

## كفاءة صندوق المعاشات الحكومية العام النرويجي في تمويل عجز الميزانية السنوي

أ د زايري بلقاسم  
أستاذ التعليم العالي - جامعة وهران (02) - الجزائر

حساني بن عودة  
طالب دكتوراه - جامعة وهران (02) - الجزائر

### *Efficiency of the Norwegian Government Pension In funding the annual budget deficit*

*Pr Zairi belkacem*  
professor, University of Oran 2, Algeria

*Hassani benaouda*  
Student doctorate, University of Oran 2, Algeria



**ملخص:** يعتمد صندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج على أسلوب الحوكمة الفعالة المبني على الرقابة المتعددة الأطراف من البرلمان، وزارة الخارجية، البنك المركزي والرأي العام في النرويج، كما يقوم باستثمارات وطنية وخارجية مبنية على دراسات معمقة لدرجة العائد والمخاطر، مما سمح بتطور عائداته السنوية وتراكم أصوله بشكل لافت، وقد عمل الصندوق على تمويل الميزانية العمومية، لذلك سنقوم في هذه الدراسة بتحليل أسلوب تمويل الميزانية لدى صندوق المعاشات الحكومية العام.

**الكلمات المفتاحية:** صناديق الثروة السيادية، صندوق المعاشات الحكومية العام، النرويج، الحوكمة، العائد، الميزانية.

#### **Abstract:**

The General Government Pension Fund in Norway is based on effective governance based on multilateral monitoring from the Parliament, the Ministry of Foreign Affairs, the Central Bank and public opinion in Norway. It also makes national and external investments based on in-depth studies of return and risk, which enabled the development of annual revenues and the accumulation of assets significantly, and the Fund has worked to finance the balance sheet, so we will analyze in this study the method of funding the budget with the General Government Pension Fund.

#### **Keywords:**

Sovereign Wealth Funds, General Government Pension Fund, Norway, Governance, Revenue, Budget.

تمهيد:

بدأ الاهتمام الجدي بموضوع صناديق الثروة السيادية على أعقاب الأزمة العالمية التي ظهرت منذ صيف 2007، وتدايعاتها على النظام المالي والمصرفي العالمي، حتى وإن عرف الموضوع عدة محطات أهمها التطور الكبير في عدد وحجم الصناديق بداية من سنة 2000، والطفرة النفطية التي ساعدت العديد من الدول على إنشاء صناديق الثروة السيادية، بالإضافة إلى صياغة المصطلح المتداول حالياً من خلال مقال الاقتصادي (Andrew Rozanov) المشار إليه بـ (Who holds the wealth of nations?) في مجلة (Central Banking Journal) في أوت 2005<sup>(1)</sup>.

إلا أن التعامل الحقيقي مع الصناديق السيادية جاء بعد الآثار الكارثية للأزمة المالية، والتي تعد الأسوأ بعد أزمة الكساد الاقتصادي سنة 1929، حيث رأى فيها الكثير سبيلاً للخروج من الأزمة، وفعالاً فقد ساهمت العديد من الصناديق في تمويل المؤسسات المتعثرة على غرار صناديق الثروة السيادية لدول مجلس التعاون الخليجي (GCC)، حيث سمحت ميزاتھا الخاصة كمستثمر طويل الأجل من استغلال فوائدها المالية المتاحة، إلا أنها سجلت خسائر فادحة خلال الأزمة المالية، وصلت حسب التقديرات إلى 350 مليار دولار<sup>(2)</sup>.

ويعتبر صندوق المعاشات الحكومية العام النرويجي من بين أهم الصناديق السيادية الموجودة في العالم، كما يعتبر أسلوب تسييره مرجعاً حقيقياً لباقي الصناديق السيادية، حيث يتجلى نجاحه في التطور المستمر لأصول المالية، وكذا المنحى الموجب لتطور عائدات استثماراته الخارجية، كما يُعتمد على الصندوق بشكل كبير في تمويل عجز الميزانية السنوي في النرويج حيث انتقل تمويل العجز من 156164 مليون كرونة نرويجية سنة 2014 إلى 259.506 مليون كرونة نرويجية سنة 2017<sup>(3)</sup>.

➤ إشكالية البحث:

إن الإشكال الأساسي الذي يمكن أن نطرحه في خلال هذا البحث هو: هل فعلاً سمحت الحوكمة الرشيدة والضبط المالي لصندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج من تمويل عجز الميزانية بشكل أكثر كفاءة؟

➤ الأسئلة الفرعية:

من خلال الإشكالية المحورية للدراسة، نجد أنفسنا أمام العديد من التساؤلات الثانوية التي لا بد من الإجابة عليها، والتي

تتمثل في:

- ما هي أهم دلالات تجربة صندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج؟
- ما هي الأسس التي تبنى عليها الحوكمة داخل الصندوق؟
- كيف يتم تسيير محفظة معقدة من الاستثمارات في الخارج؟
- ما هي الآليات التي يعتمدها الصندوق في تمويله لعجز الميزانية العمومية في النرويج؟
- هل نجح الصندوق منذ إنشائه سنة 1990 في تمويل عجز الميزانية؟

➤ هدف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى إلقاء الضوء على أحد أهم الصناديق السيادية الموجودة في العالم، ألا وهو صندوق المعاشات الحكومية العام النرويجي، بإجماع العديد من الخبراء الاقتصاديين والمهتمين بشأن صناديق الثروة السيادية في العالم، وكذا المؤسسات الدولية المختصة مثل معهد صناديق الثروة السيادية (swfi)، لا سيما في ميدان تطور العائد السنوي للصندوق وتراكم الأصول،

بحيث يعتبر من أغنى الصناديق السيادية في العالم حسب إحصائيات معهد الصناديق السيادية سنة 2017<sup>(4)</sup>، أو من خلال أسلوبه المرجعي في ميدان الحوكمة والاستثمار.

### ➤ فرضيات البحث:

على ضوء مشكلة البحث وأهدافه، قمنا بصياغة مجموعة من الفرضيات المبينة كالاتي:

- الفرضية الأولى: تجربة صندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج من أنجح تجارب صناديق الثروة السيادية في العالم.

- الفرضية الثانية: تتميز هذه التجربة بمستوى عالٍ من الحوكمة وأسلوب راقٍ في تسير وتنفيذ الاستثمارات.

- الفرضية الثالثة: نموذج تمويل الميزانية في الصندوق نموذج فعال لا سيما في تحديد أقساط الاقتطاعات.

➤ منهجية البحث: لتحليل ودراسة إشكالية البحث الرئيسية المذكورة أعلاه، وكذا الأسئلة الفرعية المحيطة بها، فقد قمنا بالاعتماد على منهجية البحث الوصفية التحليلية، وهذا من خلال جمع البيانات وتحليلها ودراستها بشكل علمي دقيق ومعمق، للإجابة على التساؤلات والوصول إلى الأهداف المرجوة من هذه الدراسة.

➤ أهمية البحث: يندرج البحث ضمن الدراسات التي تتحدث عن كفاءة صندوق المعاشات الحكومية العام النرويجي في تمويل عجز الميزانية السنوي، حيث تظهر أهميته من خلال إبراز نقاط قوة الصندوق، واعتبارها كمرجع نمطي لباقي تجارب صناديق الثروة السيادية المختلفة في العالم، كما يعتبر البحث إضافة علمية للبحوث والدراسات الخاصة بالصناديق السيادية، وخاصة الدراسات التي تختص بدراسة واقع وآفاق صندوق ضبط الموارد في الجزائر، وأهمية إصلاحه بالشكل الذي يحافظ فيه على أصوله وعلى تمويل مستقر للميزانية العمومية في الجزائر.

### ➤ خطة البحث: لقد قسمنا هذه الدراسة إلى المحاور الآتية:

المحور الأول: تعريف صندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج.

المحور الثاني: أسلوب الحوكمة والاستثمار للصندوق.

المحور الثالث: آلية تمويل عجز الموازنة في صندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج.

### أولاً: تعريف صندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج

صندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج (Government Pension Fund Global) من نوع الصناديق السيادية النفطية، حيث يعتبر أضخم صندوق سيادي موجود في العالم، حسب إحصائيات معهد صناديق الثروة السيادية (swfi)، بإجمالي أصول متراكمة قدره 954.1 مليار دولار في جوان 2017<sup>(5)</sup>.

#### 1-1 التعريف بالصندوق:

أنشأ الصندوق في سنة 1990 بعد حوالي 37 سنة من تأسيس أول صندوق سيادي في العالم (هيئة الاستثمار الكويتية سنة 1953) كأداة للسياسة المالية، من خلال استغلال العائدات الناجمة عن صادرات النفط والغاز من بحر الشمال الذي تم اكتشافه في سنة 1969<sup>(6)</sup>.

وتتنوع موارد الصندوق اليوم بين إيرادات الحكومة من صادرات قطاع النفط والغاز الطبيعي وجميع الإيرادات الأخرى الناجمة عن النشاطات المرافقة للقطاع النفطي<sup>(7)</sup>، بالإضافة إلى عوائد الصندوق الذاتية من الاستثمارات، وقد كان يطلق عليه في مراحل الأولى بصندوق النفط النرويجي إلى غاية سنة 2006 أين أصبح يسمى صندوق المعاشات الحكومية العام<sup>(8)</sup>، والظاهر من

الاسم الجديد تعلق الصندوق بمعاشات التقاعد، رغم أن الصندوق ممول من النفط لا من أموال المشتركين في المعاشات، والمراد من ذلك هو ضمان استقرار المعاشات على المدى الطويل<sup>(9)</sup>.

