من الإيرادات الجزائرية (حوالي 65.9 مليار دولار أمريكي سنة 2013)، وتمثل 60% من إيرادات الميزانية، ويساهم بنسبة أكبر من الثلث (3/1) من الناتج المحلي الإجمالي للبلاد. وبالتالي تم إنشاء "صندوق ضبط الموارد" من أجل التخفيف من آثار تقلبات سعر الغاز والبتروك على الاقتصاد الجزائري.^{xvi}

وقد تم إنشاء "صندوق ضبط الموارد" بناء على القانون رقم 02-2000 المؤرخ في 24 ربيع الأول عام 1421هـ الموافق لـ 27 يونيو (جوان) 2000م، المتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2000، والذي نص في مادته العاشرة (10) على :^{xvii}

يفتح في كتابات الخزينة حساب تخصيص خاص رقم 103-302 بعنوان 'صندوق ضبط الموارد'. ويقيد في هذا الحساب :
في باب الإيرادات :

➤ فوائض القيم الجبائية الناتجة من مستوى أعلى لأسعار المحروقات عن تلك المتوقعة ضمن قانون المالية.

➤ كل الإيرادات الاخرى المتعلقة بسير الصندوق.

في باب النفقات :

➤ ضبط نفقات وتوازن الميزانية المحددة عن طريق قانون المالية السنوي.

➤ تخفيض الدين العمومي.

بعد صدور هذا القانون، صدرت العديد من القوانين والمراسيم والتعليمات التي حددت وعدلت طريقة تسيير وتنظيم الصندوق. ويعتبر تعديلي سنتي 2004 و 2006 الأهم على الإطلاق فيما يخص عمل 'صندوق ضبط الموارد'، حيث أضافت المادة 66 من قانون المالية لسنة 2004 "تسيقات بنك الجزائر الموجهة للتسيير للنشط للمديونية الخارجية" ليكون مصدرا من مصادر تمويل الصندوق^{xviii}. والتعديل الآخر أتت به المادة 25 من قانون المالية التكميلي لسنة 2006، حيث عدل الهدف الرئيسي للصندوق ليصبح "تمويل عجز الخزينة دون أن يقل رصيد الصندوق عن 740 مليار دج"^{xix}، بمعنى تمويل أي عجز يشمل الخزينة العمومية وبالتالي الموازنة العامة للدولة مهما كان سبب العجز.

وبالتالي فإن صندوق ضبط الموارد في الجزائر هو :

✓ صندوق ينتمي إلى الحسابات الخاصة للخزينة، وبالضبط لحسابات التخصيص الخاص المستقلة عن الموازنة العامة للدولة.

✓ يمول الصندوق من خلال فائض قيمة الجباية البترولية الناتج عن تجاوز هذه الأخيرة لتقديرات قانون المالية، بالإضافة إلى الإيرادات المتعلقة بتسيير الصندوق، وتسيقات بنك الجزائر الموجهة للتسيير للنشط للمديونية الخارجية.

✓ يهدف الصندوق إلى تمويل عجز الميزانية العامة للدولة الناتج عن انخفاض إيرادات الجباية البترولية لمستوى أقل من تقديرات قانون المالية، وتمويل عجز الخزينة دون أن يقل رصيد الصندوق عن 740 مليار دج، وتخفيض حجم المديونية العمومية.

✓ إن وزارة المالية هي الهيئة المكلفة بتسيير الصندوق حيث نص قانون المالية على أن وزير المالية هو الأمر بالصرف الرئيسي للصندوق.

✓ يتركز عمل الصندوق داخل البلد باعتبار أن الوظيفة الرئيسية له تتمثل في امتصاص فوائض الجباية البترولية واستعمالها لتمويل أي عجز قد يحدث مستقبلا على مستوى الموازنة العامة للدولة نتيجة انهيار أسعار المحروقات، مع العلم أن مجال عمل الصندوق يمتد خارج البلد من خلال مساهمته بالتنسيق مع البنك المركزي في سداد وتخفيض المديونية الخارجية.

III - تقييم تطبيق الحوكمة في صندوق ضبط الموارد :^{xx}

يخضع صندوق ضبط الموارد بالجزائر إلى عملية تقييم لمدى تطبيق الحوكمة به، حتى يتم تحديد نقاط القوة والضعف من أجل دعمها أو تقويمها.

