

صناديق الثروة السيادية .. إدارة الثروة في زمن الأزمات التجربة الإماراتية نموذجا

أ. بعللة الطاهر

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

المركز الجامعي تيبازة

baalatahar@gmail.com

أ. جعفري عمار

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

جامعة غرداية

djafriammar@gmail.com

الملخص :

في ظل التطورات الاقتصادية الدولية التي تشهدها الدول النفطية عموما والدول العربية على وجه الخصوص أصبح التنويع الاقتصادي ضرورة حتمية لمواجهة ما قد يحدث من أزمات اقتصادية طارئة والوصول إلى معدلات أعلى للنمو الاقتصادي وتحقيق تنمية مستدامة ، إن تحقيق هذه الأهداف يتطلب جملة من البدائل والآليات لعل أهمها صناديق الثروة السيادية التي تمتلكها الدول ذات الفوائض المالية المعتبرة، لذلك سنحاول من خلال هذه الورقة إبراز مدى مساهمة هذه الصناديق في مواجهة أزمة انخفاض أسعار النفط وتحقيق تنوع اقتصادي مستدام.

الكلمات المفتاحية: الصناديق السيادية ، أزمة انخفاض أسعار النفط ، صندوق أبو ظبي للاستثمار، صندوق ضبط الموارد الجزائري.

Abstract:

In light of the international economic developments in the oil-producing countries in general and the Arab countries, in particular, economic diversification has become inevitable to face what might happen from the economic crises of emergency and access to higher rates of economic growth and sustainable development, said that the achievement of these objectives requires a number of alternatives and mechanisms most important wealth funds need sovereign possessed with prestigious financial surplus nations, will try through this paper is to highlight the contribution of these funds to the achievement of sustainable economic diversification. We will try through this paper is to highlight the contribution of these funds in the face of declining oil price crises to the achievement of sustainable economic diversification.

Key words: sovereign fund, economic crises, the Abu Dhabi Investment Authority, adjust the Algerian Resources Fund

تمهيد :

تواجه المنطقة العربية العديد من التحديات التي أثرت بشكل كبير على بنيتها الاقتصادية وشكلت عائقا أمام فرص النمو المتاحة لهذه الاقتصاديات نتيجة عدد من الاختلالات التي طالت هيكلها الاقتصادي ، وأهم مشكلة أوصلت هذه الاقتصاديات لهذه الحال هي تركيبها الريعية خصوصا في الدول النفطية التي تعتمد على النفط بشكل أساسي في بناء اقتصاداتها ومصادر دخلها بنسبة تجاوزت 90 % ما جعل هذه البلدان عرضة للأزمات الاقتصادية وتراجع في الإيرادات وبالتالي غياب التنمية.

وفي خطوة جادة لمواجهة مثل هذه الأزمات وفي أعقاب الطفرة النفطية الأخيرة لجأت الدول العربية النفطية خصوصا منها الدول الخليجية إلى إنشاء صناديق للثروة السيادية من أجل تنويع مصادر الدخل وتحقيق تنوع اقتصادي مستدام ، ومع أن الاستثمار في هذه الصناديق قد ساعد هذه الدول في الحد من وطأة الأزمة الاقتصادية العالمية وتقلبات أسعار النفط على البلدان المعنية كان لا بد من التأكيد على ضرورة التنويع الاقتصادي المستدام في هذه الدول . من أجل ذلك جاءت هذه الورقة البحثية لتجيب عن الإشكالية التالية:

ما مدى مساهمة صناديق الثروة السيادية في مواجهة أزمة انخفاض أسعار النفط في الدول النفطية عموما، وبدولة

الإمارات العربية على وجه الخصوص، ومحاولة الاستفادة منها في الجزائر؟

للإجابة على هذا الإشكال الرئيس جاءت هذه الورقة على شكل المحاور التالية:

- المحور الأول : صناديق الثروة السيادية كبديل استراتيجي ؛
- المحور الثاني : الصناديق السيادية وأزمة انخفاض أسعار النفط؛
- المحور الثالث: عرض التجربة الإماراتية ومحاولة الاستفادة منها في الجزائر.

المحور الأول: صناديق الثروة السيادية كبديل استراتيجي :

الصناديق السيادية ليست بالظاهرة المالية الجديدة بل يعود تاريخ بعضها إلى عام 1953 عندما أنشأت دولة الكويت هيئة الاستثمار الكويتية ليتوالى على إثرها ظهور صناديق أخرى في كل من سنغافورة والإمارات العربية المتحدة خلال فترة السبعينات من القرن الماضي حين وصلت إلى 53 صندوقا في منتصف سنة 2008 وبلغت 78 صندوقا في فبراير 2016 تتبع خمسين دولة وهو ما أشارت إليه أحدث الإحصائيات الصادرة عن معهد صناديق الثروة السيادية⁽¹⁾

1- تعريف الصناديق السيادية: لا يوجد اتفاق عالمي على ما يمكن اعتباره صندوقا سياديا لذلك اختلفت تقديرات أصول تلك الصناديق مجتمعة سواء آتيا أو مستقبلا ، وعلى سبيل المثال يعرف صندوق النقد الدولي صناديق الثروة السيادية بأنها صناديق أو ترتيبات استثمار عامة ذات أغراض محددة مملوكة للحكومة ، وتحت سيطرتها مهمتها الاحتفاظ وإدارة الأصول لأهداف اقتصادية كلية متوسطة وطويلة الأجل وتلك الصناديق يتم بناؤها من عمليات الصرف الأجنبي أو عوائد عمليات التخصيص أو فوائض المالية العامة أو عوائد صادرات السلع وتطبق تلك الصناديق استراتيجيات استثمار تشتمل على استثمارات في أصول مالية أجنبية ويضم صندوق النقد الدولي في تعريفه هذا صناديق استقرار العائدات وصناديق الادخار وصناديق تمويل التنمية وصناديق التقاعد الحكومية التي ليست لديها التزامات.⁽²⁾

ويمكن تعريف الصناديق السيادية بأنها آلية أو أداة ينشأها بلد لديه فائض مالي تحقق نتيجة فائض الميزان التجاري أو بسبب ارتفاع الإيرادات العامة للدولة وهذا من أجل ادخار أو استثمار هذا الفائض في الداخل أو في الخارج في الأسواق المالية العالمية أو البنوك والمؤسسات المالية الدولية.