ويتميز صندوق المعاشات الحكومية العام بمعدلات شفافية ممتازة، حيث يبدي الكثير من العمليات والبيانات التي تتعلق بتسيير الصندوق، وتطبق خصائص الصندوق مع الخصائص التي اعتمدها صندوق النقد الدولي (FMI) في تعريفه لصناديق الثروة السيادية، حيث يذكر « على أنها صناديق أو ترتيبات للاستثمار ذات غرض خاص تملكها الحكومة العامة وتنشئها لأغراض اقتصادية كلية، فهي تحتفظ بالأموال أو تتولى توظيفها أو إدارتها لتحقيق أهداف اقتصادية كلية، مستخدمة في ذلك استراتيجيات استثمارية، تتضمن الاستثمار في الأصول المالية الأجنبية طويلة وقصيرة الأجل، وتمول الصناديق السيادية من خلال عمليات الصرف الأجنبي وعوائد الخوصصة وفوائض الميزانية والصادرات السلعية»<sup>(10)</sup>.

حيث تتمثل خصائص صندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج ب:<sup>(11)</sup>

- مملوك من قبل الدولة ممثلة في الحكومة النرويجية (وزارة المالية).
- يقوم باستثمارات طويلة الأجل من خلال المحفظة المرجعية للأسهم والسندات والعقارات.
- يهدف الصندوق إلى تحقيق أهداف اقتصادية كلية كالادخار وتمويل المعاشات وتمويل عجز الميزانية.
- يمول الصندوق من فوائض الميزانية الناجمة عن صادرات النفط في الأسواق العالمية.

## 2-1 أهداف الصندوق: يهدف الصندوق إلى تحقيق ذاتية وعامة وتتضمن:

### 1-2-1 الأهداف الذاتية:<sup>(12)</sup>

وهي الأهداف الخاصة بإدارة الصندوق وتشمل:

- تطوير الاستثمارات وتعظيم أصول الصندوق في الأجل الطويل.
- تنويع مصادر الدخل وتطوير العائد على الاستثمارات المختلفة.

### 2-2-1 أهداف خاصة بالحكومة:

على مستوى الحكومة فإن الصندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج من نوع صناديق السيادية ذات هدف الاستقرار والادخار، حيث يقوم على:<sup>(13)</sup>

- دعم الاقتصاد على المدى الطويل.
- حماية الميزانية العامة وتمويل الإنفاق العام في حالات العجز.
- الحماية من تقلبات أسعار الموارد الطبيعية وتأثيراتها على النظام الاجتماعي والاقتصادي للدولة<sup>(14)</sup>.
- الحفاظ على الثروة الناضبة وضمان توزيعها بشكل عادل بين الأجيال الحالية والمستقبلية.
- العمل على تفادي الآثار السلبية الناجمة عن زيادة المداخيل السنوية من صادرات قطاع النفط.
- الحفاظ على البيئة ومحاربة جميع النشاطات التي تضر بها من خلال مجلس الأخلاقيات بالصندوق.
- تمويل معاشات المتقاعدين على المدى البعيد وتعديل الاختلالات الناجمة عن زيادة مخصصات المعاشات.

## 3-1 تطورات الصندوق: مر صندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج بعدة مراحل، سواء فيما تعلق بإعادة هيكلته أو

من خلال تطور الأنظمة الداخلية للصندوق، وعلاقاته مع باقي المؤسسات الأخرى في النرويج، ويمكننا إيجاز أهم المراحل التي مر بها الصندوق منذ إنشائه إلى غاية يومنا هذا في الشكل التالي.

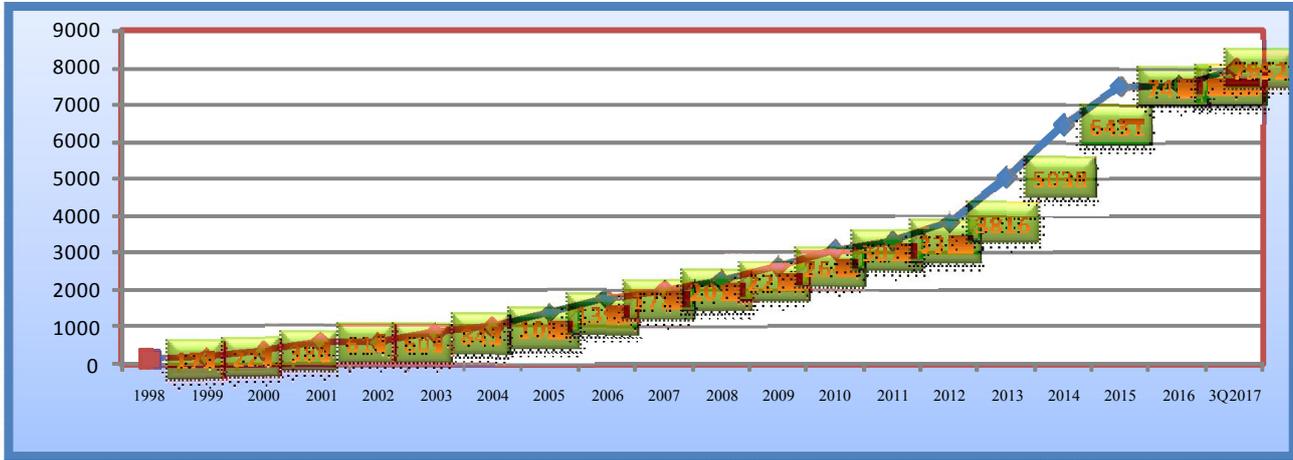
## جدول رقم (01): مراحل تطور صندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج من سنة 1969 إلى سنة 2017

السنة	التطورات
1969	اكتشاف النفط في بحر الشمال والبدء في عمليات الإنتاج سنة 1971.
1974	تقديم وزارة المالية لدراسة (the role of petroleum activity in norwegian society) حول كفاءات استغلال الثروة في البلاد، وتفادي تأثير عوائد الصناعة النفطية على باقي الصناعات القائمة في النرويج.
1983	تقديم تقرير لجنة تامبو (tempo committée) التي اقترحت إنشاء صندوق لادخار الثروات والأرباح الناشئة عن إيرادات الموارد النفطية.
1990	مصادقة البرلمان النرويجي على تأسيس أول صندوق للنفط النرويجي (government petroleum fund)، ممول من قبل إيرادات الدولة من صادرات النفط.
1996	القيام بأول إيداع للصندوق النرويجي من قبل وزارة المالية بمبلغ وصل في وقته إلى 02 بليون كرونة نرويجية، أو ما يمثل 0.3 مليار دولار.
1997	توجه الصندوق إلى القيام باستثمار نسبة 40% من أصوله في محفظة الأسهم.
1998	في أول جانفي 1998 قامت وزارة المالية بإنشاء إدارة خاصة بتسيير وإدارة الصندوق وهي (The Norges Bank Investment Management)
2000	أضفت إدارة الصندوق خمسة أسواق ناشئة لمحفظه الأسهم بالصندوق.
2002	قيام الصندوق بالاستثمار في شركات أوراق المال ضمن مؤشر الدخل الثابت.
2004	تأسيس مجلس الأخلاقيات (conseil de l'éthique) الذي يهدف إلى مراقبة كل النشاطات الخاصة بالمؤسسات التي يستثمر فيها الصندوق وتفادي الاستثمارات الضارة بالبيئة، تجارة الأسلحة...
2006	تغير اسم الصندوق من صندوق النفط الحكومي إلى صندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج.
2007	قيام الصندوق برفع قيمة الاستثمار في الأسهم إلى 60 بالمائة.
2008	قيام الصندوق بإضافة 05% من المحفظة الاستثمارية إلى قطاع العقارات. تحقيق الصندوق لعائد سنوي سلبي يقدر بـ -23.3 بالمائة.
2009	تحقيق الصندوق عائد قياسي سنوي موجب قدر بـ +25.6 بالمائة.
2010	الإقرار بالاستثمار في قطاع العقارات وتخصيص نسبة 05 بالمائة من المحفظة الاستثمارية للصندوق من أجل ذلك.
2011	البدء في أول عملية استثمار في ميدان العقارات بشراء ملكيات (regent street) في لندن
2012	أعلنت وزارة المالية عن خطة لتخفيض حصة المساهمات الأوروبية تدريجيا إلى حوالي 40% من الصندوق، وزيادة حصص الاستثمارات في الأسواق الناشئة إلى 10%.
2013	الصندوق يحقق ثاني أفضل عائد منذ تأسيسه. البدء في أول عملية استثمار عقاري في الولايات المتحدة.
2015	ابتداء من السنوات الثلاثة الأولى يرسل مجلس الأخلاقيات توصياته بشكل مباشر إلى البنك المركزي بدلا من وزارة المالية. يقرر المجلس التنفيذي للبنك مراقبة الشركات واستبعادها.
2017	نموذج جديد مقدم سنة 2017 حيث يقرر البنك النرويجي تخصيص العقارات ضمن قيود الآجال وأن محفظة العقارات غير المدرجة قد تصل إلى 07% من المحفظة الاستثمارية.

