



**محددات صناديق الثروة السيادية في ظل رؤية: 2030**  
**دراسة قياسية من 1992 - 2017م باستخدام نموذج ARDL**

إعداد

**رغدة عبدالكريم العنزي**

**باحث بقسم الاقتصاد**

**كلية الاقتصاد والإدارة - جامعة الملك عبدالعزيز بجدة**

**المملكة العربية السعودية**

raanazi@uqu.edu.sa

**د. زينب سعد القباني**

**أستاذ مساعد قسم الاقتصاد**

**كلية الاقتصاد والإدارة - جامعة الملك عبدالعزيز بجدة**

**المملكة العربية السعودية**

zenabkabanyy@uqu.edu.sa

**مجلة البحوث التجارية - كلية التجارة جامعة الزقازيق**

**المجلد السادس والأربعون - العدد الرابع أكتوبر 2024**

**رابط المجلة: <https://zcom.journals.ekb.eg/>**

## الملخص

تبحث هذه الورقة في محددات صناديق الثروة السيادية في المملكة العربية السعودية، لتخدم خطط أحد برامج رؤية المملكة 2030 في تحقيق اقتصاد مزدهر، من أجل العمل على تعزيز دور صندوق الثروة السيادي باعتباره المحرك الأساسي لتنويع الاقتصاد في المملكة، وأنه سبب هام في تطوير قطاعات استراتيجية متنوعة من خلال تطوير أثر الاستثمارات. وذلك من خلال تخصيص الورقة لدراسة الآثار طويلة الأجل الخاصة بمحددات كفاءة الصناديق السيادية خلال الفترة (1992-2017). عن طريقة اختبار ARDL.

وقد أظهرت نتائج تقدير النموذج للعلاقة في الأجلين القصير والطويل بأن العلاقة بين الإيرادات النفطية ومؤشر كفاءة الصندوق السيادي عكسية، كما أظهرت وجود علاقة طردية بين كلاً من الانفتاح التجاري ورصيد الحسابات الجارية. وقد خلصت الدراسة إلى أن النمو الاقتصادي ليس ذا أهمية في توازن وكفاءة الصندوق، كما أن قدرة اقتصاد المملكة على إدارة الصندوق السيادي نحو الكفاءة والتوازن تأتي من كونها ذات الاقتصاد الأكبر في تصدير البترول والأكبر في فوائض الحسابات الجارية.

**الكلمات الدالة:** صناديق الثروة السيادية، النمو الاقتصادي، الحسابات الجارية.

## الجزء الأول : المقدمة

### "الإطار النظري"

#### 1-1 تمهيد

تهدف السياسة المالية في المملكة العربية السعودية إلى تقوية وضعها الاقتصادي والوصول إلى ميزانية متوازنة بحلول 2023م-، وفقاً لتوجهات رؤية المملكة 2030م وبرامجها التي منها برنامج التحول الوطني 2020-، وذلك ضمن التطور المرحلي في الأنظمة الاقتصادية والإدارية والمالية. فالمملكة تسعى للاستفادة من إمكانياتها ومواردها في تحقيق خططها التنموية، والتي تترجم بشكل مباشر في الأداء الاقتصادي الداخلي والخارجي، من خلال مؤشرات استقرارها الاقتصادي وتوازناتها المالية المفتقرة للاستقرار بسبب اعتمادها المفرط على قطاع النفط الحساس لتقلبات الأسعار في الأسواق العالمية.