2- تصنيفات وأنواع الصناديق السيادية: تصنف الصناديق السيادية تبعا لعدة معايير يمكن تفصيلها كما يلي:

أ- حسب مصادر الدخل:⁽³⁾

-الصناديق الممولة عن طريق المواد الأولية: هي صناديق تكونها الدول المصدرة للمواد الأولية وأساسا النفطية ذلك أنه تطرح أمام هذه الدول إشكالية وتيرة استغلال هذه المواد التي يتسم معظمها بقابلية النضوب ، وما إذا كان من الواجب إبقاء جزء منها في مكانها كحق للأجيال اللاحقة . ولقد وجدت هذه الدول في فكرة الصناديق حلا للمحافظة على نصيب الأجيال في هذه الثروات بحيث يتم إحلال الموارد الطبيعية بشكل آخر من الأصول.

- الصناديق الممولة بفائض المدفوعات الجارية: ذلك أن الحجم الإجمالي العالمي من احتياطات العملات الأجنبية للبنوك المركزية ما فتى في التعاضم بحيث تجاوز 7 تريليون دولار سنة 2008 ولقد تزايد حجمها في سنة 2007 لوحدها ب 1 تريليون دولار وتملك الدول النامية 5/4 هذا المبلغ، ولقد استطاعت الكثير من الدول غير النفطية تحقيق فوائض مالية هامة ، كالصين مثلاً ودولا في أمريكا اللاتينية بفضل تنافسيتها التصديرية على مستوى الأسواق العالمية بما يفيض عن احتياجات الاستثمار المحلي مما دفعها إلى تحويل جزء من هذه الفوائض إلى صناديق سيادية بعد أن وازنت بين الاحتفاظ بها كاحتياطات نقدية أو استثمارها بما يحقق لها عوائد.

- الصناديق الممولة بعوائد الخوصصة: دخلت الكثير من الدول في برامج واسعة الخوصصة القطاع العمومي أدت إلى حصولها على عوائد مالية ضخمة ففي فرنسا مثلاً بلغت عوائد برنامج الخوصصة 24 مليار دولار وفي الجزائر بلغت هذه العوائد خلال أربع سنوات إلى غاية 2008 حجم 16 مليار دولار، وتباين 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 فيها ، وانطلاقاً من كون المؤسسات المخوصصة هي ملك عام لجميع الأجيال يتم تحويل كل أو جزء من عوائد الخوصصة إلى صناديق سيادية.

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

وتعتبر عوائد المواد الأولية خاصة البترول والغاز المصدر الأساسي لأصول أكبر الصناديق السيادية في العالم حيث تمثل الصناديق السيادية الممولة بعوائد المواد الأولية نسبة 3/2 أصول هذه الصناديق فهئة أبو ظبي تدير وحدها 25% من الأصول التي تديرها هذه الصناديق.

ب- وفقا لوظيفة الصندوق:

-صناديق استثمار: من خلال توظيف أصولها بطريقة مباشرة في الأسواق المالية العالمية في شكل قيم منقولة أو بطريقة غير مباشرة من خلال شراء عقارات.

- صناديق ادخار: تقوم بادخار أصولها لدى البنك المركزي أو في المنظمات والمؤسسات المالية الدولية.

- صناديق مختلطة : تقوم بكلا الوظيفتين الاستثمارية والادخارية معا.

ج- وفقا لمجال عمل الصندوق: وتصنف إلى⁽⁴⁾:

-صناديق سيادية محلية: هي صناديق يتركز نشاطها الاستثماري و الادخاري داخل البلد .

-صناديق سيادية دولية : يتركز نشاطها الاستثماري والادخاري خارج البلد.

-صناديق مختلطة: تقوم بأنشطة استثمارية وادخارية داخل البلد وخارجه في نفس الوقت.

د- وفقا لدرجة استقلالية الصندوق تصنف إلى:

-صناديق سيادية غير مستقلة : هي صناديق مداراة بصفة مباشرة من قبل الحكومة ولا تتمتع باستقلالية القرار وتميز معظم هذه الصناديق بعدم خضوعها للرقابة المستقلة والمساءلة والإفصاح.

صناديق سيادية مستقلة نسبيًا: هي صناديق مدارة بطريقة غير مباشرة من قبل الحكومة حيث يتم إشراك جهات أخرى على غرار البنك المركزي والهيئات المستقلة في إدارتها، أهم ما يميزها أنها تتمتع باستقلالية نسبية في اتخاذ القرار، كما أنها تخضع للرقابة المستقلة والمساءلة والإفصاح.

الجدول رقم (01): أكبر عشرة صناديق ثروة سيادية على مستوى العالم:

| الترتيب على مستوى العالم | الدولة | اسم صندوق الثروة السيادي | قيمة الصندوق بالمليار دولار |
|--------------------------|--------------------------|---|-----------------------------|
| 1 | النرويج | صندوق التقاعد الحكومي | 824,9 |
| 2 | الإمارات (أبوظبي) | جهاز أبوظبي للاستثمار | 792 |
| 3 | الصين | شركة الاستثمار الصينية | 764,7 |
| 4 | المملكة العربية السعودية | الأصول الأجنبية لمؤسسة النقد العربي السعودي | 632,3 |
| 5 | الكويت | هيئة الاستثمار الكويتية | 592 |
| 6 | الصين | SAFE شركة سيف للاستثمار | 474 |
| 7 | الصين - هونغ كونج | محفظة الاستثمار التابعة لمؤسسة النقد بمونج كونج | 442,4 |
| 8 | سنغافورة | شركة حكومة سنغافورة للاستثمار | 344 |
| 9 | قطر | هيئة الاستثمار القطرية | 256 |
| 10 | الصين | الصندوق الوطني للضمان الاجتماعي | 236 |

Source : Sovereign Wealth Fund rank, Sovereign Wealth Fund Institute, last updated February 2016, Available on: <http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings>

3- تحولات إدارة الصناديق السيادية :

تصاعدت حدة التحولات الاقتصادية عالمياً مع بداية موجة تراجع أسعار النفط في عام 2014، والذي تراجع بنسبة 60%، واستمر في تراجعه ليكسر حاجز الـ 40 دولاراً/برميل في عام 2015. وطبقاً لتقديرات مجموعة البنك الدولي، فإنه من المتوقع أن يشهد عام 2016 تراجعاً لسعر النفط بمتوسط 27%. أُلقت هذه الأزمة بظلالها على الإيرادات العامة للدول النفطية، فشهد عام 2015 ارتفاع عجز موازنات بعض دول مجلس التعاون الخليجي، وهو ما دفع دول مجلس التعاون الخليجي لمراجعة سياساتها تجاه الصناديق السيادية، وتمثلت أهم التحولات في إدارة الفوائض المالية في الآتي:⁽⁵⁾