Source: norges bank investment management at: <https://www.nbim.no/en/the-fund/the-history/> last accessed 01 /01/2018 à 19<sup>h</sup>.24

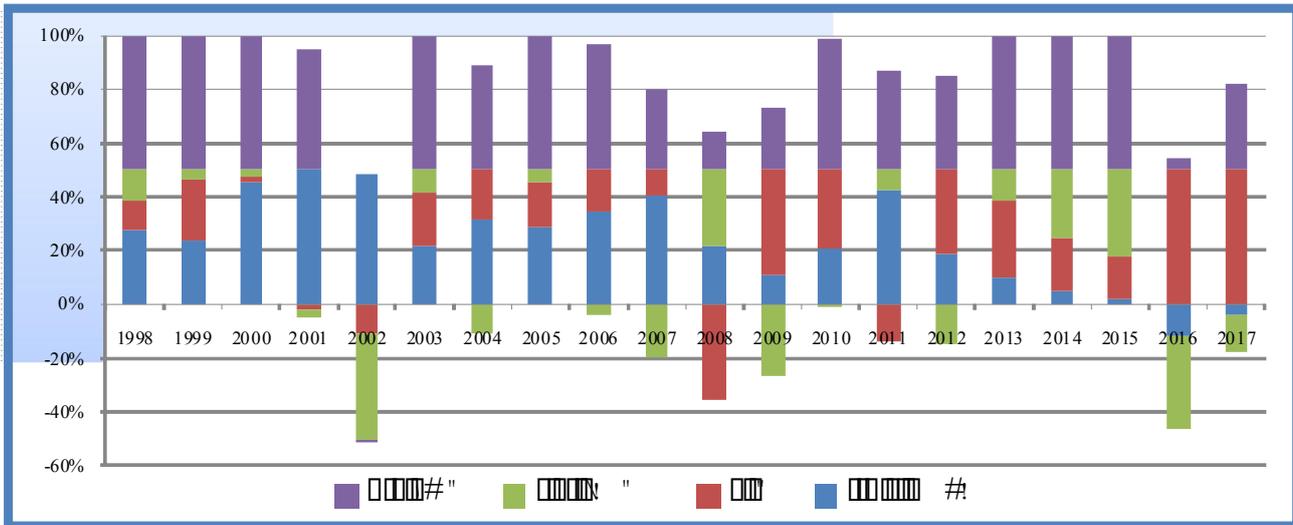
4-1 تطور أرصدة الصندوق: لقد اتسمت إيرادات الصندوق بالتطور المستمر الناجم عن تطور أسعار النفط في السنوات الأخيرة، بالإضافة إلى تطور عائدات الصندوق الناجمة عن محفظة الأسهم واستثمارات الدخل الثابت والعقارات...، والشكل أدناه يبين تطور هاته الأصول في الفترة.

شكل رقم (01): تطور الأصول المالية للصندوق للفترة (1998-2017) (الوحدة: مليار كرونة نرويجية)



**Source:** norges bank investment management At: <https://www.nbim.no/en/the-fund/market-value/> last accessed 01 /01/2018 à 19<sup>h</sup>.24

شكل رقم (02): تغيرات أصول الصندوق للفترة (1998-2017) (الوحدة: مليار كرونة نرويجية)



**Source:** norges bank investment management At: <https://www.nbim.no/en/the-fund/market-value/> last accessed 01 /01/2018 à 19<sup>h</sup>.24

نلاحظ من خلال الشكل رقم (01)، التطور المستمر لأصول صندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج، حيث انتقلت من 172 مليار كرونة نرويجية سنة 1998 إلى 7952 مليار كرونة نرويجية في الثلاثي الثالث من سنة 2017، بمعدل تغير سنوي موجب قدره 409.4 مليار كرونة للفترة (1998-2015)، وهذا ما نلاحظه من نسبة النمو خلال سنة 2017 التي وصلت إلى 6.9 بالمائة ما يمثل حوالي 442 مليار كرونة نرويجية.

كما نلاحظ من الشكل رقم (02) المبين لإجمالي تغير الأصول الكلي محسوبا بالعائد (Return) زائد إجمالي التدفقات الداخلة (Inflow/withdrawal) وعمليات العملة النرويجية (Krone rate)، تطور تغيرات أصول الصندوق من سنة

لأخرى، حيث شهدت انخفاضاً سنة 2002 بناقص 04.70 مليار كرونة، لترتفع إلى أعلى قيمة لها سنة 2014 بـ 1393 مليار كرونة، ثم انخفضت سنة 2016 إلى 35.30 مليار كرونة ثم ارتفعت إلى 442 مليار كرونة نرويجية سنة 2017، ويعود تطور حجم أصول الصندوق للعديد من الأسباب المتداخلة من بينها:

- تطورات أسعار النفط في الأسواق العالمية والتي امتدت من سنة 2000 إلى سنة 2014.
- تحويل جزء كبير من الثروة النفطية المنتجة إلى التصدير، مع وجود طلب داخلي ضعيف نتيجة قلة السكان ووجود مصادر أخرى للطاقة، مثل الطاقة الكهرومائية الصديقة للبيئة، التي تسمح بإنتاج الكهرباء وضمان الطلب المحلي بشكل وفير<sup>(15)</sup>.
- تطور العائد على استثمارات الصندوق والذي وصل إلى 5.70 بالمائة منذ 01 جانفي 1998 إلى سنة 2016.
- انخفاض حجم التحويلات المخصصة للميزانية العمومية والمقدرة قانونياً بـ 04 بالمائة.
- تنويع المحفظة الاستثمارية للصندوق على المستوى القطاعي والجغرافي.

حيث سمحت هذه البيانات للصندوق من أن يصبح أداة قوية في سبيل دعم النمو الاقتصادي وتمويل المشاريع الوطنية والبنية التحتية، كما أضحى الصندوق يلعب دور الاحتياطي للنرويج وأداة هامة لصالح الأجيال المستقبلية، خاصة إذا علمنا أن عدد سكان النرويج بلغ 5.2 مليون نسمة سنة 2016، وعليه فإذا احتسبنا أصول الصندوق في هذه السنة والمقدرة بـ 7510 مليار كرونة، فإن حصة الأفراد من الصندوق (ثروة الصندوق/ عدد السكان) تمثل ما قيمته 1.4 مليار كرونة لكل مواطن نرويجي.

#### ثانياً: أسلوب الحوكمة والاستثمار للصندوق

يعتبر صندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج من بين الأمثل الرائدة في مجال الشفافية والتنظيم، ونموذج للمستثمرين في العالم سواء للصناديق السيادية أو غيرها من الصناديق<sup>(16)</sup>، حيث يركز الصندوق على أفضل الممارسات في ميدان الإدارة والتسيير والاستثمار الدولي، معتمداً على هيكل تنظيمي يضم نخبة من الخبراء والاقتصاديين المختصين في مجال الإدارة والاستثمار، حيث يحتوي على (568) موظف من 36 جنسية في العالم، موزعين من خلال مكتب في العاصمة أوسلو يضم (300) موظف إلى جانب مكاتب في كل لندن (147) موظف، نيويورك (75) موظف، سنغافورة (37) موظف وشنغهاي (09) موظفين<sup>(17)</sup>، كما يقوم الصندوق بتدريب وتأهيل الموظفين بشكل دوري من خلال القيام بمؤتمرات وندوات دولية داخل وخارج البلاد.

#### 1-2 أدوات الرقابة على الصندوق:

يحتكم صندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج لنظام رقابة صارم، يتضمن البرلمان النرويجي (Storting)، وزارة المالية (Ministry Of Finance)، البنك المركزي (Norges Bank)، إدارة الصندوق (Norges Bank Investment Management).

## جدول رقم (02): الهيئات الرقابية على صندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج

المهام	نوع الرقابة	الهيئة
يقوم بصياغة اللوائح والتشريعات الخاصة بصندوق المعاشات الحكومية العام. مراقبة وزارة المالية حول العمليات التي تقوم بها الصندوق.	رقابة تشريعية	البرلمان النرويجي (Storting)
مالك الصندوق، يقوم بتقديم الاقتراحات لإدارة الصندوق. تقدم إستراتيجية الاستثمار من خلال المحفظة المرجعية. تقدم تقارير دورية وسنوية حول نشاطات وعمليات الصندوق إلى البرلمان. التدقيق والمراجعة الدورية لفعالية تسيير الصندوق. السهر على إعداد ومتابعة المبادئ الأخلاقية التي ينفذها الصندوق.	رقابة إدارية	وزارة المالية Ministry Of finance
تقدم الإرشادات الخاصة بوسائل وطرق الاستثمار في الأسواق الدولية. تعظيم العائد وتقليل المخاطر. إعداد البرامج الخاصة بالمخاطر المختلفة للاستثمار. يقدم اقتراحات دورية حول استراتيجيات الاستثمار. يقدم تقارير دورية حول تطور النتائج المحققة في الصندوق.	رقابة إدارية	البنك المركزي Norges Bank
يتحصل على تقارير فصلية وسنوية حول اقتراحات واستراتيجيات الاستثمار. يتحصل على نشرات دورية حول إدارة الصندوق من خلال تقارير الكترونية دورية.	رقابة شعبية	الرأي العام النرويجي
متابعة نشاطات الصندوق ومدى اتساقها مع القوانين ونظم المحاسبة.	رقابة محاسبية	الهيئات الرقابية المستقلة surveillance indépendante

**Source:** nbim; annual report 2016; p22.at <https://www.nbim.no/en/transparency/reports/01/01/2017> à 21.55.

## 2-2 نظام إدارة المخاطر في الصندوق:

يحمي نظام إدارة المخاطر المتبع من قبل صندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج، الأصول المتراكمة للصندوق والعائد الموجب المنتظم الذي يتحصل عليه خلال استثماراته الخارجية من جهة، ومن جهة أخرى فهو يحمي بطريقة غير مباشرة أصول وممتلكات الشعب النرويجي، القائمة نتيجة صادرات الأصل الناضب وهو النفط، وفي هذا الشأن يعتمد الصندوق على إدارة مخاطر السوق، إدارة مخاطر الائتمان، إدارة مخاطر المقابلة، إدارة المخاطر التشغيلية.

## 1-2-2 إدارة مخاطر السوق:

تستند الإدارة في معالجتها لمخاطر السوق، على توقع هبوط في قيمة الأسهم والسندات المتداولة وغير المتداولة، وهذا بالاستناد إلى نظام اختبار مؤشر الانحراف الثابت، الذي يضع هامش حد أدنى للمخاطر وحد أعلى لها.

## جدول رقم (03): مخاطر السوق باستخدام الانحراف الثابت للفترة (2015-2016) (الوحدة: %)

المحفظة الاستثمارية	2016/12/31	حد أدنى 2016	حد أعلى 2016	معدل المخاطر 2016
المحفظة	10.6	10.2	10.7	10.5
الأسهم	14.0	12.9	14.1	13.7
السندات	9.7	9.6	10.3	10.0
المحفظة الاستثمارية	2015/12/31	حد أدنى 2015	حد أعلى 2015	معدل المخاطر 2015
المحفظة	10.4	8.1	10.4	9.5
الأسهم	12.9	10.9	12.9	12.0
السندات	10.1	7.9	10.2	9.4

**Source:** nbim; annual report 2016; p108. At: <https://www.nbim.no/en/transparency/reports/01/01/2017> à 21.55.

نلاحظ من الجدول أعلاه، أن الصندوق يحافظ على مستويات مخاطر متوازنة بين الحد الأدنى والحد الأقصى، ففي سنة بلغ معدل المخاطر نسبة 10.5% وهي نسبة بين الحد الأدنى 10.2% والحد الأقصى 10.7%، ما يجعل المحفظة الاستثمارية مقبولة إلى حد كبير ولا تتجاوز الحد المسموح به من المخاطر السوقية.