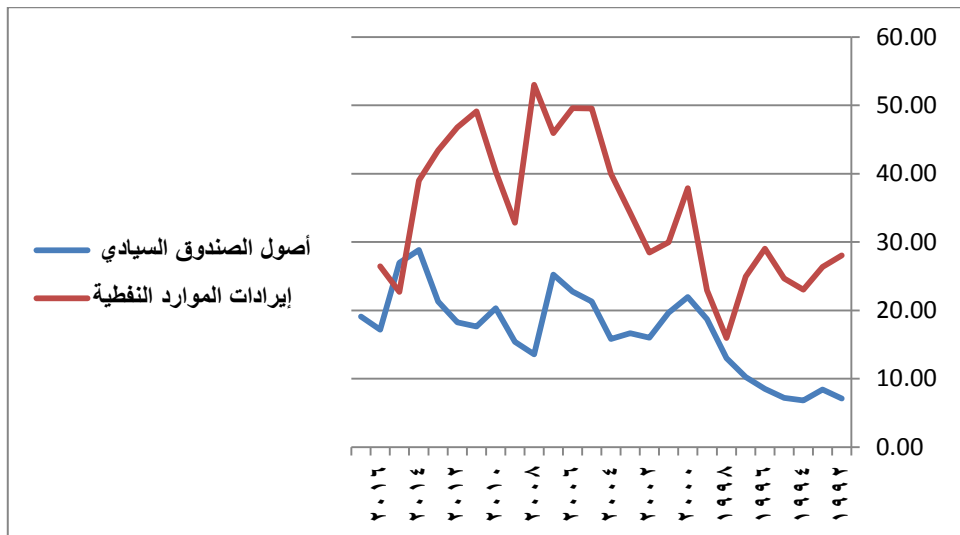
هنا كان لزاماً على المملكة، ووفقاً لرؤيتها الاستراتيجية 2030، إنشاء صندوق سيادي يتم من خلاله تحويل صندوق الاستثمارات العامة السعودي الذي تأسس في عام 1971م، والعمل على رفع قيمة أصوله والتي تقدر 840 مليار دولار في عام 2017م إلى 1.5 تريليون دولار في عام 2020م، ليصبح بذلك "أضخم" الصناديق السيادية عالمياً، يمكّنها من تقادي مخاطر الهزات الاقتصادية الناتجة عن التذبذبات والانخفاضات في أسعار البترول. فضلاً عن ذلك عمدت المملكة إلى تأسيس شركات اقتصادية وطيدة مثل شركة سابك في مجال الطاقة، وبنك الخليج الدولي في قطاع الخدمات المالية، وغيرها العديد من الشركات في قطاعات مختلفة منها قطاع التقنية والاتصالات وقطاع الزراعة وقطاع الخدمات والنقل والبنى التحتية، مما يسهم في تعميق أثر ودور المملكة في المشهد الإقليمي والعالمي. (رؤية 2030، وثيقة صندوق الاستثمارات العامة، ص:12) وتستعرض هذه الورقة الوضع الراهن للصناديق السيادية في المملكة والإستراتيجيات الإستثمارية لها من خلال رؤية 2030 لتحقيق التنمية والتنويع الاقتصادي، عن طريق إبراز جهود الصندوق السيادي في دعم إطلاق قطاعات وفرص جديدة تساعد على رسم ملامح مستقبل اقتصادي متوازن ودفع عجلة التحول الاقتصادي في المملكة العربية السعودية. كما تتناول أبرز القضايا والتحديات التي تواجه الصندوق السيادي في المملكة، وتلقي الضوء على أهم محددات كفاءة الصندوق السيادي. وتهتم بقياس تأثير تلك المحددات على كفاءة الصناديق السيادية للتعرف على سياسات اقتصادية مناسبة لتطبيقها في ظل الصناديق السيادية في المملكة العربية السعودية.

## 2-1 مشكلة الدراسة:

تمر المملكة العربية السعودية بمرحلة تطور في كافة القطاعات مما يستدعي ضرورة الحصول على موارد تمويل للأصول من الداخل والخارج، لذلك اتجهت إلى ادارة تلك الأصول من خلال صندوق سيادي لتفعيل عملية التنمية بشكل اكبر والتسريع من تحقيقها وذلك لأهمية صناديق الثروة السيادية كجهات فاعلة في الأسواق المالية الدولية. وفي ظل رؤيتها الاقتصادية 2030 والتي تسعى إلى تحسين وضعها الاقتصادي للوصول إلى أفضل اقتصاد في العالم، وتطلعها إلى ان تكون قوة استثمارية، تواجهها مجموعة من التحديات والتي قد تعيق تنميتها وتطورها. فعلى الرغم من محاولات المملكة في مواجهة تأثير تقلبات أسعار النفط إلا أن الممول الرئيسي للصناديق السيادية هو عن طريق إيرادات الموارد النفطية.

ف نجد من الشكل (1) التطور المستمر لأصول الصندوق السيادي حيث ارتفعت من (7.10) مليار ريال سنة 1992م، إلى (28.84) مليار سنة 2014م، بمعدل تغير سنوي إيجابي قدره (16) مليار ريال، ثم انخفض بعدها ليصل إلى (19.09) مليار، سنة 2017. كذلك في المقابل كانت الإيرادات النفطية تتغير ارتفاعاً وانخفاضاً في نفس اتجاه تغيرات الصندوق السيادي، حيث انخفضت من (43.42) مليار سنة 2014 إلى (26.44) مليار سنة 2017. (مؤسسة النقد العربي السعودي، التقارير الاحصائيات السنوية 2017).

شكل (1): تطور أصول الصندوق السيادي والإيرادات النفطية خلال الفترة (1992-2017)



المصدر: من اعداد الدراسة بالاعتماد على بيانات مؤسسة النقد العربي السعودي.

ويلاحظ من الأرقام السابقة وجود علاقة ارتباط بين أصول الصندوق السيادي والإيرادات النفطية، حيث أدى الانخفاض في الإيرادات النفطية إلى الانخفاض في أصول الصندوق السيادي في المملكة العربية السعودية خلال الفترة المحددة من عام 1992م إلى عام 2017م، مما يدل على أن الإيرادات النفطية تؤثر على تطور أصول الصندوق السيادي. لذلك فإن الصناديق تفتقر إلى الاستقرار في الاقتصاد المعتمد على الإيرادات النفطية بشكل رئيسي ومنه تظهر مشكلة الدراسة في معرفة محددات كفاءة الصناديق السيادية، ولذا نطرح التساؤلات التالية:

- ماهي أهم محددات الصندوق السيادي؟
- ما هو اثر واتجاه العلاقات بين هذه المحددات الصناديق السيادية؟
- ما مدى مساهمة الصندوق السيادي في تحقيق التوازن المالي لرؤية 2030؟

### 3-1 أهمية الدراسة

تكمن أهمية البحث في كونه يتطرق لمحور مهم من محاور رؤية المملكة العربية السعودية 2030، حيث تسعى الصناديق السيادية في المملكة العربية السعودية إلى أن تصبح جهة استثمارية رائدة وذات تأثير على مستوى العالم بدفع عجلة التحول الاقتصادي، عبر الاستثمارات طويلة المدى، ومن جهة أخرى لندرة الدراسات التي تناولت صناديق الثروة السيادية السعودية، عن طريق قياس أثر بعض المحددات على صندوق الثروة السيادي في اقتصاد المملكة العربية السعودية تحقيقاً لبرامج رؤية 2030 عبر ابراز فعالية هذه المحددات في كفاءة وتوازن الصناديق السيادية.