1- حوكمة الصندوق : إن صندوق ضبط الموارد في شكله الحالي عبارة عن حساب من حسابات الخزينة العمومية وبالتالي فهو غير مستقل عن الموازنة العامة للدولة، مما يؤدي إلى حدوث تداخل بين وظائف الصندوق والموازنة العامة، الأمر الذي يقلل من فعالية الصندوق في ضبط الموازنة العامة خلال فترات ارتفاع الجباية البترولية.

كما أن انفراد وزارة المالية بحق إدارة وتسيير الصندوق يعني سيطرة الحكومة على الصندوق، مما يؤدي إلى تدني كفاءة استغلاله بالنظر لهيمنة الاعتبارات السياسية على حساب الاعتبارات الاقتصادية في تسيير الصندوق.

2- المراقبة والمساءلة : إن اعتبار صندوق ضبط الموارد حساب خاص من حسابات الخزينة العمومية يؤدي إلى عدم خضوعه لرقابة البرلمان بالنظر إلى أن العمليات الخاصة بحسابات الخزينة تتم خارج الموازنة العامة للدولة، مما يعني عدم وجود رقابة مستقلة على الصندوق وبالتالي التقليل من فرص خضوع الحكومة للمساءلة.

3- الشفافية والإفصاح : عدم نشر تقارير دورية تفصيلية عن الصندوق يقلل من شفافية التسيير ويؤدي إلى حرمان الرأي العام من الإطلاع على تطور وضعية الصندوق.

ثالثا : الحوكمة في صندوق الثروة السيادي النرويجي

تطبق النرويج مبادئ الحوكمة الرشيدة على صندوقها السيادي في سبيل تحقيق الشفافية والعدالة في تسييره، حيث يعتبر الصندوق النرويجي من بين النماذج العالمية في ميدان الشفافية مثلا، بشهادة العديد من المنظمات العالمية.

1- تعريف صندوق الثروة السيادي النرويجي:^{xxi}

سنة 1990 قامت الحكومة النرويجية بتأسيس أداة من أدوات السياسة المالية التي تحسن من إدارة عائدات الموارد النفطية على المدى الطويل، فأنشأت ما يعرف بـ: "صندوق النفط".

هذا الصندوق كان نتيجة لمباحثات طويلة على مستوى البرلمان النرويجي، انطلقت سنة 1974 من خلال تقديم وزارة المالية لتقرير توضح فيه مختلف الأساليب التي يمكن من خلالها استغلال الثروة النفطية للبلد، وانتهت سنة 1983 بتقرير لجنة "تامبو" (Tempo Committee) التي اقترحت إنشاء صندوق يمكن الحكومة من الحفاظ وادخار الأرباح الناشئة عن استغلال الموارد النفطية.

عقب قرار عملية الإنشاء، تلقى الصندوق عملية تحويل الأموال الأولى من وزارة المالية سنة 1996، وحتى سنة 1997 ظلت الاستراتيجية الاستثمارية للصندوق هي نفسها الاستراتيجية المتبعة من قبل 'البنك المركزي النرويجي' فيما يخص احتياطاته من العملة الأجنبية. وقد استثمر الصندوق في ذلك الوقت حوالي 20 بليون دولار كانت تحت إدارته، كلها في الدخل الثابت. وفي نفس السنة (1997)، أعادت وزارة المالية دراسة الاستراتيجية الاستثمارية الخاصة بالصندوق، وقررت أن تستثمر 40% من أصولها في الأسهم. ونتيجة لذلك، تم إنشاء 'بنك إدارة الاستثمارات النرويجي' (Norges Bank Investment Management "NBIM") في 01 جانفي 1998، وأكلت له مهمة إدارة وتسيير الصندوق تحت إشراف ورقابة وزارة المالية.

في الفترة ما بين 2000-2008 شهدت أسعار النفط ارتفاعا قياسي مما أدى إلى نمو كبير وغير متوقع في إيرادات الصندوق (من 44 مليار دولار إلى 322 مليار دولار). كما عرفت هذه الفترة أيضا تغييرا في اسم الصندوق، فانتقل من تسمية "صندوق النفط" إلى "صندوق المعاشات الحكومي الإجمالي" ("Government Pension Fund Global "GPFG")، وقررت وزارة المالية رفع وزن الأسهم في المحفظة الاستثمارية إلى 60%.