## 2-2-2 إدارة مخاطر الائتمان:

وتعني عدم قدرة المؤسسات المقابلة للصندوق من الوفاء بالتزاماتها الائتمانية، حيث يقوم الصندوق بالتعامل مع الشركات ذات الجدارة الائتمانية العالية الصادرة عن المؤسسات المختصة بذلك، والأشكال التالية توضح ذلك.

## جدول رقم (04): تصنيف المحفظة الاستثمارية للسندات للفترة (2015-2016) (الوحدة: مليون كرونة)

درجات التصنيف	AAA	AA	A	BBB	أدنى تصنيف	المجموع	النسبة
السندات الحكومية	716767	260859	271238	173321	39176	1461360	54%
سندات مرتبطة بالحكومة	143279	136550	36316	15579	2413	334137	12%
سندات مرتبطة بمؤشر التضخم	109025	9493	3662	12459	6175	140814	5%
سندات الشركات	5290	59469	219333	297198	9856	591146	22%
سندات مضمونة	126001	16054	2010	3499	-	147564	5%
المجموع	1100361	482424	532559	502058	57620	2675021	100%
النسبة	41%	18%	19%	18%	2%	100%	-

**Source:** nbim; annual report 2016; p110. At: <https://www.nbim.no/en/transparency/reports/01/01/2017> à 21.55.

نلاحظ من خلال الجدول أن الصندوق تعامل سنة 2016 مع الشركات ذات جدارة ائتمانية قوية من نوع (AAA) بنسبة 41 بالمائة، ونسبة 18 بالمائة و 19% للشركات المصنفة في الدرجات (AA) و (A) على التوالي، بينما لم تتعدى نسبة

الشركات متدنية التصنيف سوى 02 بالمائة من المحفظة الاستثمارية، وهذا إن دل على شيء فإنما يدل على نجاح الصندوق في إدارته لمخاطر الائتمان.

**2-2-3 إدارة مخاطر المقابلة:** وتتضمن الإستراتيجية الدفاعية عند توقع تغير نمط وسلوك الشركات التي يتعامل معها صندوق المعاشات الحكومية العام النرويجي.

**2-2-4 إدارة المخاطر التشغيل:** وهي المخاطر المرتبطة بالأخطاء المهنية، حيث يقوم الصندوق على إنشاء نظام استشعار لهذه الأخطاء والتنبؤ بها وتصحيحها في الوقت المناسب.

**2-3 الجانب الأخلاقي للصندوق:** في سنة 2004 قامت إدارة (Nbim) وبناءً على دراسة مقدمة من طرف البرلمان النرويجي (Storting)، بتأسيس مجلس الأخلاقيات (conseil de l'éthique)، بعد بعض الملاحظات المسجلة عن استثمارات قام بها الصندوق في السابق تتضمن شراكة في مؤسسات تنتج التبغ وتاجر بالأسلحة<sup>(18)</sup>، حيث تعد النرويج أول دولة تقوم بتجربة مجلس أخلاقيات لصندوق ثروة سيادي<sup>(19)</sup>، حيث يهدف مجلس الأخلاقيات إلى:<sup>(20)</sup>

- تفعيل البرنامج الوطني لمكافحة غسل الأموال.
  - تجنب الاستثمارات التي تنتهك حقوق الإنسان.
  - العمل على تجنب الاستثمارات المنافية للممارسات الأخلاقية.
  - مراقبة كل النشاطات الخاصة بالمؤسسات التي يستثمر فيها الصندوق.
  - تفادي الاستثمارات الضارة بالبيئة، تجارة الأسلحة، صنع الألغام، الطاقة النووية، التكنولوجيا الجينية.
- وللإشارة فإن المجلس لا يعتبر محكمة قانونية، يحكم بأخلاقية المشاريع أو عدمها، ولكن يعتمد في أشغاله على جمع المعلومات والأدلة، ويبنى على أساسها توصيات مقدمة لوزارة المالية وإدارة (nbim)، حيث يمنع المجلس كل عملية كسب أو مشاركة أو شراء أسهم أو سندات ترتبط بالنواحي المذكورة سابقاً<sup>(21)</sup>، وفي سياق نشاطاته ساهم مجلس الأخلاقيات بمنع الاستثمار في العديد الشركات من بينها:

- توقيف الاستثمار في 27 مؤسسة أخرى منها، (sofran-eads- thales en France)، وفي الولايات المتحدة تم سحب مشاريع في (wall-mart ; Boeing, united technologies)<sup>(22)</sup>.
- إلغاء الاستثمار في عشر مؤسسات جديدة مختصة في نشاطات الفحم، تتضمن مؤسستين أمريكيتين، مؤسستين صينيتين، شركة جنوب كورية، شركة ماليزية، شركة برازيلية، شركة تشيكية، شركة بولونية شركة في هونغ كونغ.
- إبطال العديد من الاستثمارات المقامة في المؤسسات المنجمية والطاقوية، التي تخصص بإنتاج أكثر من 30 بالمائة من رأسمالها في الفحم<sup>(23)</sup>.
- قام المجلس في فيفري 2015 بسحب 32 مشروعاً استثمارياً من مؤسسات ضخمة، تعمل في مجال الفحم كونها تنتهك القواعد الخاصة بحماية البيئة والمحيط<sup>(24)</sup>.

#### **2-4 آليات الاستثمار المعمول بها في الصندوق:**

حسب بيانات إدارة (nbim) لسنة 2016 فإن صندوق المعاشات الحكومي العام في النرويج يستثمر في (77) دولة وأكثر من (9000) شركة حول العالم، حيث يركز الصندوق بشكل كبير جداً على استثماراته الخارجية، وهذا من أجل عدم مزاحمة الاستثمار الوطني، والفرص الكبيرة التي يتيحها الاستثمار في الأسواق الخارجية، وتجنب الأضرار التي من الممكن حدوثها

نتيجة ظاهرة العلة الهولندية<sup>(25)</sup>، بالإضافة إلى عنصر هام جداً وهو كفاءة الهيكل الإداري وقيادي قسم الاستثمارات الدولية في إدارة (nbim)، حيث يمثل جانب الاستثمار في الصندوق آلية للإيداع (le depot de fonds)، إلى جانب تحويلات الحكومة للصندوق الناجمة عن الفوائض المالية الخاصة بالإيرادات المرتفعة للنفط، وقد عرف الصندوق في بداياته جدلاً كبيراً في الأوساط السياسية والاقتصادية في النرويج، من خلال تداول بعض الأسئلة المرتبطة بـ:<sup>(26)</sup>

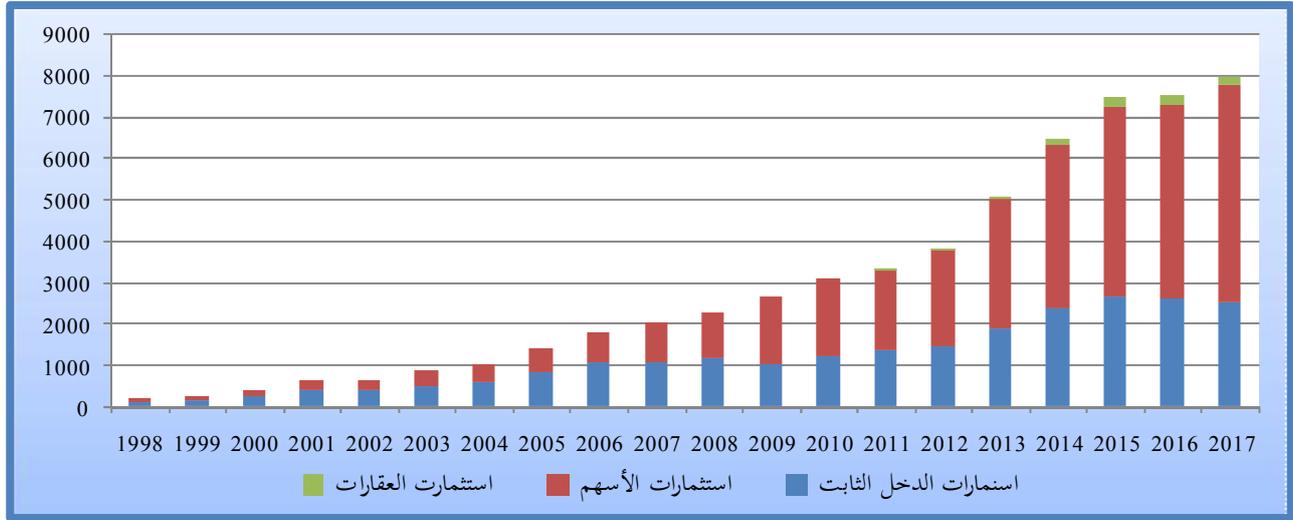
- هل ينبغي للصندوق استثمار أصوله أم الاحتفاظ بها للمستقبل؟
- هل ينبغي للصندوق العمل على تعظيم الأرباح مع تحمل معدلات مرتفعة المخاطر أم لا؟
- ما هي الأسس الواجب مراعاتها في أخلة استثمارات الصندوق؟

وعلى العموم فقد اعتمد صندوق المعاشات الحكومية العام على منهجية استثمارية تتميز بالتنوع الجغرافي والقطاعي لمحافظة الاستثمارية.

#### 2-4-1 التوزيع القطاعي للاستثمارات:

تم توزيع المحفظة الاستثمارية لصندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج سنة 2016 كالتالي: تخصيص 62.5% للأسهم بقيمة تقدر بـ 4692 مليار كرونة نرويجية، 34.3% للسندات بقيمة تقدر بـ 2577 مليار كرونة نرويجية، وأخيراً نسبة 3.2% للعقارات بقيمة تقدر بـ 242 مليار كرونة نرويجية<sup>(27)</sup>.