1- السحب من الاحتياطات: اتجهت بعض الدول النفطية للسحب من الاحتياطات بهدف تغطية عجز الموازنة العامة، فقامت مؤسسة النقد العربي السعودي، خلال عام 2015 بسحب 70 مليار دولار من إدارتها الخارجية، لدعم الاقتصاد الوطني وتغطية عجز الموازنة، وفقاً لما نشرته فاينشال تايمز Financial Times، وهو ما يمثل اتجاهاً لتعزيز الاستقرار الاقتصادي في مقابل تقليص حجم الاحتياطات المالية.

2- تقليص الاستثمارات الخارجية: اتبعت بعض الدول النفطية سياساتٍ حذرةً هدفها الحفاظ على الفوائض المالية، حيث رصدت بعض التقارير الاقتصادية اتجاه بعض دول مجلس التعاون الخليجي لتقليص حجم استثماراتها الخارجية، حيث قامت الصناديق السيادية الخليجية بسحب 19 مليار دولار أمريكي من استثماراتها في الربع الثالث من عام 2015، وفي تقرير نشرته فاينشال تايمز في ديسمبر 2015، أشارت مصادر اقتصادية أن هناك حجماً من الاستثمارات المسحوبة لم يُكشف عنه بعد؛ بسبب أن بعض الشركات لم تعلن

عن تعاملاتها مع الصناديق السيادية الخليجية. كما شهد قطاع العقارات أكبر الانسحابات خلال العام 2014، حيث خفضت الصناديق الخليجية حوالي 31% من استثماراتها العقارية خارج الإقليم، طبقاً لشركة سي. بي. آر. اي.

3- مضاعفة الأصول المالية : وهو الاتجاه الذي اتخذته السعودية، كاتجاه مختلف عن مثاليه، ومغاير للتوقعات، فقد أعلنت في أبريل 2016 عن مضاعفة حجم صندوقها السيادي ليصل إلى 2 تريليون دولار، وبذلك يتفوق على جهاز أبو ظبي للاستثمار، ويضاهي صندوق النرويج للمعاشات، والصندوق الأمريكي أكبر الصناديق السيادية في العالم، ويأتي هذا الاتجاه متوازياً مع إعلان السعودية لخصخصة شركة أرامكو، أكبر شركة نفط في العالم، وطرح أسهمها للقطاع الخاص، وهو ما يشي بتوجه الدولة لمبادلة الأصول النفطية الوطنية بأصول غير نفطية أجنبية؛ ولاسيما في قطاع تكنولوجيا المعلومات.

4- تنويع الاستثمارات : فرض تراجع أسعار النفط الاتجاه لاستثمارات أقل مخاطرة؛ حيث أكد بعض الخبراء الاقتصاديين أن المملكة العربية السعودية تتجه لاستثمارات متوسطة المخاطر، كما اتجهت إلى تنويع الاستثمارات على مستوى القطاعات، لتتوسع بقطاعات الكيماويات، والنقل البحري، والجوي، أما دولتي الإمارات وقطر فاتجهتا للاستثمار في قطاعات السياحة، والطيران المدني، والمتاجر.

5- إعادة الهيكلة وتصاعد الرقابة : حيث اتجه الصندوق القطري إلى إجراءات إعادة هيكلة لعملية صنع القرار، وأعلن أنه سيزع مستويات مستهدفة لتخصيص الأصول ومراجعة قطاعات الاستثمار والعوائد، واتجه جهاز أبو ظبي للاستثمار لبعض التغييرات المؤسسية، أهمها إغلاق مكتبه في لندن مع إبقاء أنشطته ببريطانيا مستمرة. أما الإجراءات الرقابية فتصاعدت في الكويت؛ حيث شكل البرلمان الكويتي لجنةً للتحقيق في تعاملات هيئة الاستثمار الكويتية.

المحور الثاني : صناديق الثروة السيادية و أزمة انخفاض أسعار النفط:

تشهد كبرى البلدان المصدرة للنفط حالياً عجوزات في موازاتها لأول مرة منذ سنوات نتيجة الهبوط الحاد في أسعار النفط. وتتباطأ معدلات النمو في أصول صناديقها للثروة السيادية التي كانت حتى وقت قريب آخذة في الارتفاع بسرعة كبيرة؛ حتى أن بعضها بدأ يسحب من الاحتياطيات الوقائية. وعلى المدى القصير لا تمثل هذه الظاهرة مصدراً للقلق. فمعظم البلدان المصدرة للنفط لديها احتياطيات وقائية كافية لتحمل هبوط مؤقت في أسعار النفط. ولكن ماذا يحدث لو استمرت أسعار النفط المنخفضة، وكيف سيكون رد فعل صناع السياسات؟



ونبحث هنا عن أسباب وتداعيات أسعار النفط المنخفضة على صناديق الثروة السيادية في البلدان المصدرة للنفط ونخلص إلى أن لها انعكاسات داخلية كبيرة. وسيكون الأثر على أسعار الأصول العالمية مرهونا بمقدار ما سيتعذر تعويضه من أرصدة صناديق الثروة السيادية للبلدان المصدرة للنفط من خلال تعديلات المحافظ الاستثمارية في أنحاء العالم الأخرى.

هناك عدة عوامل ساعدت على تهاكك أسعار النفط، لتهبط في بعض الأحيان إلى ما دون 30 دولارا، وسرعان ما يعاود ارتفاعه مرة أخرى إلى ما دون 30 دولارا للبرميل منذ بداية العام الحالي. وتراهن بعض البيوت المالية على أن سعر البرميل سيصل إلى ما دون 20 دولارا في الفترة المقبلة، بالرغم من أن العوامل المتعلقة بالنفط مباشرة أكثر إيجابية من أي وقت مضى، ولكن استمرار المضاربين من دون أسباب عملية تحاول أن تضعف من سعر النفط.