### 4-1 أهداف الدراسة

- تهدف هذه الدراسة إلى استعراض وتحليل العوامل التي تؤثر على كفاءة الصناديق السيادية في المملكة. ويمكن تلخيص ما تهدف اليه الدراسة في التالي:
- إجراء دراسة قياسية لمحددات الصناديق السيادية في المملكة، وعلاقتها بالتوجه الاستراتيجي للمملكة.
  - معرفة المحددات والعوامل التي تؤثر على الصناديق السيادية، وأكثرها تأثيراً.
  - تحديد العلاقة بين المحددات والعوامل المختارة والمؤثرة على الصناديق السيادية.
  - التعرف على الصندوق السيادي ضمن رؤية 2030.

## 5-1 فروض ومتغيرات الدراسة

بالرجوع إلى الأدبيات السابقة حول صناديق الثروة السيادية، تم استخدام عدد من المحددات التي يتوقع أن تؤثر على كفاءة صندوق الثروة السيادي في المملكة، وجاء استخدام هذه المتغيرات أيضاً بناءً على توفر البيانات لكل منها. فلتحديد متغيرات أو محددات يمكن أن تفسر سبب اختيار الدول لصندوق الثروة السيادية ومقدار ما يتم وضعه في الصندوق، ولأية أغراض يمكن استخدامها، نقوم بهيكله عوامل اقتصادية في نموذج اقتصادي لمعرفة أثر هذه العوامل على صندوق الثروة السيادي في المملكة العربية السعودية. لذلك سنتعمد الصيغة الرياضية ادناه:

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \varepsilon_t$$

حيث أن المتغير التابع: ( Y ) صافي صندوق الثروة السيادي  
والمتغيرات المستقلة:

$X_1$  : النمو الاقتصادي، النمو في متوسط نصيب الفرد السنوي من إجمالي الناتج المحلي (%)  
(سنوية)

$X_2$  : الانفتاح التجاري، التجارة (% من إجمالي الناتج المحلي)

$X_3$  : رصيد الحسابات الجارية (% من إجمالي الناتج المحلي)

$X_4$  : المستوى العام للأسعار، التضخم (الأسعار التي يدفعها المستهلكون (% سنويًا))

$X_5$  : الإيرادات وتقاس بإيرادات الموارد النفطية (% من إجمالي الناتج المحلي)

وحيث تفترض الدراسة أن الصندوق السيادي في المملكة تتأثر بهذه المحددات، ستسعى في التحقق من صحة الفروض التالية:

**أولاً:** الفرضيات المتعلقة بالتمايز الإحصائي أو المعنوية الإحصائية لمحددات الصندوق السيادي: أن هناك فروق ذات دلالة إحصائية على وجود تمايز إحصائي أو معنوية إحصائية لكل من النمو الاقتصادي والانفتاح التجاري ورصيد الحسابات الجارية والمستوى العام للأسعار والإيرادات.

**ثانياً :** الفرضيات المتعلقة بالعلاقة بين المحددات وكفاءة الصندوق السيادي:

- توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين النمو الاقتصادي وكفاءة الصندوق السيادي.
- توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين الانفتاح التجاري وكفاءة الصندوق السيادي.
- توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين رصيد الحسابات الجارية وكفاءة الصندوق السيادي.

- توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين المستوى العام للأسعار وكفاءة الصندوق السيادي.
- توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين الإيرادات وكفاءة الصندوق السيادي.

### 6-1 مصادر بيانات الدراسة ونطاقها

تتمثل بيانات الدراسة بالبيانات الكمية التي تصف متغيرات الدراسة خلال الفترة (1992-2017)، التي تم استخراجها من مجموعة بيانات مؤشرات التنمية العالمية (WDI) وبيانات لمؤسسة النقد العربي السعودي (SAMA)، وسيتم استخدام السلاسل الزمنية للمؤشرات الاقتصادية محل الدراسة تبعاً لما توفر من البيانات، وجاء اختيار ذلك استناداً لعدد من الدراسات السابقة (Carpantier & Vermeulen, 2018) و(Raj & John, 2018).

### 7-1 منهج الدراسة

المنهج الوصفي لتحليل محددات الصناديق السيادية بإعطاء معلومات عامة عنها من حيث أدائها العام ودورها المتنامي في التنمية. المنهج الكمي ببناء نموذج قياسي يهدف إلى تحليل العلاقة بين المحددات والعوامل الاقتصادية المختارة الصندوق السيادي.