شكل رقم (03): توزيع حصص الاستثمار للفترة (1998-2017) (الوحدة: مليار كرونة نرويجية)



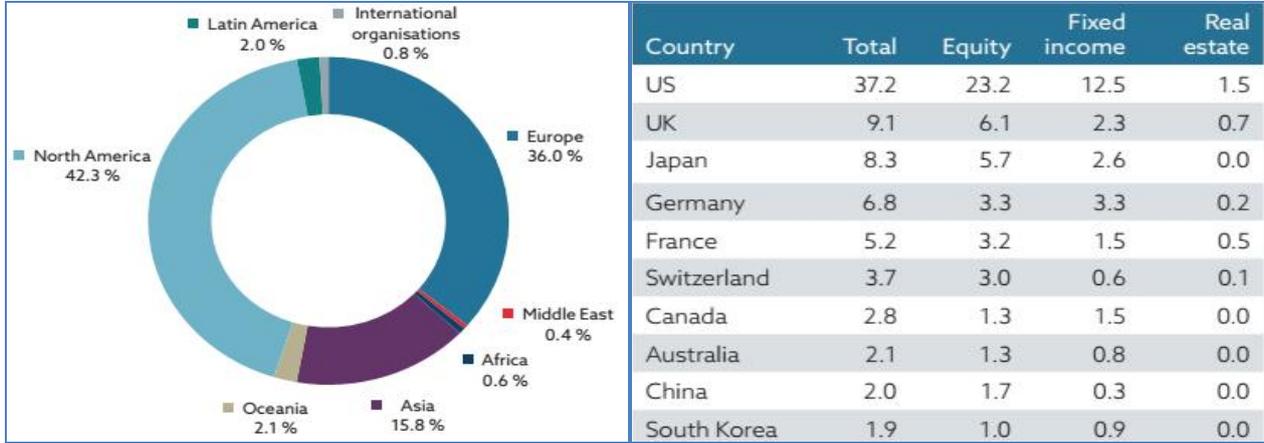
**Source:** norges bank investment management At: <https://www.nbim.no/en/the-fund/market-value/> last accessed 01/01/2018 à 19<sup>h</sup>.24

نلاحظ من خلال الجدول، التوزيع غير المتجانس لتركيبية المحفظة الاستثمارية لصندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج، حيث يركز الصندوق على الاستثمار في جانب الأسهم، حيث بلغ المعدل المتوسط للفترة (2012-2016) بـ 61.55%، بينما نجد أن الصندوق يخصص قيمة 36.39% للاستثمار في السندات، وأخيراً تخصيص معدل 2.49% فقط إلى الاستثمار في العقارات، وقد وزعت المحفظة الاستثمارية في سنة 2017 كالتالي: 31.6 بالمائة لمحفظة السندات، 65.9 بالمائة لمحفظة الأسهم ونسبة 2.5 بالمائة للعقارات<sup>(28)</sup>.

2-4-2 التوزيع الجغرافي للاستثمارات:

يعتمد صندوق المعاشات الحكومي العام على انتشار استثماراته في جميع الأقاليم والمناطق في العالم، لتخفيض حدة المخاطر والأزمات وزيادة العائد، والشكل أدناه يبين توزيع هذه الاستثمارات في نهاية سنة 2016.

شكل رقم (04): التوزيع الجغرافي لحصص الاستثمار في 31 ديسمبر 2016 (الوحدة: %)



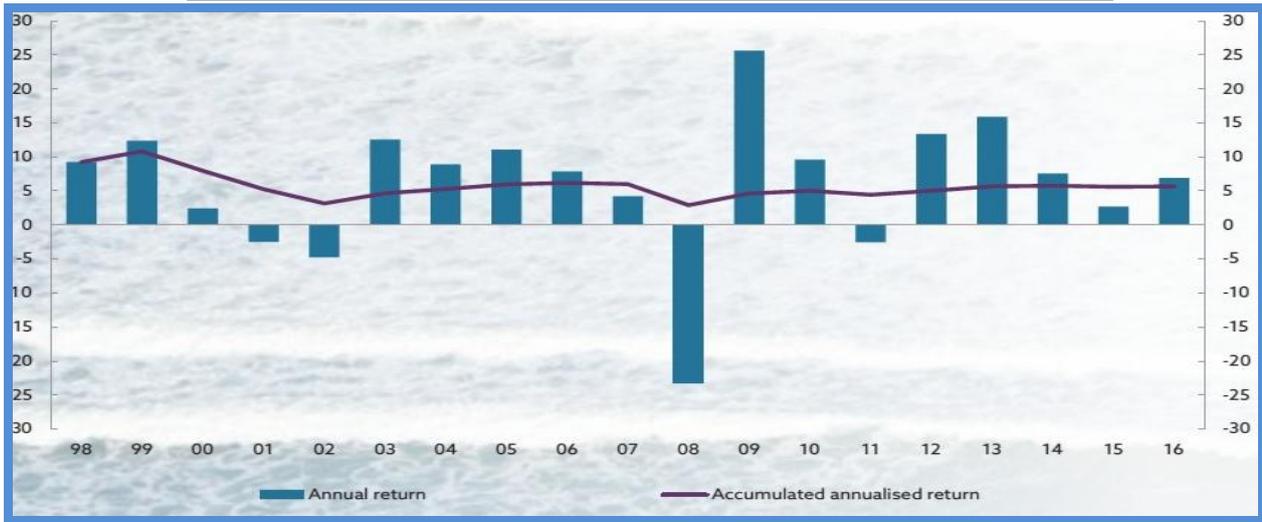
Source: nbim; annual report 2016; p20. At: <https://www.nbim.no/en/transparency/reports/> last accessed 01/01/2017 à 21.55

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه، أن نسبة 42.3% من استثمارات الصندوق مقامة في أمريكا الشمالية في أكثر من 2268 مؤسسة، متواجدة بشكل خاص في الولايات المتحدة الأمريكية بنسبة 37.2%، تليها الاستثمار في أوروبا بـ 36.0% وفي 1881 مؤسسة أوروبية، متواجدة في المملكة المتحدة بـ 9.1% وألمانيا بـ 6.8% فرنسا بـ 5.2% ثم سويسرا بـ 3.7%، كما يخصص الصندوق حصة 15.8% من استثماراته المتواجدة في آسيا، من خلال 3898 مؤسسة وبشكل خاص في اليابان بنسبة 8.3% والصين 2.0% وكوريا الجنوبية بـ 1.9%، كما نلاحظ أن الصندوق يستثمر في إفريقيا في 196 مؤسسة، ويخصص لها 0.6% من إجمالي استثماراته، كما نجد هذه الاستثمارات مثلاً في الأردن بقيمة 2655 مليون كرونة، تونس المغرب بقيمة مالية قدرت بـ 696 مليون كرونة، 538 مليون كرونة، عمان 309 مليون كرونة، البحرين 257 مليون كرونة<sup>(29)</sup>.

2-4-3 تطور العائد على الاستثمار للصندوق:

بلغت عوائد المحفظة الاستثمارية الخاصة بصندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج سنة 2016 نسبة 6.92%، حسب بيانات التقرير السنوي لسنة 2016 لإدارة (nbim)، والشكل أدناه يوضح تطور العائد للفترة الممتدة من سنة 1998 سنة تأسيس الإدارة المسيرة للصندوق إلى غاية سنة 2016.

شكل رقم (05): تطور العائد على الاستثمار للفترة (1998-2016) (الوحدة: %)



**Source:** nbim; annual report 2016. At: <https://www.nbim.no/en/transparency/reports/> last accessed 01/01/2017 à 21.55

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه، التطورات المتذبذبة لعوائد الاستثمار لدى صندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج منذ سنة 1998 إلى غاية سنة 2016، حيث نلاحظ الانخفاض الشديد للعوائد سنة 2008 والتي وصلت إلى حوالي - 23.31 بالمائة، نتيجة الأزمة المالية العالمية، وتأثر استثمارات الصندوق المنتشرة في العالم، وخصوصاً الأسهم والسندات المدرجة في الأسواق الأوروبية والأمريكية، ثم نلاحظ عودة الأرباح إلى بصورة قوية سنة 2009 إلى أكثر من 25.62 بالمائة، بسبب عودة الثقة في الأسواق وتعافي الأسواق المالية بشكل تدريجي من تداعيات الأزمة، ثم نلاحظ انخفاض للعائد سنة 2011 إلى حدود ناقص 02.54 بالمائة، وهذا ما يفسر التطور البطيء لأصول الصندوق التي انتقلت من 3077 مليار كرونة سنة 2010 إلى 3312 مليار كرونة سنة 2011، وهذا راجع إلى آثار أزمة الديون السيادية الأوروبية على المنطقة، بالإضافة إلى تراجع عائدات محفظة الأسهم بـ 08.84 بالمائة ومحفظة العقارات بـ 04.37 بالمائة، بينما حافظت محفظة السندات على عائد موجب خلال سنة 2011 بـ 07.03 بالمائة، وقد قدر العائد السنوي لاستثمارات الصندوق سنة 2016 بـ 6.92% مرتفعاً عن سنة 2015 التي قدر فيها العائد بـ 2.74%، ومنخفضاً عن سنة 2014 التي وصل فيها العائد إلى 7.58%، وعلى العموم فقد قدرت أرباح الصندوق المجمعة منذ سنة 1998 إلى سنة 2016 بـ 5.70 بالمائة بعد استبعاد التضخم وتكاليف الإدارة، والشكل أدناه يوضح تطور أرباح الصندوق على فترات مختلفة.