الأسباب التي أدت إلى انهيار أسعار النفط أصبحت معروفة ومعلومة، وأهمها الفائض النفطي الموجود في جميع المراكز النفطية من المخزون التجاري والاستراتيجي، وقد يفوق 3 ملايين برميل في اليوم حاليا. مع استمرار جميع الدول المنتجة للنفط في مواصلة زيادة إنتاجها قدر الامكان، وبأي سعر. المهم إيجاد منافذ قابلة لتستقبل للاستهلاك. ومنها كذلك تضاعف إنتاج النفط الأمريكي وبقوة، لدرجة أنها أغلقت باب استيراد النفط الخفيف من دول غرب أفريقيا، مما أدى إلى فقدان دول أوبك طلب الأسواق الأمريكية لهذا النوع من النفط.

إضافة إلى ظهور إنتاج الغاز الصخري الذي أتاحتها تكنولوجيا التكسير الهيدروليكي والحفر الأفقي، وقد أضاف هذا المصدر الجديد حوالي 4.2 برميل يوميا إلى سق النفط الخام مما ساهم في حدوث تحمة في المعروض النقدي

هذا، بالإضافة إلى زيادة إنتاج النفط من بقية الدول، مثل روسيا، لتصل إلى أكثر من 10.7 ملايين برميل، والمملكة العربية السعودية عند 10.300، وكندا والعراق، مما خلق تحمة في الأسواق النفطية من دون مقابل من زيادة في الطلب العالمي، خصوصا من الدول الاقتصادية النامية، مثل الصين والهند والبرازيل وبقية دول العالم مع أداء اقتصادي ضئيل، عدا الولايات المتحدة الأمريكية. ومما أضعف أيضا الأسواق النفطية التهديد الإيراني بغزو الأسواق بكميات تفوق المليون برميل من النفط مع نهاية العام الحالي، مما أدى إلى انخفاض يومي في أسعار النفط. بالرغم من التصريحات المطمئنة من الجانب الإيراني بأنه لن يربك الأسواق بانتظام ضخ كميات.

1- تداعيات الانخفاض على أسواق الأصول العالمية :

يتوقف الأثر الكلي لانخفاض أسعار النفط على أسعار الأصول، من بين جملة أمور، على ما إذا كانت البلدان المستوردة للنفط لديها ميل حدي للادخار أقل من البلدان المصدرة للنفط. فهبوط أسعار النفط غالبا ما يؤدي إلى انتقال الثروة من البلدان المصدرة للنفط إلى بلدان آسيا الصاعدة ذات معدلات الادخار المرتفعة - وكذلك إلى العديد من البلدان الأخرى، ومنها الاقتصادات المتقدمة الكبيرة، وبعضها لديه ميل حدي منخفض للادخار. ومن منظور عالمي، نجد أن هذا الأمر يوحى بانخفاض معدلات الادخار العالمية وارتفاع أسعار الفائدة.

ومن المؤكد أن حجم التراجع على وجه الدقة في وفورات صناديق الثروة السيادية للبلدان المنتجة للنفط يتوقف على التغييرات التي ستقوم بها في أرصدة حسابات المالية العامة والحسابات الجارية الخارجية. وسوف تعتمد عمليات سوق صناديق الثروة السيادية على مقدار ما تقتضيه أو ما تسحبه من احتياطاتها المالية الوقائية، بما في ذلك الاحتياطيات في صناديق الثروة السيادية. وقامت المملكة العربية السعودية بإصدار أول سنداتها للديون السيادية منذ عام 2007 للبنوك المحلية من أجل تمويل عجز ماليتها العامة.

وبالإضافة إلى ذلك، فإن صناديق الثروة السيادية للبلدان المصدرة للنفط هي من المجمعات المهمة الحائزة لسندات دين الخزانة الأمريكية وأسهم الصناديق الخاصة. ويتضح من حساباتنا التقريبية أنه في الفترة التي سبقت انخفاض أسعار النفط كان من المتوقع أن تسجل دول مجلس التعاون الخليجي وحدها فائضا مجمعا في حسابات المالية العامة يبلغ نحو 100 مليار دولار في 2015 وحوالي 200 مليار دولار بين عامي 2015 و2020، لكن من المرجح حاليا أن تسجل عجزا مجمعا قدره 145 مليار دولار في 2015 وأكثر من 750

مليار دولار بين عامي 2015 و2020. وتشير هذه التوقعات إلى تغيير صافي الأصول المتاحة لصناديق الثروة السيادية في دول مجلس التعاون الخليجي وحدها قدره 250 مليار دولار في 2015 و950 مليار دولار بين عامي 2015 و2020. وإذا أخذنا في الاعتبار التشديد المتوقع في السياسة النقدية الأمريكية - وخاصة إزاء خلفية المخاوف المحيطة بسيولة السوق، وزيادة العزوف عن المخاطر، واستمرار تراجع حيازات الاحتياطيات لدى بعض الأسواق الصاعدة - فمن المرجح أن تتأثر الأسواق المالية مباشرة بالتغير الكبير في مسار مراكمة الأصول في صناديق الثروة السيادية. وقد أوضحت دراسة أجراها خبراء اقتصاديون في بنك الاحتياطي الفيدرالي أنه في حالة انخفاض التدفقات الرسمية الأجنبية إلى سندات الخزنة الأمريكية في أي شهر بمبلغ قدره 100 مليار دولار، سوف ترتفع أسعار الفائدة على سندات الخزنة لمدة خمسة أعوام بنحو 40 إلى 60 نقطة أساس في الأجل القصير، بينما يصل الأثر على المدى الطويل إلى قرابة 20 نقطة أساس.

2- تداعيات الانخفاض على الدول النفطية

ماذا يعني كل ذلك بالنسبة لمراكمة الثروة السيادية في البلدان المصدرة للنفط، على الأقل في الأجل المتوسط؟ من المرجح أن تختبر بيئة أسعار النفط المنخفضة قوة العلاقة بين الحكومات في البلدان المصدرة للنفط وصناديقها للثروة السيادية. فبدون تنفيذ تخفيضات في النفقات العامة سوف تكون تحويلات الحكومات على الأرجح إلى هذه الصناديق أقل من سابق الحال. وفي الوقت نفسه، من المحتمل أن تزداد ضغوط السحب من أصول صناديق الثروة السيادية، ووفقاً لتقديراتنا لن تدوم الاحتياطيات المالية الوقائية في البلدان المصدرة للنفط في الشرق الأوسط، باستثناء الإمارات العربية المتحدة وقطر والكويت، لأكثر من 25 عاماً في ظل خطط المالية العامة الحالية والتوقعات بالنسبة لأسعار النفط. فسوف تنفذ هذه الاحتياطيات في البحرين واليمن في غضون العامين القادمين، بينما ستنفذ الاحتياطيات الوقائية في معظم البلدان الأخرى خلال أربعة إلى سبعة أعوام. وحتى رغم استمرار قدرة الحكومات في هذه البلدان المصدرة للنفط على الاقتراض لتمويل إنفاقها فمن الأفضل لها على الأرجح شد الأحزمة إذا ما أرادت أن تحقق الهدف المزدوج من توخي العدالة في تقاسم الثروة النفطية مع الأجيال القادمة وتحقيق الاستقرار الاقتصادي.