### 8-1 هيكل الدراسة

تتكون الدراسة من عدة فصول كالتالي:

الفصل الأول: الإطار العام للدراسة ويشمل مشكلة الدراسة، تساؤلات الدراسة، أهمية الدراسة، أهداف الدراسة، فروض ومتغيرات الدراسة، منهجية الدراسة، نطاق الدراسة، هيكل الدراسة. الفصل الثاني: تناول مفهوم صناديق الثروة السيادية وأنواعها، والدراسات الأدبية عن صناديق الثروة السيادية

الفصل الثالث: الوضع الراهن للصناديق السيادية في المملكة العربية السعودية ضمن رؤية 2030. الفصل الرابع: الجزء التطبيقي القياسي ويشمل بيانات الدراسة ونموذج الدراسة ومنهجية قياسي الدراسة ونتائج القياسي التجريبية وخلاصة تلك النتائج

### 9-1 النظرية الاقتصادية وعلاقتها بصناديق الثروة السيادية:

تعتبر نظرية النمو الاقتصادي إطاراً مفيداً لتحليل دور الصناديق السيادية في تحقيق النمو الاقتصادي المستدام، خاصة في سياق رؤى استراتيجية مثل رؤية 2030. يمكن تحديد علاقة نظرية النمو الاقتصادي بصناديق الثروة السيادية كما يلي:

## 1- الاستثمار في البنية التحتية:

حيث أن نظرية النمو الاقتصادي تؤكد أن الاستثمارات في البنية التحتية مثل الطرق، والموانئ، والطاقة يمكن أن تعزز النمو الاقتصادي من خلال تحسين كفاءة الاقتصاد وزيادة الإنتاجية، وفي ظل رؤية 2030 تستثمر الصناديق السيادية في مشروعات البنية التحتية الكبرى، مثل تطوير المدن الذكية والمناطق الاقتصادية الخاصة. هذه الاستثمارات تهدف إلى تحسين بيئة الأعمال وجذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة، مما يعزز النمو الاقتصادي على المدى الطويل.

## 2- الابتكار والتكنولوجيا:

وفقاً لنظرية النمو، الابتكار والتكنولوجيا هما محركان رئيسيان للنمو الاقتصادي المستدام، حيث أن الاستثمارات في البحث والتطوير وتكنولوجيا المعلومات تساهم في زيادة الإنتاجية وتحسين الكفاءة، وفي سياق رؤية 2030 تهدف الصناديق السيادية إلى دعم الابتكار والتكنولوجيا من خلال تمويل الشركات الناشئة والمشروعات التكنولوجية. مثل هذه الاستثمارات تدعم التحول الرقمي وتساهم في خلق بيئة مواتية لنمو قطاعات جديدة مثل التكنولوجيا الحيوية والذكاء الاصطناعي.

## 3- تنويع الاقتصاد:

نظرية النمو الاقتصادي تشير إلى أهمية تنويع الاقتصاد لتقليل الاعتماد على مصادر دخل محددة وتعزيز الاستقرار الاقتصادي، وفي سياق رؤية 2030 تسعى الصناديق السيادية إلى دعم تنويع الاقتصاد من خلال الاستثمار في قطاعات متعددة مثل السياحة، والترفيه، والطاقة المتجددة. هذا التوجه يساهم في تقليل الاعتماد على النفط كمصدر رئيسي للإيرادات ويعزز الاستقرار الاقتصادي.

## الجزء الثاني: الدراسات السابقة

### 1-2 مفهوم صناديق الثروة السيادية وأنواعها:

مؤخراً فقد أطلق مصطلح صندوق الثروة السيادية على أي استثمار مملوك للدولة يمول من فوائض الميزانية. ولكن في الواقع فإن مجال الاستثمار السيادي يشتمل على مجموعة متنوعة من الصناديق ذات ميزات تعكس الاحتياجات الهيكلية والاقتصادية الكلية لكل بلد على حده. على سبيل المثال،



تختار الاقتصادات القائمة على الموارد الطبيعية، مثل تشيلي ومنغوليا والجزائر، إنشاء صناديق استقرار لحماية عملاتها وميزانياتها ضد التقلبات الزائدة للسلعة الأساسية. وهناك دول أخرى مثل الهند والمملكة العربية السعودية تحتفظ بفائض كبير في احتياطات النقد الأجنبي بسبب تقلبات أسعارها. كما يدرك اليابانيون أن توفيرهم لشيخوختهم السكانية هو الأولوية الأكثر إلحاحاً، لذا فهم يحافظون على ثروتهم في صناديق التقاعد الكبيرة. وتستثمر الدول الغنية بالنفط في منطقة الخليج أو النرويج فائض عائداتها النفطية في الخارج لتوفير التكوينات المستقبلية عندما يتم استنزاف احتياطياتها النفطية. كما أن الإيرادات غير المباشرة من عمليات الخصخصة، و الحاجة إلى تعزيز الاستثمارات طويلة الأجل وتحفيز النمو الاقتصادي، تؤدي إلى صناديق تنمية خاصة، مثل تلك التي تعمل في إيرلندا أو كازاخستان أو المغرب، وتمتلك حصصاً في شركات تعتبر استراتيجية بالنسبة للاقتصاد الوطني. (المنتدى الدولي لصناديق الثروة السيادية، تقرير عام 2016م، ص: 7)