شكل رقم (06): تطور العائد على الاستثمار للفترة (1998-2016) (الوحدة: %)

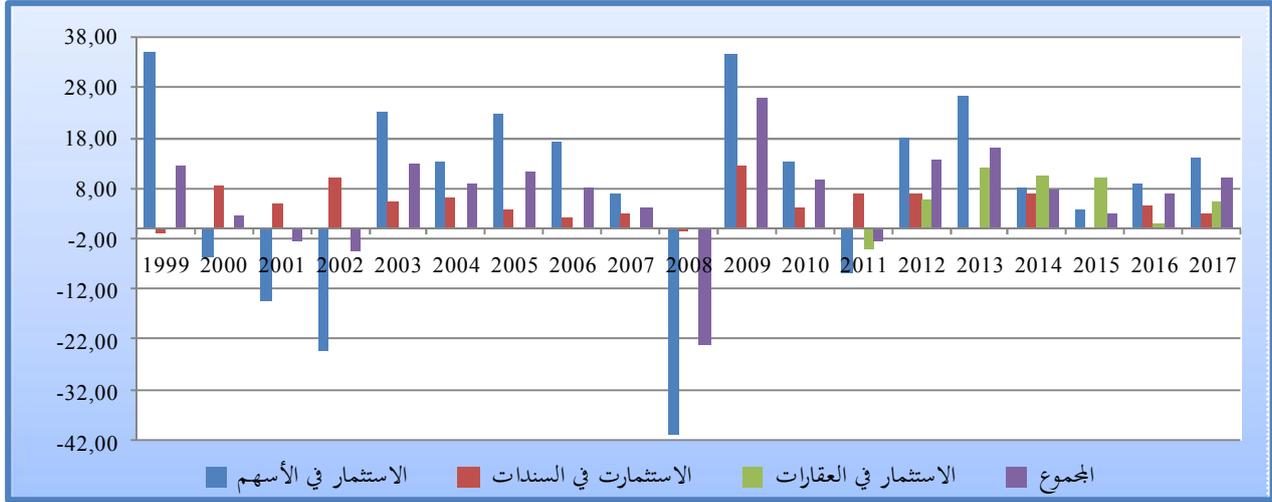
	Since 01.01.1998	Last 10 years	Last 5 years	Last 3 years	2016
Return on fund (percent)	5.70	5.25	9.22	5.72	6.92

**Source:** nbim; annual report 2016; p18. At: <https://www.nbim.no/en/transparency/reports/> last accessed 01/01/2017 à 21.55

أما عن تطورات العائد لمختلف شرائح المحفظة الاستثمارية لصندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج، فنلاحظ ارتفاع العائد على الاستثمار في الأسهم (Equity Investments)، والذي قدر سنة 2016 بـ 8.72 بالمائة يليه العائد على السندات (Fixed-Income Investments) بـ 4.32 بالمائة، وأخيراً عائد الاستثمار في العقارات (Real Estate Investments) بـ 0.78 بالمائة، الذي تم الاستثمار بها بداية من سنة 2011، من خلال شراء ملكيات في شارع ريجنت في

العاصمة البريطانية لندن (London's Regent Street)<sup>(30)</sup>، والجدول أدناه يوضح تطور العائد للاستثمارات المختلفة للصندوق.

شكل رقم (07): تطور العائد على الاستثمار في القطاعات للفترة (1998-2017) (الوحدة: %)



**Source:** norges bank investment management At: <https://www.nbim.no/en/the-fund/return-on-the-fund/> last accessed 01 /01/2018 à 19<sup>h</sup>.24

نلاحظ من الشكل أعلاه، التشتت الكبير على عائد محفظة الأسهم، حيث تسجل أعلى قيمة لها سنة 1999 بـ 34.81% وأدنى قيمة لها سنة 2008 بنسبة -40.71%، كما تنتقل من الحالة الموجبة إلى الحالة السالبة من سنة إلى أخرى، حيث نجد أن الانحراف المعياري لعائد الاستثمار في الأسهم يساوي 19.53 وهو معدل مرتفع، وهذا راجع لتحمل الأسهم الريح والخسارة في الأسواق، مقارنة بالانحراف المعياري (ecartype) لمحفظة الاستثمار في الأصول الثابتة المقدر بـ 5.82، كما نلاحظ من الشكل التشتت الضعيف لمحفظة الاستثمار في السندات، والمقدرة عند حساب الانحراف المعياري للسلسلة بـ 3.60.

وعليه يمكننا الاستنتاج بأن الاستثمار في الأسهم عالي الفوائد وعالي المخاطر في نفس الوقت، لذلك من الممكن أن يكون اختياراً صائباً لصناديق الثروة السيادية ذات غرض الادخار، وأن الاستثمار في السندات والعقارات يتميز بمعدلات فائدة منخفضة ومستوى مخاطر منخفض، لذلك فهو يناسب استراتيجيات الاستثمار لصناديق الثروة السيادية ذات غرض الاستقرار التي تسعى إلى الحصول على سيولة عالية ومخاطر منخفضة.

شكل رقم (08): تطور العائد على الاستثمار لمختلف العملات للفترة (1998-2016) (الوحدة: %)

	Since 01.01.1998 Annualised figures	2016	2015	2014	2013	2012
US Dollar	5.78	4.83	-2.13	0.52	14.77	14.42
Euro <sup>1</sup>	6.01	7.97	9.02	14.47	9.81	12.66
British Pound	7.43	25.05	3.54	6.78	12.63	9.39
Norwegian Krone	6.69	1.95	15.54	24.23	25.11	6.70
Currency basket	5.70	6.92	2.74	7.58	15.95	13.42

**Source:** nbim; annual report 2016; p18. At <https://www.nbim.no/en/transparency/reports/> last accessed 01/01/2017 à 21.55

نلاحظ من الشكل أعلاه، ارتفاع العائد للاستثمارات المقومة بالجنية الإسترليني بـ 7.43% للفترة (1998-2016)، حيث سجل سنة 2016 عائدات قدرت بـ 25.05%، تليها الاستثمارات المقومة بالعملة المحلية بقيمة 6.69% لنفس الفترة، ثم استثمارات منطقة اليورو بنسبة تقدر بـ 6.01%، وأخيراً الاستثمارات المقومة بالدولار بقيمة 5.78%.

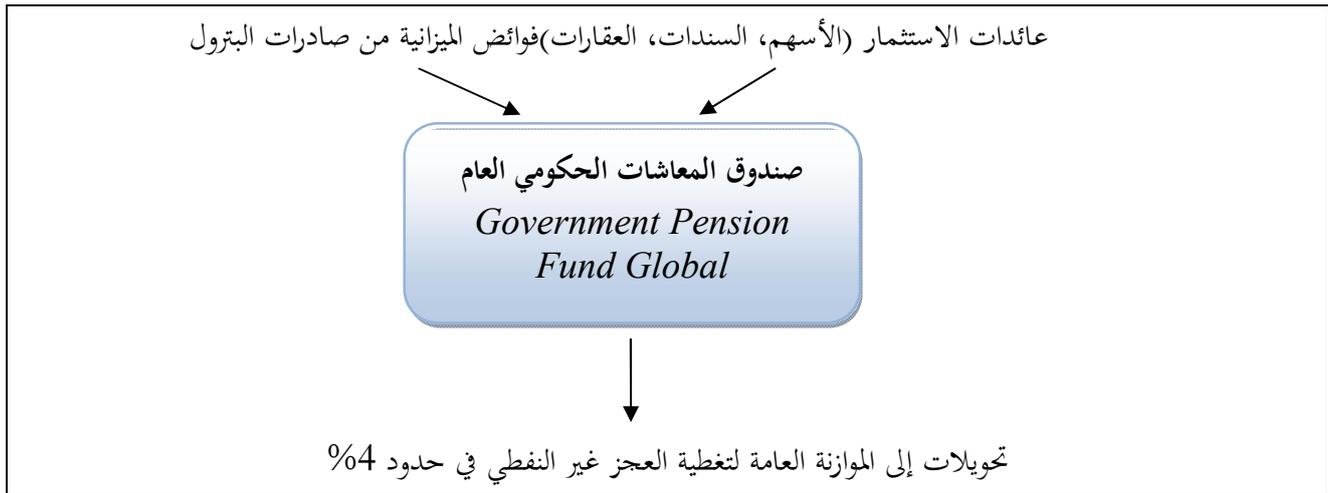
### ثالثاً: آلية تمويل عجز الموازنة في صندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج

من بين أهداف صندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج، هو تمويل الميزانية العامة في البلاد، من خلال تحويل قيمة ثابتة لتمويل العجز غير النفطي، والمحددة بـ 04 بالمائة من رصيد الصندوق، وفي هذا الصدد نحن بصدد دراسة آلية الاقتطاع من الصندوق الموجه للموازنة (le retrait de fonds).

### 1-3 طريقة تمويل عجز الموازنة للصندوق:

تعتمد الحكومة في النرويج على قاعدة هامة في تمويل عجز الميزانية السنوية من صندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج، تسمى بقاعدة الميزانية (règle budgétaire) الخاصة بالدول الغنية بالموارد الطبيعية كالبترول والغاز الطبيعي، بناء على شروط خاصة أهمها أن يكون العجز المسجل غير مرتبط بقطاع النفط<sup>(31)</sup>، إلى جانب تحويل قيمة محددة تقدر بـ 04% فقط كحد أقصى من الصندوق لتمويل العجز المخطط للميزانية، والشكل التالي يوضح أهم العمليات التي يقوم بها الصندوق.

شكل رقم (09): أهم العمليات المالية التي يقوم بها صندوق المعاشات الحكومي العام في النرويج



**Source:** David Chambers, Elroy Dimson, And Antti Ilmanen; the Norway model; the journal of portfolio management; winter2012; page n°69.