3- تداعيات انخفاض أسعار النفط على الدول الخليجية:

أعلنت غالبية الدول الأعضاء في مجلس التعاون الخليجي عن عجز في موازنتها في العام 2016، إذ أصبح من المتعذر للعديد منها الاستمرار في معدلات الإنفاق السابقة في ظل تدني الأسعار إلى حوالي 36 دولارًا للبرميل. وعلى هذا المنوال أعلنت المملكة العربية السعودية - صاحبة أكبر اقتصاد عربي وخليجي - عن ميزانية متحفظة على أساس سعر 37 دولارًا للبرميل، وهي الأكثر تحفظاً منذ ما لا يقل عن 10 سنوات، بيد أنها بما تحتفظ به من احتياطيات أجنبية تبلغ حالياً 640 مليار دولار يمكنها استيعاب هذا التراجع ولسنوات عديدة شأنها شأن دول خليجية أخرى تتمتع بأرصدة نقدية كبيرة في صناديق الثروة السيادية لديها. والتي وصلت في الإمارات العربية المتحدة (جهاز أبو ظبي للاستثمار) عند 450 مليار دولار، وفي الكويت تقدر صناديق الثروة السيادية فيها عند 220 مليار دولار، بينما وصلت في قطر إلى 66 مليار دولار، في حين تعد الأدنى في مملكة البحرين (ممتلكات) عند 6 مليار دولار. إن انكماش الأسعار وتراجع الإيرادات دفع بالدول الخليجية إلى إعادة النظر في سياسات دعم المحروقات التي تستنزف الكثير من موازنتها بما يؤدي إلى الترشيد العقلاني للاستهلاك الذي يغلب عليه سمة التبذير المسرف. إذ أعلنت المملكة العربية السعودية عن رفع أسعار المشتقات النفطية في نهاية ديسمبر عام 2015، وحذت مملكة البحرين حذوها بإعلانها رفع أسعار الديزل والكيروسين بدءاً من العام الجديد وكذلك رفع أسعار الكهرباء والماء.

وكانت الإمارات العربية المتحدة السباقة بين دول المجلس، إذ أعلنت في أغسطس من العام الماضي عن تعويم أسعار المشتقات النفطية ليمت تحديدها وفقاً لقوى السوق. بيد أن أسعار البنزين التي تتراوح بين 0.20 دولار / لتر في السعودية كحد أدنى إلى 0.31

دولار / لتر في سلطنة عمان كحد أعلى تظل الأرخص في العالم، حيث يصل سعر لتر البنزين على سبيل المثال إلى أكثر من 1.84 دولار / لتر في بريطانيا في حين تصل إلى 1.77 دولار / لتر في تركيا.

المحور الثالث: التجربة الإماراتية وإمكانية الاستفادة منها في الجزائر:

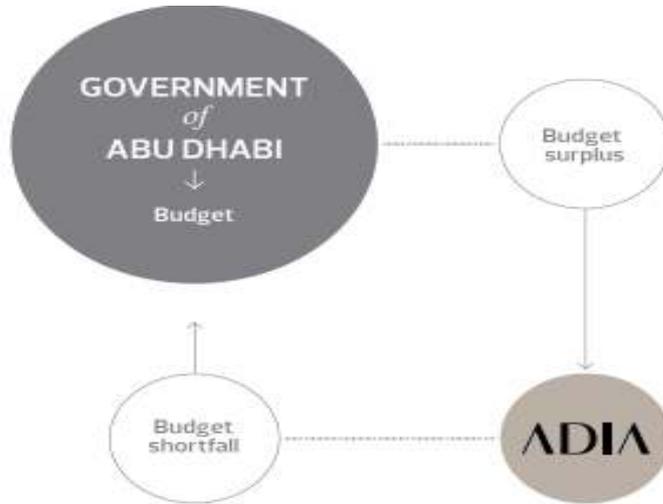
يعتبر الاقتصاد الإماراتي أكثر الاقتصادات العربية والخليجية تنوعا فهو الأكثر جرأة في الاستثمار وتوظيف الموارد المالية ورغم تصنيفه ضمن الدول النفطية إلا أن تأثير النفط في الاقتصاد أقل مما هو عليه في دول المنطقة ، حيث تمتلك الإمارات سبع صناعات سيادية على رأسها جهاز أبوظبي للاستثمار ADIA الذي يحتل المرتبة الثانية من أكبر صناعات الثروة السيادية في العالم بأصول بلغت 792 مليار دولار بعد صندوق التقاعد الحكومي النرويجي طبقا لأحدث بيانات معهد الصناديق السيادية.

1- لمحة عن جهاز أبوظبي للاستثمار ADIA :

أ-النشأة والتأسيس: أنشئ جهاز أبوظبي للاستثمار في عام 1976 بهدف الاستثمار في أصول إمارة ظبي من خلال استراتيجية الاستثمار التي تركز على تحقيق العوائد على المدى الطويل وهو مؤسسة استثمارية عالمية متنوعة ، مهمتها استثمار الأموال نيابة عن حكومة إمارة أبو ظبي ، وتوفير الموارد المالية اللازمة للتأمين والحفاظ على الرفاه المستقبلي للإمارة ، ومنذ نشأته قام جهاز أبو ظبي للاستثمار ببناء سمعة قوية في الأسواق العالمية .