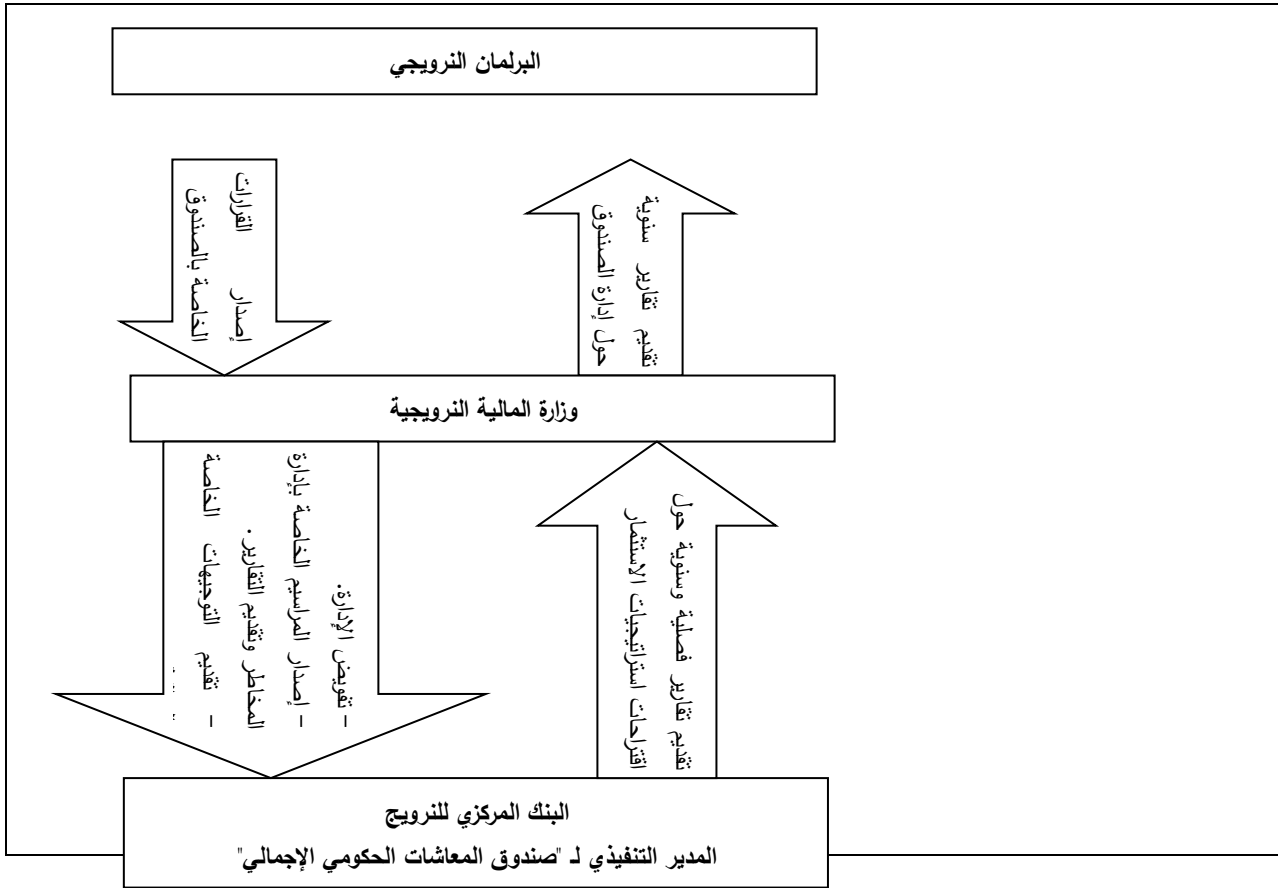
تتمثل أهداف الصندوق في : ^{xxii}

- ✓ تعزيز قدرة الحكومة على التسيير طويل الأجل لمداخل 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.
- تستثمر أصول الصندوق في الأسواق الخارجية وذلك لعدة اعتبارات أهمها : ^{xxiii}
- ✓ 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، وانخفاض تنافسية القطاعات الإنتاجية داخل وخارج الوطن، وتوجه 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.

II- تقييم تطبيق حوكمة صندوق الثروة السيادي النرويجي : تتم أيضا عملية تقييم لمدى تطبيق نظام الحوكمة الفعالة في صندوق الثروة السيادي النرويجي.

- 1- **حوكمة الصندوق :** يتميز نموذج حوكمة صندوق الثروة السيادي في النرويج بتقسيم واضح للمهام والمسؤوليات بين مختلف الهيئات المكلفة بإدارة ومراقبة نشاط الصندوق، كما يظهره الشكل التالي :

الشكل رقم 01 : الهيئات المكلفة بإدارة ومراقبة صندوق المعاشات الحكومي الإجمالي



المصدر : "Governance framework of government pension fund global" على الموقع الرسمي للحكومة النرويجية، تاريخ الاطلاع : 2015/12/10 على 22:15.