تطبق النرويج منذ سنة 2001 عندما أعلن عن المبادئ التوجيهية للسياسة النقدية، قاعدة توازن الميزانية (Règle d'équilibre budgétaire) المبنية أساساً على تحديد مسبق للعجز المسموح به غير النفطي المقدر بـ 04 بالمائة، يتم من خلاله تعديل حصة النفقات مع حصة الواردات<sup>(32)</sup>، والتساؤل الذي يتبادل إلى ذهن الباحث هو سبب تحديد نسبة 04 بالمائة موجهة للميزانية؟ وفي الحقيقة هناك عدة أسباب لذلك من بينها:<sup>(33)</sup>

- أن نسبة 04 بالمائة مبنية على توقعات نسبة العائد لاستثمارات صندوق المعاشات الحكومية العام.
- تعتبر العملية قيد حقيقي في وجه الحكومة، حيث يسمح هذا القيد من تفادي المغالاة والتبذير في النفقات والسماح بمعدلات عجز مرتفعة، جراء القيام ببرامج حكومية جديدة.

- إن ارتفاع إيرادات القطاع النفطي يسمح بارتفاع سعر الصرف العملة المحلية والتأثير على باقي القطاعات الاقتصادية الأخرى، مما يؤثر على مستويات المعيشة وظهور آثار العلة الهولندية « syndrome hollandais ».
  - حماية أصول الصندوق في معدلات مرتفعة بهدف الحفاظ على الثروة للأجيال المستقبلية أو ما يعرف بمصلح العدالة بين الأجيال الحاضرة والمستقبلية «Intergenerational Equity».
  - دمج أهداف الصندوق مع أهداف السياسة المالية من خلال التخفيض من حجم النفقات العامة.
- لكن المشكلة التي يتلقاها الصندوق في هذا الإطار، هو أن كلما زاد حجم صندوق المعاشات الحكومي العام في الأجل الطويل كلما أصبح حجم التحويل المقدر بـ 04 بالمائة يصبح أكبر، وعليه يزيد بشكل غير مباشر من حدود العجز ومن ثم يقودنا إلى زيادة غير مبررة في الإنفاق، وعليه يصبح ثبات قيمة التحويلات غير فعال في الصندوق، وهذا ما حذر منه البنك الدولي في أن 04 بالمائة من الإنفاق سيصبح كبيراً جداً في السنوات القادمة<sup>(34)</sup>.

### 2-3 تطور رصيد الميزانية السنوية في النرويج:

تعتمد ميزانية دولة النرويج على قطاع النفط في تحصيل الإيرادات، شأنها شأن العديد من الدول الريعانية والتي تحصل على إيرادات ضخمة أثناء ارتفاع أسعار النفط في الأسواق العالمية، حيث شكلت إيرادات النشاطات البترولية نسبة 27.14 بالمائة إلى إجمالي إيرادات الموازنة سنة 2014<sup>(35)</sup>، والجدول أدناه يشرح تفصيلات أكبر على الميزانية العامة في النرويج.

#### جدول رقم (05): تفصيلات الموازنة السنوية النرويجية للفترة (2014-2016) (الوحدة: مليون كرونة)

البيان	2014	2015	2016	2017
إجمالي إيرادات الموازنة	1274225	1331514	1.158.390	1.180.571
إيرادات الموازنة للنشاطات البترولية	345946	341955	149.671	163.771
إيرادات الموازنة خارج النشاطات البترولية	928279	989559	1.008.719	1.016.800
إجمالي نفقات الموازنة	1121445	1201784	1.249.234	1.301.806
نفقات الموازنة للنشاطات البترولية	37002	38000	28.000	25.500
نفقات الموازنة خارج النشاطات البترولية	1084443	1163784	1.221.234	1.276.30
فائض الموازنة قبل تحويلات صندوق المعاشات الحكومية العام	152780	129730	90.845-	121.235-
صافي التدفقات النقدية للنشاطات البترولية	308944	303955	121.671	138.271
فائض أو عجز الموازنة خارج القطاع البترولي	156164-	174225-	212.516-	259.506-
تحويلات صندوق المعاشات العام	156.164	174.225	212.516	259.506
فائض الموازنة	0	0	0	0
التخصيص الصافي إلى صندوق المعاشات العام	152780	129730	90.845-	121.235-
مداخيل صندوق المعاشات العام	161700	178300	200.100	207.500
فائض الموازنة العامة وصندوق المعاشات العام	314480	308030	109.255	86.265

**Source:** Norwegian ministry of finance; budget 2015; budget 2017; page n°03 at. <http://www.statsbudsjettet.no/statsbudsjettet-2017/english/> last accessed 16/04/2017 à 23<sup>h</sup>.32.

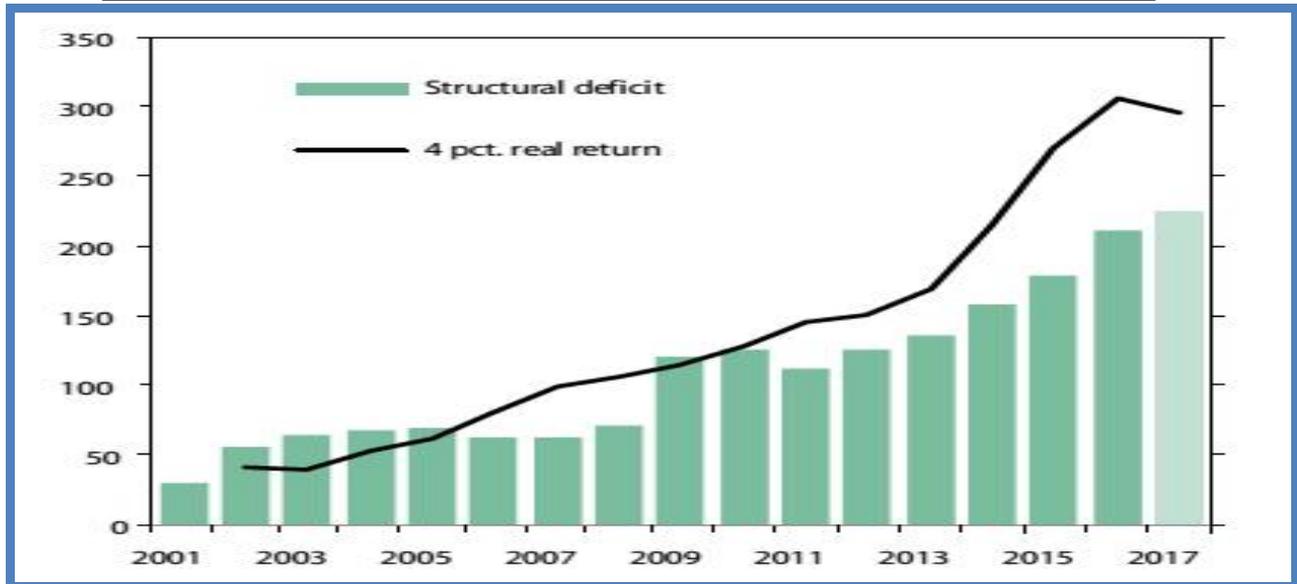
نلاحظ من الجدول أعلاه، تراجع في إيرادات الحكومة من 1331514 مليون كرونة سنة 2015 إلى 1180571 مليون كرونة سنة 2017، حيث هذا الانخفاض بالأساس إلى تراجع إيرادات الموازنة للنشاطات البترولية من 34195 مليون كرونة سنة 2015 إلى 163.771 مليون كرونة سنة 2017، نتيجة تراجع أسعار النفط في الأسواق الدولية. كما نلاحظ تطور العجز الموازني لفترة الدراسة (2014-2017)، حيث انتقل من -156.164 مليون كرونة نرويجية سنة 2014 إلى -259.506 مليون كرونة نرويجية سنة 2017، وقد استطاع صندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج أن يؤمن هذه المبالغ المقدرة حسب القانون بـ 04 بالمائة، حيث أن قيم العجز الموازني المغطاة في جميع سنوات الدراسة تتراوح ما بين 2.42 بالمائة سنة 2014 إلى 3.26 بالمائة سنة 2017 كأقصى قيمة مسجلة.

ففي عام 2017 بلغ إجمالي نفقات الموازنة 1301806 مليون كرونة نرويجية في حين وصلت إيرادات الميزانية إلى 1180571 مليون كرونة نرويجية، وهو ما شكل عجزاً في حدود -121235 مليون كرونة، كما أن القيمة المحولة من الصندوق والتي قدرت بـ 259506 مليون كرونة لا تمثل سوى 19.9 بالمائة من مجمل النفقات و 21.98 بالمائة من الإيرادات، كما أن القيمة المحولة من الصندوق إلى إجمالي أصوله المقدرة بـ 7952 مليار كرونة نرويجية مثلت نسبة 3.26 بالمائة وهو ما يتوافق مع الطرح السابق، وعليه يمكننا القول أن عائدات صندوق المعاشات الحكومية العام في النرويج قادرة على مجابهة تحديات انخفاض أسعار النفط دون أن يكون لها أي تأثير سلبي على الاقتصاد.

### 3-3 كفاءة الصندوق في تمويل عجز الميزانية:

يعتبر صندوق المعاشات الحكومي العام في الصندوق أداة هامة تهدف إلى تمويل عجز الميزانية في النرويج، خاصة في السنوات الأخيرة التي عرفت تراجعاً حاداً في مداخيل قطاع النفط، حيث أشارت التقارير أن سنة 2016 عرفت لأول تجاوز مسحوبات الصندوق البالغة 212.5 مليار كرونة<sup>(36)</sup> عائداته التي وصلت إلى 35.30 مليار كرونة<sup>(37)</sup>.

#### جدول رقم (10): تمويل الصندوق لعجز الميزانية للفترة (2001-2017) (الوحدة:مليار كرونة)



**Source:** Norwegian ministry of finance; budget 2017; page n°05 at. <http://www.statsbudsjettet.no/statsbudsjettet-2017/english/> last accessed 16/04/2017 à 23<sup>h</sup>.32.