ب- علاقة جهاز أبوظبي للاستثمار مع حكومة أبوظبي: ينفذ هذا الجهاز برنامجه الاستثماري بصفة مستقلة عن حكومة إمارة أبوظبي أو الهيئات الاستثمارية الأخرى التي تنوب الحكومة في الاستثمار ، وتسند للعضو المنتدب بموجب القانون مسؤولية تنفيذ سياسة جهاز أبوظبي للاستثمار وإدارته ، بما في ذلك القرارات المتعلقة بالاستثمارات⁽¹⁾ ، وجهاز أبوظبي للاستثمار مؤسسة مستقلة عن الحكومة تعهد إليها مهمة إدارة واستثمار فوائض الموازنة العامة للحكومة وحمايتها من الصدمات الخارجية ، وأهداف مستقبلية تتمثل في تحويل موارد الثروة النفطية الناضبة إلى موارد مالية مستدامة تضمن الحفاظ على رفاهية الأجيال القادمة ، وهو ما يوضحه الشكل الموالي :

الشكل رقم (1) : علاقة جهاز أبوظبي ADIA بحكومة إمارة أبوظبي



2-استراتيجية تنوع الاستثمارات في جهاز أبو ظبي وتقييم أدائه:

أ-استراتيجية تنوع الاستثمارات في جهاز أبو ظبي :

تمتع اللوائح المنظمة لعمل الهيئة من الاستثمار داخل البلد ، لذلك فإن استراتيجية الاستثمار في الهيئة تركز على الاستثمار الخارجي في أصول متنوعة وفي قطاعات اقتصادية متنوعة بغرض تدنية المخاطر المصاحبة لعملية الاستثمار إضافة إلى تنوع المناطق

الجغرافية التي تتم فيها عمليات الاستثمار ، علما أن أهم مبدأ تركز عليه هذه الاستراتيجية يتمثل في المحفظة المرجعية وهي المحفظة التي تستند عليها الهيئة في تكوين محفظة الاستثمار الفعلية ، كما تتميز استراتيجية المطبقة في الهيئة بالمرونة وإمكانية التعديل وفقا للظروف الاقتصادية السائدة ، ويتم إعداد استراتيجية الاستثمار من قبل لجنة الاستثمار والتي تكون محفظة مرجعية متناسبة مع أهداف الهيئة علما أن مراجعة وتعديل هذه المحفظة تتم من قبل قسم الاستراتيجيات التابع للهيئة .⁽¹²⁾

تتضمن المحفظة المرجعية الاستثمار في أصول متنوعة وفي أماكن متعددة وضمن مجالات محددة يتعين على الهيئة أن لا تتجاوزها ويمكن توضيح مكونات المحفظة المرجعية للاستثمار في الجدول الموالي :

الجدول رقم (2) : التوزيع القطاعي لاستثمارات محفظة جهاز أبوظبي للاستثمار سنة 2012

| الأصول | الحد الأدنى | الحد الأعلى |
|-------------------------------|-------------|-------------|
| أسهم أسواق متقدمة | 32 | 42 |
| أسهم أسواق ناشئة | 10 | 20 |
| أسهم الشركات محدودة رأس المال | 1 | 5 |
| سندات حكومية | 10 | 20 |
| أدوات الائتمان | 5 | 10 |
| استثمارات بديلة | 5 | 10 |
| أصول عقارية | 5 | 10 |
| أسهم خاصة | 2 | 8 |
| هياكل قاعدية | 1 | 5 |
| سيولة نقدية | 0 | 10 |

المصدر: جهاز أبو ظبي للاستثمار ، التقرير السنوي 2012.

نلاحظ من خلال قراءتنا لبيانات الجدول رقم 02 ارتفاع استثمارات جهاز أبو ظبي للاستثمار لسنة 2012 حيث كان تركيزه على الأسواق المتقدمة مقارنة بالأسواق الناشئة ، لكن رغم ذلك نلاحظ أن مستوى الاستثمار انخفض إلى ما يتراوح بين حد أدنى 32% وأقصاه 42% مقابل ما يتراوح بين 35 و45% في 2011 .

ووصلت حصة الاستثمار في أسواق الأسهم الناشئة في 2012 إلى ما بين 10 إلى 20 % ووجه الجهاز حصة بين 5 إلى 10% من استثماراته والمقدرة بمئات المليارات أدوات الائتمان مع حصص موازية في الاستثمارات البديلة وقطاع العقارات.

ووصلت حصة قطاع الاستثمار في الملكية الخاصة إلى ما بين 2 إلى 8% من استثمارات الجهاز في عام 2012 ، في حين بلغت حصة الهياكل القاعدية ما بين 1 إلى 5% ووصلت حصة السيولة النقدية إلى ما بين الصفر و10% من استثمارات " أديا " في 2012 .

كما يمكن تقسيم المحفظة المرجعية لجهاز أبو ظبي للاستثمار حسب المناطق الجغرافية من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (03) : التوزيع الجغرافي لاستثمارات محفظة جهاز أبو ظبي للاستثمار سنة 2012

| المناطق | الحد الأدنى | الحد الأعلى |
|-------------------|-------------|-------------|
| أمريكا الشمالية | 35 | 50 |
| أوروبا | 25 | 35 |
| دول آسيا المتقدمة | 10 | 20 |
| الأسواق الناشئة | 15 | 25 |

المصدر: جهاز أبو ظبي للاستثمار ، التقرير السنوي 2012.

إن توزيع الاستثمارات على الصعيد الجغرافي يضع أمريكا الشمالية في المركز الأول بحصة من 35 إلى 50% من استثمارات "أديا"، وفي المقابل وصلت حصة أوروبا إلى ما بين 20% إلى 35% في 2012 بعد خفض الحد الأدنى من 25% في 2011. وبلغت حصة أسواق دول آسيا المتقدمة ما يتراوح بين 10% و 20%.

إذن من خلال قراءتنا للأرقام السابقة يتبين لنا كيف ساهمت الصناديق السيادية في تنويع الاستثمارات في دولة الإمارات من خلال جهاز أبو ظبي للاستثمار كنموذج على غرار صندوق "مبادلة" بإمارة أبو ظبي.

وهو ما جعل هذا الجهاز (ADIA) يتبوأ المرتبة الثانية ضمن أكبر عشرة صناديق في العالم، وانطلاقاً من هذه التجربة الرائدة في تسيير صناديق الثروة السيادية سنحاول الاستفادة منها في الجزائر وهذا لتطوير صندوق ضبط الإيرادات وجعله أداة لتنويع الاقتصاد الجزائري.