## 2-1-1 نشأة الصناديق السيادية:

مع تزايد الفوائض المالية في الدول المصدرة للنفط، ومع عدم توافر المناخ الاستثماري المناسب بتلك الدول، فضلاً عن ضعف طاقتها الاستيعابية على امتصاص تلك الفوائض، كان لابد من استثمار تلك الفوائض في الخارج. ورغبة من حكومات تلك الدول في التقليل من عنصر المخاطرة، تم استثمار الفوائض النفطية، والتي أطلق عليها في بادئ الأمر مصطلح "البترو دولار"، في المؤسسات والشركات المالية الرئيسية في أوروبا والولايات المتحدة الأمريكية، ولكن سرعان ما استعيض عن ذلك المصطلح بمصطلح "صناديق الثروة السيادية Sovereign Wealth Fund (SWF)". (هشام، 2010)

نظراً إلى الاهتمام الذي تلقته صناديق الثروة السيادية SWF مؤخراً، اعتقد البعض أنه جديد في السوق المالية العالمية، إلا أنها في الحقيقة كانت صناديق الثروة السيادية موجودة منذ صندوق المدارس الدائم الذي أنشأته ولاية تكساس الأمريكية في عام 1853م، ويليه صندوق الجامعة الدائم في عام 1876م، حيث كان الغرض من كلا الصندوقين هو استثمار عائدات إيجارات أراضي الدولة لصالح جامعة تكساس. كما أنه تم تأسيس أول صندوق ثروة سيادية عام 1953م من قبل دولة الكويت وقد بدأت كعملية لإدارة فوائض الدولة من عائدات النفط من خلال مكتب في لندن،

وفي عام 1983م تم تأسيسها رسمياً ككيان حكومي عام يسمى الهيئة العامة للاستثمار.  
(Dewenter et al, 2010)

وخلال السبعينيات من القرن الماضي، تم تأسيس عدد من صناديق الثروة السيادية، منها: صندوق (TEMASEK)، السنغافوري سنة 1974م، وفي الإمارات العربية المتحدة، صندوق هيئة أبو ظبي العامة للاستثمار (ADIA) سنة 1976م، كما شهد عقد الثمانينيات والتسعينيات إنشاء صناديق ثروة سيادية مثل شركة الاستثمارات البترولية الدولية (IPIC)، في أبوظبي التي أنشئت في عام 1984م. وفي سنة 1990م، أنشأت النرويج صندوق المعاشات الحكومي (GPFG)، وازداد عدد صناديق الثروة السيادية بشكل كبير مطلع القرن الحالي على غرار صندوق ضبط الإيرادات (FRR)، بالجزائر الذي تأسس عام 2000م، وصندوق مبادلة لإمارة أبوظبي في سنة 2002م. (J-F Carpentier et al., 2018)

ومع توالي إنشائها تطلب ذلك وضع تعاريف للصناديق السيادية شاملة تسمح بالتفريق بينها وبين مختلف الآليات المتداولة في النظام المالي والاقتصاد العالمي، وسنتطرق فيما يلي إلى تعريف صناديق الثروة السيادية SWF، وكذا أهدافها وأنواعها.

## 2-1-2-1 تعريفات الصناديق السيادية

عرف صندوق النقد الدولي (2008) (IMF)، صناديق الثروة السيادية على أنها صناديق استثمار ذات غرض خاص تملكها الحكومة العامة، وتنشئ الحكومة العامة صناديق الثروة السيادية لأغراض اقتصادية كلية، وهي تحتفظ بالأصول أو تتولى توظيفها أو إدارتها لتحقيق أهداف مالية مستخدمة في ذلك استراتيجيات استثمارية تتضمن الاستثمار في الأصول المالية الأجنبية، وتتسم صناديق الثروة السيادية بتنوع هياكلها المنظمة للجوانب القانونية والمؤسسية وممارسات الحكومة، وهي مجموعة متغايرة الخصائص، فمنها صناديق استقرار المالية العامة وصناديق المدخرات ومؤسسات استثمار الاحتياطات، وصناديق التنمية، وصناديق الاحتياطات الغير مقترنة بالالتزامات التقاعدية الصريحة. (مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية (IWG)، 2008)

كما عرفت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (2008) (OCDE)، على انها 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، وتضيف وزارة الخزانة الأمريكية إلى ذلك بأنها تدار بشكل مستقل عن الاحتياطات الرسمية للسلطات النقدية (OECD, 2008).

وفي تعريف معهد صناديق الثروة السيادية (2009)، أن الصندوق السيادي عبارة عن صندوق استثمار حكومي مكون من أصول مالية على غرار الأسهم والسندات وغيرها من الأدوات المالية. علماً أن موارد الصندوق تتشكل من فائض ميزان المدفوعات أو الموازنة العامة أو نواتج عمليات الخصخصة أو إيرادات الصادرات السلعية، ووفقاً لهذا التعريف فإن صندوق الثروة السيادية لا يتضمن صناديق التقاعد الحكومية والشركات الاقتصادية المملوكة للدولة، بالإضافة إلى احتياطات الصرف المدارة من قبل السلطات النقدية المستعملة لتحقيق أهداف السياسة النقدية. ( Sovereign Wealth Fund Institute, 2009)

وجاءت العديد من الأدبيات السابقة بتعريف للصناديق السيادية، فقد عرف بوفليخ (2009)، صندوق الثروة السيادي بأنه آلية أو أداة ينشئها بلد لديه فائض مالي محقق نتيجة فائض الميزان التجاري، أو بسبب ارتفاع الإيرادات العامة للدولة بهدف ادخار أو استثمار هذا الفائض داخليا أو خارجيا في الأسواق المالية العالمية أو البنوك والمؤسسات المالية الدولية. (بوفليخ، 2009).