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه، قدرة الصندوق العالية في تمويل العجز الهيكلي غير النفطي، فقط إذا استثنينا خمس سنوات وهي (2002-2003-2004-2005-2009)، حيث عرفت هذه السنوات تجاوز معدل العجز لقيمة 04 بالمائة المحددة، أما بقية سنوات الدراسة فنلاحظ تجاوز النسبة المحددة لمعدل العجز الهيكلي، وهذا إن دل على شيء فإنما يدل على ارتفاع موجودات الصندوق، والتي انتقلت من 3312 مليار كرونة سنة 2011 إلى 7952 مليار كرونة نرويجية سنة 2017، إذا افترضنا بقاء نسبة النمو على حالها من تاريخ 01 جانفي 1998 إلى غاية سنة 2016 المقدرة بـ 05.70 بالمائة، فإن أصول الصندوق ستنتقل من 7510 مليار كرونة نرويجية سنة 2016 إلى 16318 مليار كرونة نرويجية في آفاق سنة 2030 (من إعداد الباحث، انطلاقاً من أصول قدرها 7510 مليار كرونة سنة 2016 ومعدل نمو قدره 5.70 بالمائة).

وعليه فإن الصندوق سيحافظ على الثروة للأجيال المستقبلية في البلاد، كما نلاحظ كذلك من الشكل أعلاه، أنه حتى وإن كان مستوى التحويل من الصندوق يتجاوز بكثير مستوى العجز الهيكلي المسجل في الميزانية، إلا أن الحكومة لم تقم بأي إجراء من شأنه مضاعفة التكاليف المغطاة من صندوق المعاشات الحكومي العام في النرويج، وهو دليل على أدوات الضبط المالي التي تتميز به النرويج.

#### خاتمة:

لقد استطاعت النرويج أن تحقق نجاحاً اقتصادياً ملحوظاً على الصعيد العالمي بشكل عام، وداخل منظمة التنمية والتعاون الاقتصادي (OCDE) بشكل خاص، حيث تمكنت النرويج من عزل الاقتصاد المحلي عن الآثار السلبية لاستغلال الموارد الطبيعية النفطية أو ما يطلق على تسميتها بـ « malédiction des ressources naturelles » أو « hollandais syndrome »، وهذا من خلال تأسيس صندوق المعاشات الحكومية العام سنة 1990، حيث تمكن الصندوق من تحقيق هدفين رئيسيين، الهدف الأول قصير المدى يتضمن ضمان ديمومة استقرار الموازنة العمومية في الدولة، والهدف الثاني هدف طويل المدى يتعلق بتكوين وتجميع ثروة حقيقة لصالح الأجيال المستقبلية، وهذا اعتماداً على مجموعة من الميكانيزمات.

#### النتائج: من بين نتائج الدراسة:

- تتميز النرويج بتجربة متميزة في صندوق المعاشات الحكومي العام، وهو من نوع صناديق السيادة النفطية الهادفة إلى الاستقرار والادخار، وقد سجل الصندوق تطورات هامة في مستوى العائد والأصول.
- يتميز الصندوق بأسلوب منفرد من الرقابة والحوكمة الفعالة وعلى نظام استثمارات يراعي الجانب الأخلاقي.
- يعود نجاح الصندوق على الصعيد الدولي إلى الانضباط المالي الكبير للصندوق وإتباعه لمستويات عالية من الشفافية.
- يعتمد هيكل التنظيمي للصندوق على كوادرات بشرية مؤهلة مكنته من اقتحام الأسواق الخارجية.
- يقوم الصندوق باستراتيجيات استثمارية مبنية على تعظيم العائد وتقليل المخاطر، كما تتوزع استثمارات الصندوق في أنحاء متفرقة من العالم ويستثمر في أدوات استثمارية متفرقة.
- يعمل الصندوق على تمويل عجز الميزانية غير النفطي في حدود 04 بالمائة، وهو أسلوب مبني على قاعدة الميزانية ( règle budgétaire).
- رغم تطور عجز الميزانية السنوية في النرويج الذي يرجع بالأساس إلى الانخفاض في إيرادات الموازنة للنشاطات البترولية، إلا أن الصندوق بقي محافظاً على النسبة القانونية المحولة للميزانية.
- يستطيع صندوق المعاشات الحكومية العام من الاحتفاظ بالثروة للأجيال القادمة أو ما يسمى بالعدالة بين الأجيال.

التوصيات: يمكننا إيجاز التوصيات التي تحملها هاته الدراسة والتي تكون بمثابة توجيهات لبقية صناديق الثروة السيادية الأخرى، الناتجة عن المورد الطبيعي كالنفط والغاز الطبيعي، المعادن...نجد:

- يستلزم بناء صندوق لتسيير ثروة الموارد الطبيعية وجود هيكل مؤسسي قوي يوضح المسؤوليات وأدوات الرقابة.
- لا بد من تحديد أهداف الصندوق بدقة كالأستقرار، الادخار، التنمية، الأستثمار، حتى لا تتداخل تلك الأهداف في رسم استراتيجيات الصندوق السيادي.
- يجب حوكمة عمليات الإيداع والاقطاع من أصول الصندوق الموجهة للميزانية العمومية.
- يجب بناء هيكل تنظيمي ذو كفاءة عالية قادرة على معرفة خبايا الأستثمار وذو كفاءة استثمارية في ميدان الأسهم والسندات...
- عزل مجال الإنفاق عن التمويل من صندوق الثروة السيادية بقوانين ولوائح تنظيمية وتقييد ذلك بحجم محدد لتمويل عجز الميزانية.

#### قائمة المراجع:

- (1) Andrew Rozanov; who holds the wealth of nations? State global advisors SSGA; august 2005; page n°01; at. :[http://www.ssga.com/library/esps/Who\\_Holds\\_Wealth\\_of\\_Nations\\_Andrew\\_Rozanov\\_8.15.05REVCCR11145995576.pdf](http://www.ssga.com/library/esps/Who_Holds_Wealth_of_Nations_Andrew_Rozanov_8.15.05REVCCR11145995576.pdf)
- (2) Brad w setser; Rachel ziembra; working paper GCC sovereign funds: reversal of fortune; council foreign relations; centre for geoeconomic studies; Washington January 2009; page n°02.
- (3) Norwegian ministry of finance; budget 2015; budget 2017page n°03 at. <http://www.statsbudsjettet.no/statsbudsjettet-2017/english/>
- (4) sovereign wealth funds institute at: <https://www.swfinstitute.org/fund-rankings/> .
- (5) ibid.
- (6) Richard pomfret; sovereign wealth funds in resource-rich countries; October 2008; P02.at: <http://siteresources.worldbank.org/INTMONGOLIA/Resources/PomfretBackgroundNotesUB.PD>
- (7) محمد حسن الجبوري وآخرون، التجربة النفطية في النرويج وإمكانية تطبيقاتها في العراق، مجلة الإدارة والاقتصاد، المجلد الثالث، العدد العاشر، العراق، دون سنة نشر، ص151.
- (8) David Chambers, Elroy Dimson, And Antti Ilmanen; The Norway Model; The Journal Of Portfolio Management; Winter2012; P68.
- (9) Richard pomfret; op.cit; P02.
- (10) International monetary fund; Sovereign wealth fund; A work agenda; working paper; Washington DC ; February 29, 2008, page n°26.at: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/022908.pdf>
- (11) Alain demarolle; rapport sur les fonds souverains; ministère de l'économie des finances et de l'emploi 2008; page n°04. Sur: <http://www.ladocumentation française.fr/var/storage-publics/084000299.pdf>
- (12) Benjamin J. Richardson; Sovereign Wealth Funds and the Quest for Sustainability: Insights from Norway and New Zealand; Nordic Journal of Commercial Law ; issue 2011#2; P05-06.at [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1972382](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1972382)
- (13) ibid; P05-06.
- (14) Richard pomfret; op.cit; P02.
- (15) David Chambers, op.cit; P68.
- (16) David Chambers, Elroy Dimson, And Antti Ilmanen; op.cit; P68.

- (17) NBIM; annual report 2016; P63.
- (18) Richard pomfret; op.cit; P03.
- (19) Danyel Reiche; Sovereign Wealth Funds as a New Instrument of Climate Protection Policy? Study of Norway as a Pioneer of Ethical Guidelines for Investment Policy; No. 173e·Dezember 2008; P14.
- (20) Benjamin J. Richardson; op.cit; P06.
- (21) Benjamin J. Richardson; op.cit; P16.
- (22) Caroline Bertin delacour; les fonds souverains (ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale); les échos éditions ; groupe eyralles2009; page n°195.
- (23) Le figaro; Norvège: le fonds souverain bannit 10 groupes; le figari.fr économie; vu le 11 avril 2017 à 22<sup>h</sup>.49m ; sur <http://www.lefigaro.fr/flash-éco/2017/03/07/97002-20170307filwww00147-Norvège-le-fonds-souverain-bannit-10-groupes.php>.
- (24) Marie-Claire Aoun and Quentin Boulanger; The new challenges for oil-based sovereign wealth funds; note de l'ifri OCP Policy Center; February 2015; page n°10.
- (25) محمد حسن الجبوري وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 149.
- (26) Richard pomfret; op.cit; P03.
- (27) ibid.; P63.
- (28) norges bank investment management at: <https://www.nbim.no/en/the-fund/market-value/>
- (29) norges bank investment management; annual report 2016; P29.
- (30) David Chambers, Elroy Dimson, And Antti Ilmanen; op.cit;P72.
- (31) Andrew Bauer; La gestion des fonds de ressources naturelles : comment assurer des retombées pour tous ;Natural Resource Governance Institute et Columbia Center on Sustainable Investment ; 2014 ; p52.
- (32) محمد حسن الجبوري وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 152.
- (33) ibid; p54.
- (34) David Chambers, Elroy Dimson, And Antti Ilmanen; op.cit; P69.
- (35) Norwegian ministry of finance; budget 2015; budget 2017; page n°03 at. <http://www.statsbudsjettet.no/statsbudsjettet-2017/english/> last accessed 16/04/2017 à 23<sup>h</sup>.32
- (36) Norwegian ministry of finance; budget 2015; budget 2017; page n°03 at. <http://www.statsbudsjettet.no/statsbudsjettet-2017/english/> last accessed 16/04/2017 à 23<sup>h</sup>.32
- (37) norges bank investment management at: <https://www.nbim.no/en/the-fund/market-value/> last accessed 01/01/2018 à 19<sup>h</sup>.24