ب- عرض التجربة الجزائرية في إدارة الصناديق السيادية من خلال صندوق ضبط الموارد:

نظراً لما حققته الجزائر من فوائض مالية معتبرة سنة 2000 بسبب الارتفاع الهام في أسعار النفط خلال هذه السنة حيث حقق رصيد الميزانية العامة فائضاً قدره 400 مليار دينار جزائري نتيجة ارتفاع حصيلته الجباية البترولية إلى 1213,2 مليار دينار ومن أجل الاستغلال الأمثل لهذه الفوائض قررت الحكومة الجزائرية إنشاء صندوق سيادي يعمل على امتصاص إيرادات الجباية البترولية الذي يفوق تقديرات قانون المالية الذي يتم إعداده سنوياً، وقد تم تأسيس هذا الصندوق بموجب قانون المالية التكميلي الذي صدر في 27 جوان 2000 مع العلم أن هذا القانون أدخلت عليه تعديلات مهمة في سنتي 2004 و 2006 والتي تحدد نوع وأهداف ومجال عمل الصندوق:⁽¹³⁾

ـ **تعريف صندوق ضبط الإيرادات** : هو صندوق ينتمي إلى الحسابات الخاصة للخزينة، وبالضبط إلى حسابات التخصيص الخاص، أهم ما يميز هذه الحسابات أنها مستقلة عن الموازنة العامة للدولة أي أنها لا تخضع لقواعد ومبادئ إعداد وتنفيذ الموازنة العامة، كما أنها لا تخضع لرقابة السلطة التشريعية "البرلمان".

ـ **مصادر تمويل الصندوق** : تتمثل في فائض قيمة الجباية البترولية الناتج عن تجاوز هذه الأخيرة لتقديرات قانون المالية، بالإضافة إلى كل الإيرادات الأخرى المتعلقة بتسيير الصندوق.

ـ **أهداف الصندوق**: تتمثل في تمويل عجز الميزانية العامة للدولة الناتج عن انخفاض إيرادات الجباية البترولية لمستوى أقل من تقديرات قانون المالية، وتخفيض حجم المديونية العمومية.

ـ **تسيير الصندوق**: إن وزارة المالية هي الهيئة المكلفة بتسيير الصندوق حيث نص قانون المالية على أن وزير المالية هو الأمر بالصرف الرئيسي لهذا الصندوق.

ـ **مجال عمل الصندوق**: إن مجال عمل الصندوق يتركز أساساً داخل البلد باعتبار أن الوظيفة الرئيسية تتمثل في امتصاص فوائض الجباية البترولية واستعمالها لتمويل أي عجز قد يحدث مستقبلاً على مستوى الموازنة العامة للدولة نتيجة اختيار أسعار المحروقات، مع العلم أن مجال عمل الصندوق يمتد خارج البلد من خلال مساهمته بالتنسيق مع البنك المركزي في سداد وتخفيض المديونية العمومية الخارجية.

ـ **التعديلات التي أدخلت على الصندوق**: عرف صندوق ضبط الإيرادات تعديلات هامة في مساره حيث تم تعديل بعض القواعد المسيرة للصندوق خلال سنتي 2004 و 2006 والتي تمثلت في مايلي:⁽¹⁴⁾

✓ **مصادر تمويل الصندوق** : أضاف قانون المالية لسنة 2004 تسبيقات بنك الجزائر الموجهة للتسيير النشط للمديونية الخارجية

لتكون مصدراً من مصادر تمويل الصندوق، مع العلم أن هذا التعديل تزامن مع شروع الحكومة في تنفيذ سياسة الدفع المسبق للمديونية العمومية الخارجية في نفس السنة حيث تتم هذه العملية على الاعتماد على موارد الصندوق بالإضافة إلى التسبيقات المقدمة من البنك المركزي إلى الصندوق.

✓ **أهداف الصندوق** : عدل قانون المالية التكميلي لسنة 2006 الهدف الرئيسي للصندوق ليصبح على النحو التالي : "تمويل

عجز الخزينة دون أن يقل رصيد الصندوق عن 740 مليار دينار جزائري" إن هذا التعديل يبين بأن تمويل عجز الموازنة العامة

قد وسع ليشمل تمويل عجز الخزينة العمومية كما أن سبب العجز لم يحدد باعتبار أن السبب السابق يتمثل في انخفاض الجباية البترولية إلى مستوى أقل من تقديرات قانون المالية ، وهو ما يعني أن هدف الصندوق يتمثل في تمويل عجز الخزينة العمومية وبالتالي الموازنة العامة للدولة مهما كان سبب هذا العجز ، بالإضافة إلى أن رصيد الصندوق يجب أن لا يقل على عن 740 مليار دينار مما يعني تحديد سقف لنفقات الصندوق لا يمكن تجاوزه ، وهو ما يؤكد رغبة الحكومة على جعل صندوق ضبط الموارد أداة مستدامة لتعديل وضبط الموازنة العامة للدولة على المدى البعيد.

الجدول رقم (04): دراسة مقارنة بين جهاز أبو ظبي للاستثمار وصندوق ضبط الموارد الجزائري:

| عناصر المقارنة | جهاز أبوظبي للاستثمار | صندوق ضبط الموارد |
|---|---|--|
| 1- معلومات عامة عن الصندوق: -التسمية وتاريخ التأسيس: نوع الصندوق ومجال عمله: أهداف الصندوق ومجال عمله: | جهاز أبو ظبي للاستثمار ، 1976 صندوق ثروة سيادي ، نفطي ، خارجي . ضمان الاستقرار في الموازنة العامة للحكومة الحفاظ على الثروة للأجيال القادمة في أبو ظبي -تنويع استثمارات المحفظة داخل الإمارة وخارجها. -تحويل الثروة النفطية إلى ثروة مالية مستدامة. | صندوق ضبط الموارد ، 2000 صندوق ثروة سيادي ، نفطي ، داخلي . -تمويل عجز الخزينة العمومية مع تخفيض المديونية العمومية. -فائض قيمة الجباية البترولية المحول من طرف الحكومة. |
| 2- حوكمة الصندوق: ملكية الصندوق: إدارة الصندوق: 3- الهيكل التنظيمي: | إمارة أبوظبي العضو المنتدب من مجلس إدارة الصندوق وجود هيكل تنظيمي | وزارة المالية لا يوجد هيكل تنظيمي باعتبار أن الصندوق حساب من حسابات الخزينة. |
| 4- الرقابة والمساءلة: | اعتماد نظام الرقابة المستمرة يكلف بها مدير أجنبي لمحفظة الاستثمارات | عدم وجود رقابة مستقلة على الصندوق باعتباره من الحسابات الخاصة للخزينة التي لا تخضع لرقابة البرلمان. |
| 5- الشفافية والإفصاح: | وجود مستوى عال من الشفافية من خلال نشر تقارير فصلية وسنوية حول عمل الصندوق وجود موقع الكتروني للصندوق | نشر المعلومات يتم بصورة سنوية وإجمالية عن موارد واستخدامات الصندوق عدم توفر موقع الكتروني للصندوق |