وجاء في تعريف السبتي وآخرون (2017)، بأن صندوق الثروة السيادي هو عبارة عن صندوق استثماري حكومي، يتكون من أصول مالية مدارة من قبل الحكومة، يتم تأسيسه عادة من الفوائض المالية العامة (فوائض ميزان المدفوعات، أو عمليات النقد الأجنبي الرسمية، أو عائد الخصخصة، أو فوائض المالية العامة، أو الإيرادات المحققة من الصادرات السلعية، أو كل هذه الموارد مجتمعة)، الهدف من إنشاء هذه الصناديق هو تحقيق أهداف اقتصادية كلية، كما أن مجال نشاطه قد يكون داخلي أو خارجي. (السبتي وآخرون، 2017).

وعرفت Butt (2008)، صناديق الثروة السيادية بأنها أدوات استثمار مملوكة للدولة تستثمر على الصعيد العالمي في أنواع مختلفة من الأصول التي تتراوح من الأصول المالية إلى الأصول البديلة، وعادة ما يتم تمويل هذه المركبات الاستثمارية عن طريق "إيرادات تصدير السلع الأساسية أو نقل الأصول مباشرة من احتياطات العملات الأجنبية الرسمية"، وفي بعض الحالات يتم أيضا تحويل فوائض الموازنة الحكومية وفوائض المعاشات إلى صناديق الثروة السيادية.

كذلك قام Rajesh (2014)، بتعريف صناديق الثروة السيادية على أنها صناديق ذات أغراض خاصة مملوكة للحكومة العامة ولكنها تستثني الشركات المملوكة للدولة بالمعنى التقليدي، وبعبارة أخرى فإن صندوق الثروة السيادية هو صندوق استثمار مملوك للدولة يستثمر في الأصول الحقيقية والمالية، مثل الأسهم والسندات والعقارات والمعادن النفيسة والاستثمارات البديلة، وأن مصادر تمويل صناديق الثروة السيادية، هي بالأساس الإيرادات المحققة من صادرات السلع أو احتياطات النقد الأجنبي التي يحتفظ بها البنك المركزي. (2014, Rajesh).

## 2-1-2 الخلاصة:

مما سبق تُظهر التعاريف أن صناديق الثروة السيادية SWF تثبت في غالبها أنها هيئات حكومية ظهرت أغلبها في العصر الحديث، وكان ظهورها في الآونة الأخيرة بسبب طفرة حدثت في أسعار السلع كانت خارجة عن سيطرة الدول. توضح ذلك دراسة J-F Carpantier et all (2018) حول ظهور صناديق الثروة السيادية والتي تبين أن الخصائص الاقتصادية والسياسية المحلية يمكن أن تفسر سبب قيام بعض البلدان بإنشاء صناديق الثروة السيادية (SWF)، حيث يدعم ذلك وجود أرباح للموارد الطبيعية كالإيرادات النفطية، ووجود هيكل الحكومة القادر على الاستثمار بطريقة مفيدة في الاقتصاد المحلي أو الخارجي. وتشير النتائج إلى أن صناديق الثروة السيادية تميل إلى أن تنشأ في بلدان تواجه صعوبات في إيجاد فرص مناسبة للاستثمارات المحلية.

ومن التعاريف المختلفة السابقة تم اعتماد تعريف بوفليخ (2009) في هذه الدراسة لأنه تعريف شامل ويصف مفهوم الصناديق بشكل واضح ومختصر، والذي ينص على أن صندوق الثروة السيادي هو آلية أو أداة ينشئها بلد لديه فائض مالي محقق نتيجة فائض الميزان التجاري، أو بسبب ارتفاع الإيرادات العامة للدولة بهدف ادخار أو استثمار هذا الفائض داخليا أو خارجيا في الأسواق المالية العالمية أو البنوك والمؤسسات المالية الدولية. (بوفليخ، 2009).

وفي بيان ظهور صناديق الثروة السيادية تم الاعتماد على دراسة (Truman, 2008) في معلومات عن سنوات إنشاء صناديق الثروة السيادية وخصائص إدارة تلك الصناديق. كما جاء في الجدول (1) الذي يبين أن هناك 16 دولة أنشأت أول صناديقها السيادية في الفترة بين عامي 1998 – 2008، حيث كان أكبرها هي الصين وقطر وكازاخستان وروسيا بأصول تتجاوز 100 مليار دولار أمريكي بنهاية عام 2016 .

جدول(1): الدول التي تم تأسيس صندوق الثروة السيادية فيها لأول مرة في الفترة 1998 - 2008.