يعتمد نظام الرقابة والإشراف لصندوق الثروة السيادي على تدخل ثلاثة هيئات هي :^{xxiv}

أ- البرلمان النرويجي "Stortinget" : تتمثل مهامه في :

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

ب- وزارة المالية : تعتبر الهيئة المالكة للصندوق وتكلف بالوظائف التالية :

- ✓ إصدار تعليمات وتوجيهات خاصة بكيفية إدارة الصندوق.
- ✓ إعداد استراتيجية استثمار لأصول الصندوق عن طريق تكوين محفظة استثمار مرجعية تتضمن أنواع الأصول المالية المستثمر فيها، وأماكن استثمار هذه المحفظة، وإلزام الهيئة المسيرة على الالتزام بها.

✓ إعداد مبادئ أخلاقية لاستثمارات الصندوق والعمل على إقصاء الشركات المخالفة لهذه المبادئ من استثمارات الصندوق.

✓ تقديم تقرير سنوي للبرلمان يتضمن تقييم سياسات إدارة وأداء الصندوق

✓ إلزام الجهة المسيرة "البنك المركزي" بتقديم تقارير فصلية وسنوية حول أداء استثمارات الصندوق مع إعلانها للرأي العام ووسائل الإعلام.

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

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.

2- الرقابة على الصندوق : يخضع "صندوق المعاشات الحكومي الإجمالي" لمستويات مختلفة من الرقابة تؤدي إلى التقليل قدر الإمكان من الممارسات المشبوهة وغير القانونية، حيث تخضع الهيئة المكلفة بإدارة استثمارات الصندوق 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 الصندوق إلى البرلمان.

ويتميز الصندوق، منذ تأسيسه، بسياسته الخاصة بالشفافية التي جعلت منه نموذجا ومرجعا عالميا في هذا المجال، حيث يتم نشر تقارير فصلية داخلية وتقرير سنوي واحد للجمهور. وقد ساهمت دولة النرويج في الأعمال التي قام بها صندوق النقد الدولي والذي نتج عنها سنة 2008 تبني "مدونة قواعد ممارسات صناديق الثروة السيادية" (أو ما يعرف بمبادئ سندياغو) في

مجال الحوكمة. كما أن دولة النرويج قد اعتمدت منذ سنة 2004 على "مجلس الأخلاقيات" (وقم تم إنشاءه بناء على اقتراح من وزارة المالية)، وهو مسؤول عن دراسة ومراقبة كل النشاطات الخاصة بالمؤسسات التي يستثمر فيها الصندوق، حيث يقضي المؤسسات المنتجة للسلاح، والتبغ، المؤسسات التي لا تحترق حقوق الإنسان والبيئة.^{xxv}

3- إدارة صندوق الثروة النرويجي : يعتبر البنك المركزي النرويجي الهيئة المكلفة بإدارة صندوق الثروة السيادي، ولهذا الغرض قام البنك بتأسيس وحدة فرعية تابعة له، تحت مسمى بنك إدارة الاستثمارات النرويجي "NBIM" مكلف بالإدارة المباشرة لاستثمارات الصندوق، وذلك وفقا للهيكل التنظيمي التالي :^{xxvi}

3-1- المجلس التنفيذي : هو الهيئة المسؤولة عن مختلف عمليات البنك، يتكون من سبعة أعضاء برئاسة محافظ البنك المركزي، ويقوم المجلس بإعداد المخططات والإستراتيجيات الخاصة بأنشطة بنك إدارة الاستثمارات، بالإضافة إلى إعداد المبادئ المحددة لكيفية إدارة المخاطر على مستوى هذا البنك ويحدد مهام وصلاحيات مجلس الإدارة.

3-2- المجلس الاستشاري : تم تأسيسه من قبل المجلس التنفيذي، ويتكون من أربعة خبراء دوليين، يقوم بتقديم استشارات لمجلس إدارة البنك لتحسين مستوى إدارة استثمارات البنك.

3-3- مجلس المراقبة : يتكون من خمسة عشر عضو يتم تعيينهم من قبل البرلمان تتمثل مهمته في مراقبة العمليات والأنشطة التي يقوم بها بنك إدارة الاستثمارات، ومدى مطابقتها للقوانين والأنظمة المراجعة، والتدقيق والمصادقة على القوائم المالية السنوية للبنك، بالإضافة إلى المصادقة على ميزانية البنك.