المصدر: من إعداد الباحثين

في ظل التطورات الاقتصادية الدولية الراهنة التي تشهدها الدول النفطية الخليجية منها والمغربية تطفو على السطح أهمية وضرة التنوع الاقتصادي في هيكل هذه البلدان وفي كل القطاعات الاقتصادية من أجل الوصول إلى مستويات عالية للنمو الاقتصادي ولتحقيق تنمية مستدامة ، ولا يتسنى لها ذلك إلا بتجميع كافة الوسائل والآليات التي استعرضناها في هذا البحث واستغلالها استغلالاً أمثل و بكفاءة عالية وعلى رأسها صناديق الثروة السيادية التي تمتلكها الدول ذات الفوائض المالية المعبرة. ومن أهم النتائج التي تم التوصل من خلال هذا البحث :

- 1- الصناديق السيادية فرصة سانحة أمام الدول التي تمتلك فوائض مالية معتبرة لتحقيق التنوع الاقتصادي ومواجهة الأزمات الاقتصادية الطارئة كأزمة انخفاض أسعار النفط الحالية؛
- 2- يجب أن تخضع الصناديق إلى مساءلة أكبر من جانب الرأي العام في دولها الأم، إذ هي مسؤولة عن إدارة ثروة بلادها المالية، هذا إضافة إلى أن بعضها تعرّض إلى خسائر فادحة؛
- 3- يتعيّن على صناديق الثروة السيادية أن تطبّق بجرأة "مبادئ سانتياغو"، الهادفة إلى زيادة مستوى الشفافية والمساءلة، والتي جرى التوافق عليها من قبل مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية في تشرين الأول/أكتوبر 2008
- 4- أثرت أزمة انخفاض أسعار النفط على هيكل النفقات العمومية للدول النفطية والتي تختلف باختلاف نسب مساهمة قطاع النفط في تمويل الموازنة العامة؛
- 5- لا بد من تنوع موارد هذه الصناديق حتى لا تتعرض هي الأخرى إلى هزات اقتصادية مفاجئة وتبقى محافظة على ملاءمتها المالية ، كما حدث لبعض الدول النفطية كالجائر مثلاً؛
- 6- إعداد الكوادر المؤهلة لإدارة مثل هذه الصناديق من أجل تنوع استثماراتها على مختلف القطاعات؛
- 7- استطاعت حكومة أبو ظبي تحقيق تنوع اقتصادي هام شمل العديد من القطاعات الحيوية وكذا مواجهة أزمة انخفاض أسعار النفط وهذا بفضل الإدارة الكفؤة لجهاز أبو ظبي للاستثمار؛
- 8- ساهمت الصناديق السيادية في تحقيق التنوع الاقتصادي في دولة الإمارات العربية وعلى رأسها إمارة أبو ظبي من خلال جهاز أبو ظبي للاستثمار؛
- 9- تعد التجربة الإماراتية تجربة رائدة في إدارة الصناديق السيادية وذلك من خلال احتلاله المركز الثاني ضمن أكبر عشرة صناديق سيادية في العالم وبذلك لم تتأثر بشكل كبير بالانخفاض الحاد لأسعار النفط مقارنة بالدول النفطية الأخرى؛
- 10- نظراً لحداثة التجربة لم تستطع الجائر تنوع الاقتصاد الجائري بواسطة صندوق ضبط الموارد رغم البحوث المالية التي توفرت لديها؛
- 11- على الجائر أن تحاكي التجربة الإماراتية في إدارة الصناديق السيادية من خلال الاستثمار في كافة القطاعات الحيوية وخلق بدائل استراتيجية أخرى تحد من وطأة أي أزمة اقتصادية طارئة.

الهوامش والمراجع:

- (1) - أحمد الصفتي ، الخليج نموذجا: مستقبل الصناديق السيادية في الاقتصاد العالمي ، مركز الروابط للبحوث والدراسات الإستراتيجية 07 مايو 2016؛
- (2) - ماجد عبد الله المنيف، صناديق الثروة السيادية ودورها في توظيف الفوائض المالية ، مجلة بحوث اقتصادية عربية ، العدد 47، 2009 ، ص: 62 ؛
- (3) - عبد المجيد قدي ، الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة ، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا ، العدد السادس ، جامعة حسينية بن بوعللي ، 2009 ، ص: 2؛
- (4) - بوفليح نبيل ، دور صناديق الثروة السيادية في معالجة الأزمة المالية والاقتصادية العالمية ، بحوث اقتصادية عربية ، العددان: 48/ 49 خريف 2009 شتاء 2010 ص: 99؛
- (5) - رم سليم ، اتجاهات التغيير في وظائف الصناديق السيادية في الشرق الأوسط، المركز الإقليمي للدراسات الإستراتيجية ، 2016/06/08؛
- (11) - سليمان عبد الكريم، دور صناديق الثروة السيادية في ترشيد الإيرادات العربية النفطية مع الإشارة إلى حالة أبو ظبي، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، (غير منشورة) ، جامعة بسكرة، الجزائر، 2014 ، ص: 68؛
- (12) - بوفليح نبيل، دور صناديق الثروة السيادية في تمويل الاقتصاديات النفطية مع الإشارة إلى حالة الجزائر ، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، (غير منشورة) ، جامعة الجزائر3 ، الجزائر، 2011 ، ص: 179؛
- (13) - وفقا للمادة 10 من قانون المالية التكميلي لسنة 2000 ، قانون رقم: 02-2000، المؤرخ في 24 ربيع الأول عام 1421 الموافق ل 27 جوان 2000 والمتعلق بقانون المالية التكميلي لسنة 2000؛
- (14) - وفقا للمادة: 66 من قانون: 23-22، المؤرخ في 04 ذي القعدة 1424 الموافق ل: 28 ديسمبر 2003 والمتضمن قانون المالية 2004.