الدولة	العام	الأصول*	صندوق الثروة السيادي
الجزائر	2000	50	صندوق ضبط الموارد
أذربيجان	1999	37.3	صندوق النفط الحكومي
البحرين	2006	10.6	شركة ممتلكات القابضة
تشيلي	2006	23.1	صندوق الاستقرار الاجتماعي والاقتصادي (15.2)
			صندوق احتياطي المعاشات (7.9)
الصين	2000	1049.8	شركة الصين للاستثمار (813.8)
			الصندوق الوطني للضمان الاجتماعي (236)
الغابون	1998	0.4	الغابون صندوق الثروة السيادية
إيران	2000	62	صندوق تمكين النفط
كازاخستان	2000	148.3	SAMRUK-KAZYNA JSC (69.3)
			الصندوق الوطني الكازاخستاني (77)
			المؤسسة الوطنية للاستثمار (2)
كوريا الجنوبية	2005	91.8	مؤسسة كوريا للاستثمار
المكسيك	2000	6	صندوق استقرار عائدات النفط في المكسيك
نيجيريا	2003	1	حساب الفائض الخام
بيرو	1999	9.2	صندوق الاستقرار المالي
روسيا	2008	152.2	الصندوق الوطني للرعاية الاجتماعية (73.5)
			صندوق الاحتياطي (65.7)
			صندوق الاستثمار المباشر الروسي (13)
السعودية	غير معروف	439.1	صندوق الأصول الأجنبية لمؤسسة النقد العربي السعودي SAMA
ترينداد وتوباغو	2007	5.5	صندوق التراث والاستقرار
فنزويلا	1998	0.8	الصندوق الوطني للتنمية
			صندوق استقرار الاقتصاد الكلي

المصدر: استناداً إلى دراسة (TRUMAN, 2008) وبيانات تم جمعها في ديسمبر 2016 على موقع معهد SWF .  
\* يبلغ عمود الأصول (المتركم) حجم الأصول بمليار دولار أمريكي اعتباراً من سبتمبر 2016.

## 2-1-2 أنواع صناديق الثروة السيادية

تصنف صناديق الثروة السيادية وفقاً إلى مجموعة من المعايير إلى عدة أنواع، كما يلي:

### 2-1-2-1 وفقاً لمجال عمل الصندوق

تنقسم صناديق الثروة السيادية وفقاً لمجال عملها إلى صناديق محلية وصناديق دولية وهي كالتالي:

(بوفليخ، 2009)

1. **صناديق سيادية محلية:** يتركز نشاطها داخل البلد، بمعنى أن توظيف الفوائض المالية لهذه الصناديق في مختلف المجالات والفرص المتاحة للاستثمار في الداخل، وتعود هذه الصناديق باستثمارها في الدخل بفوائد كبيرة لاقتصادها الوطني من حيث التسريع من وتيرة التنمية الاقتصادية وزيادة الناتج المحلي الإجمالي، ومن هذه الصناديق جهاز قطر للاستثمار الذي انطلق يبحث عن أفضل الفرص الاستثمارية في الأسواق الخارجية وفي نفس الوقت أسس شركات محلية ومنها بروة العقارية ومصرف الريان الإسلامي.
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<sup>1</sup> مثل هيئة أبوظبي للاستثمار، وصندوق المعاشات الحكومي النرويجي.

## 2-2-1-2 وفقا لمصادر دخل الصندوق

صناديق الثروة السيادية وفقا لمصادر دخلها يمكن تقسيمها إلى أربعة أنواع وهي:

1. الصناديق الممولة عن طريق عوائد المواد الأولية (صناديق سيادية نفطية)، أي أن مواردها تأتي أساسا من صادراتها النفطية، وهي صناديق تكونها الدول المصدرة للمواد الأولية وأساسها النفطية.
2. الصناديق الممولة بفوائض المدفوعات التجارية (صناديق سيادية غير نفطية)، أي أن مواردها تتمثل أساسا في فائض الميزان التجاري واحتياطات الصرف.
3. الصناديق الممولة بفوائض الخصصة، أي خصصة القطاع العمومي وحيث أن المؤسسات المخصصة هي ملك عام لجميع الأجيال ذلك يتم تحويل كل أو جزء من عوائد الخصصة إلى صناديق سيادية.
4. الصناديق الممولة بفائض الميزانية، فعند تحقق فائضا في الميزانية العامة للدولة يتم تحويل هذا الفائض لاستثماره في الأصول المالية وتنميته لتحقيق عوائد من جهة ولتوجيه المعطيات الاقتصادية من جهة ثانية. (قدي، 2009)

## 3-2-1-2 وفقا لوظيفة الصندوق

تنقسم الصناديق السيادية وفق هذا المعيار إلى قسمين وهي: (بوفليخ، 2009)

1. صناديق ادخارية : وأحيانا يطلق عليها صناديق الميراث أو الأجيال، مثل الصندوق الكويتي، والهدف من هذا الصندوق ضمان حصة من الثروة للأجيال القادمة بحيث يكون في مقدورهم التمتع بمستويات معيشية لا تقل عما تتمتع به الأجيال الحالية، وخاصة بعد نزوب المورد الطبيعي، وتكون موارده إما من عوائد النفط أو من العوائد الحكومية.
2. صناديق استثمارية : تقوم بتوظيف أصولها في الأسواق المالية العالمية مهما كانت أداة الاستثمار المستخدمة كالعقارات أو الأوراق المالية أو الذهب أو العملات الأجنبية وغيرها، مثل هيئة أبوظبي للاستثمار.