3-4- المجموعة القيادية للبنك : تتكون من مختلف الإطارات المكلفة بتنفيذ سياسات واستراتيجيات البنك، وتضم هذه المجموعة المدير التنفيذي للبنك بالإضافة إلى رؤساء مصالح استثمارات الخزينة، إدارة المخاطر، العمليات، العلاقات الاستراتيجية، المراجعة.

كما 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.

الخاتمة :

تعد صناديق الثروة السيادية أداة تستخدمها الدول من أجل إدارة فوائض الأموال التي تحققها في عدة مجالات كالاستثمار أو الادخار بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني والمجتمع ككل. من خلال ضمان دخل مستقر وحماية حقوق الأجيال اللاحقة بسبب توقع نزوب مصادر الطاقة التي كانت تحقق صادرات مرتفعة لهذه الدول حالياً.

وتعتبر دولة النرويج من بين الدول الرائدة التي اعتمدت على صناديق الثروة السيادية، ويعد إلى الآن من بين أكبر وأنجح الصناديق السيادية في العالم. ويعود ذلك إلى طريقة تسيير الصندوق واعتماده على معايير ومبادئ الحوكمة الجيدة بدءاً من الشفافية في كامل معاملاته، واعتماده على هيكل تنظيمي وفقاً للنماذج العالمية وصولاً إلى الرقابة الدقيقة على كل ما له علاقة بالصندوق.

أما بالنسبة للجزائر فبالرغم من أن صندوقها السيادي (صندوق ضبط الموارد) يعد من بين أكبر 20 صندوق سيادي في العالم، إلا أنه يعاني العديد من النقائص سواء من خلال اعتماده على مداخل الصادرات الطاقوية، أو من خلال إدارته التي تعتبر مجرد حساب من حسابات الخزينة ولا يتبع أي معيار من معايير الحوكمة، مما لا يسمح بالاستغلال الأمثل لموارده بطريقة تسمح بمضاعفتها.

التوصيات: انطلاقاً مما تم التوصل إليه من نتائج، يمكن اقتراح التوصيات التالية :

1. الاهتمام بتطوير صناديق الثروة السيادية وتنميتها.
2. العمل على حسن إدارة هذه الصناديق بما يضمن استدامة التنمية.
3. العمل على تنويع مصادر التمويل للصناديق السيادية.
4. توجيه ثروة الصناديق السيادية لتحقيق أهداف التنمية المستدامة.
5. الاستفادة من التجارب الناجحة للدول في تسيير صناديقها السيادية.
6. تخصيص إدارة خاصة بصندوق ضبط الموارد بالجزائر تتماشى مع أهميته.
7. اعتماد مبادئ الحوكمة في تسيير صندوق ضبط الموارد بالجزائر.

الهوامش :

ⁱ Jean Michel Fourgous et Olivier Dassault, "**Sorite de crise, capitalisme et fonds souverains**", Assemblée Nationale, avril 2009, pp 09, 10.

ⁱⁱ مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية، "صناديق الثروة السيادية - المبادئ والممارسات المتعارف عليها"، منشورات صندوق النقد الدولي، 15 سبتمبر 2008، ص 03.

ⁱⁱⁱ A. Blundell Wignall, Yu-Wei Hu Juan Yermo, "**Sovereign Wealth and Pension Fund Issues**", OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions Wo:14, OECD Publishing, France, 2008, p 04.

^{iv} Guesmia Madjid, "**Essai d'analyse des strategies d'investissement des fonds souverains et institutionnels**", memoire en vue de l'obtention du diplome de magistère en sciences économiques, option: économie et finance internationale, faculté des SECG, Université Mouloud Mammeri de Tizi Ouzou, 2014, p 16.

^v 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 بتصرف.

^{vi} يعبر مصطلح "المرض الهولندي" عن الآثار غير المرغوب بها على القطاعات الإنتاجية خصوصا القطاع الصناعي نتيجة اكتشاف الموارد الطبيعية، وسمي ب"المرض الهولندي" نسبة إلى حالة من الكسل والتراخي الوظيفي التي أصابت الشعب الهولندي في الفترة 1900-1950 بعد اكتشاف النفط والغاز في بحر الشمال، حيث توجه للترف والراحة والإنفاق الاستهلاكي البذخي، حتى دفع ضريبة ذلك بعد أن أفاق على حقيقة نضوب الآبار التي استنزفها باستهلاكه غير المنتج.

^{vii} Hélène Raymond, "**les fonds souverains**", 'l'economie mondiale 2010', publications du CEPII, la découverte, Paris, 2009, pp 80-82.

^{viii} عبد المجيد قدي، "الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة"، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد السادس، مخبر العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الشلف، 2010، ص 02.

^{ix} عبد الكريم سليمان، "دور صناديق الثروة السيادية في ترشيد الإيرادات النفطية العربية مع الإشارة إلى حالة أبو ظبي"، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، جامعة محمد خيضر بيسكرة، 2013/2014، ص 06.

^x Caroline Bertin Delacour, "**Les Fonds Souverains : Ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale**", Group Eyrolles, Les Echos Editions, Paris, 2009, p 28.

^{xi} Amiri Ramdane, "**Les fonds souverains dans le contexte de la crise financière (2007-2009) : éta des lieux et prospective**", memoire en vue de l'obtention du diplome de magistère en sciences économiques, option: économie et finance internationale, faculté des SECG, Université Mouloud Mammeri de Tizi Ouzou, 2013, p 19.

^{xii} عبد الكريم سليمان، مرجع سبق ذكره، ص 08.

^{xiii} هشام حنضل عبد الباقي، "رؤية لتفعيل دور صناديق الثروة السيادية لتجنب الأزمات المالية والاقتصادية لدول الخليج العربية"، مجلة التعاون، السنة 23، العدد 69، مارس 2010، الأمانة العامة لمجلس التعاون لدول الخليج العربية، ص ص 28، 29.

^{xiv} قويدر قوشيج بوجمعة، "انعكاسات تقلبات أسعار البترول على التوازنات الاقتصادية الكلية"، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2009/2008، ص 157.

^{xv} Akli Zakia, "Nature du fonds de régulation des recettes (FRR) et son rôle dans le financement de l'économie algérienne sur la période 2000-2014", mémoire en vue de l'obtention du diplôme de magistère en sciences économiques, option: économie et finance internationale, faculté des SECG, Université Mouloud Mammeri de Tizi Ouzou, 2015, p 97.

^{xvi} Romuald Yonga, "Guide des fonds souverains Africains", African Markets, dernière mise à jour: Septembre 2014, p 05. Téléchargé le : 07/12/2015 à 19:18.

^{xvii} "القانون رقم 02-2000 مؤرخ في 24 ربيع الأول 1421 الموافق 27 يونيو 2000 المتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2000"، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 37، ص 07.

^{xviii} "القانون رقم 03-22 مؤرخ في 04 ذي القعدة 1424 الموافق 28 ديسمبر 2003 المتضمن قانون المالية لسنة 2004"، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 83، ص 28.

^{xix} الأمر رقم 06-04 مؤرخ في 19 جمادى الثانية 1427 الموافق 15 يوليو 2006 المتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2006"، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 47، ص 08.

^{xx} نبيل بوفليح ، "دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية الواقع والآفاق مع الإشارة إلى حالة الجزائر"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2012/2011، ص 215.

^{xxi} Javier Capapé, Tomas Guerrero, "Equity investments of the Norway's GPFG: a European sovereign wealth fund for Europe", Sovereign Wealth Funds 2014, ESADgeo-center for global economy and geopolitics et INVEST IN SPAIN, p 50.

^{xxii} "Norway's Government Pension Fund: Investing for the long run", Norwegian Ministry of Finance, p 09, téléchargé depuis : www.geog.ox.ac.uk/events/.../ao2012-tfearnley.pdf

^{xxiii} نبيل بوفليح ، "دور الذكاء الاقتصادي في تحسين أداء صناديق الثروة السيادية - صندوق الثروة السيادي النرويجي نموذجا"، مداخلة مقدمة للملتقى الدولي السادس حول الذكاء الاقتصادي والتنافسية المستدامة في منظمات الأعمال الحديثة، كلية العلوم الاقتصادية علوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة الشلف، 07/06 نوفمبر 2012، ص 03.

^{xxiv} "Norway's Government Pension Fund: Investing for the long run", op cit, p 17.

^{xxv} Jean François Adrian, "Norvège : quel avenir pour le premier fond souverain mondial?", institut de la gestion publique et du développement économique, note réactive n°74, janvier 2015, p 02.

^{xxvi} الموقع الرسمي لـ "بنك إدارة الاستثمارات النرويجي" NBIM، تاريخ الاطلاع : 2015/12/09 على الساعة 10.30، <http://www.norges-bank.no/en/about/Organisation>