<sup>1</sup> لمرض الهولندي: انه مفهوم يوضح العلاقة الظاهرة بين الزيادة في اكتشافات الموارد الطبيعية وانخفاض الانتاج بالقطاع الصناعي، وقد اطلق هذا المفهوم من قبل الهولنديين سنة 1977 بعد الانخفاض المستمر في الانتاج الصناعي منذ اكتشاف حقل غاز كبير سنة 1959. وهو مفهوم يوضح التناقض بين زيادة الموارد الطبيعية غير المتجددة (كالنفط مثلا)، الذي يؤدي بدوره الى قلة النمو الاقتصادي وظهور نتائج تنموية سيئة.

## 4-2-1-2 وفقا لدرجة الاستقلالية

وتنقسم الصناديق السيادية بدورها وفق هذا المعيار إلى قسمين وهي: (بوفليح، 2009)

1. صناديق سيادية حكومية : وهي صناديق سيادية تابعة للحكومة ولا تتمتع باستقلالية القرار، كما أنها لا تخضع للرقابة المستقلة والمساءلة.
2. صناديق سيادية مستقلة نسبيا : وهي صناديق سيادية تتمتع باستقلالية نسبية عن الحكومة، حيث تديرها الحكومة بالإضافة إلى البنك المركزي، كما أنها تخضع لرقابة ومساءلة السلطة التشريعية والرأي العام.

## 3-1-2 أهداف صناديق الثروة السيادية

للصناديق السيادية عدة أهداف تختلف من صندوق لآخر، لكن جميعها لديها هدف مشترك متمثل في نقل الثروة إلى المستقبل، وغالبا ما تتباين أهداف صناديق الثروة السيادية باختلاف أنواعها ومبررات إنشائها، ورغم ذلك يمكن إبراز أهم الأهداف فيما يلي: (بوفليح، 2009)

- حماية الاقتصاد والموازنة من خطر الصدمات الخارجية الناتجة عن التقلبات الحادة في المداخيل.
- تحقيق مبدأ عدالة توزيع الثروة بين الأجيال عن طريق تعظيم الادخار الموجه للأجيال القادمة.
- تنويع مداخل البلد وبالتالي التقليل من الاعتماد على صادرات السلع غير المتجددة.
- تعظيم عوائد احتياطات الصرف الأجنبية.
- مساعدة السلطات النقدية على امتصاص السيولة غير المرغوبة.
- توفير أداة لتمويل برامج التنمية الاقتصادية الاجتماعية.
- تحقيق أهداف استراتيجية سياسية واقتصادية .

## 4-1-2 دوافع إنشاء صناديق الثروة السيادية

تتباين دوافع إنشاء صناديق الثروة السيادية من بلد لآخر حسب مميزات وخصائص الهيكل الاقتصادي ومصدر الفائض المالي المحقق، فيمكن تلخيص أهم الدوافع التي جاء بها (المنيف، 2009) كما يلي:

1. الدافع الأول والأهم هو التحسب للنضوب الطبيعي للمورد والحاجة لبناء أصول أخرى تدر دخلا يعوض نضوب الأصل الحالي، واستغلال إيراداته من قبل الجيل الحالي، وهو ما اصطلح عليه بتحقيق العدالة بين الأجيال.
  2. أما الدافع الثاني لإنشاء صناديق الثروة السيادية فيتعلق بالطاقة الإستيعابية للاقتصاد الوطني وإمكانات تنويع قاعدته، وهذه تعتمد على حجم الاحتياطي والإنتاج، وبالتالي حجم العائدات بالنسبة للفرد وكذلك حجم الاقتصاد مقارنة بتلك العائدات، وعوامل أخرى مرتبطة بالإمكانات الحالية والممكنة لذلك الاقتصاد، وهذا يعني أن اقتصادات البلدان صغيرة الحجم قليلة السكان، وذات إمكانات التنويع المحدودة، يكون لديها حافز أكبر لإنشاء صناديق لادخار أو استثمار العوائد النفطية.
  3. كما أن تعرض احتياطات الصرف الأجنبي لمخاطر مرتبطة بتقلبات معدلات الفائدة وسعر الصرف الأجنبي يعتبر دافع مهم يفرض على الدول تنويع مجالات توظيف هذه الاحتياطات، وهو ما يمكن القيام به عن طريق إنشاء صناديق سيادية تقوم باستثمار جزء من هذه الاحتياطات في أصول مالية متنوعة مما يؤدي إلى التقليل من المخاطر.
  4. ويمكن لصناديق الثروة السيادية أن تساعد في نقل التكنولوجيا إلى الدول المالكة حيث تؤدي الاستثمارات المباشرة والغير مباشرة لهذه الصناديق في الدول المتقدمة إلى توسيع حجم المبادلات الاقتصادية بما فيها عمليات نقل التكنولوجيا والمعارف.
- وأخيراً نستنتج أن صناديق الثروة السيادية SWF هي صناديق استقرار تنشأ للتصدي لتقلبات أسعار السلع الأساسية، وبالتالي ضرورة العمل على تحقيق استقرار إيراداتها من صادرات هذه السلع.

## 1-2 الدراسات الأدبية عن صناديق الثروة السيادية

تناقش الدراسات الأدبية موضوع الصناديق الأدبية من عدة جوانب منها ما يتطرق إلى أهداف الصناديق السيادية، ومنها من يناقش مجالات استثمارات هذه الصناديق، وفي هذه الدراسة تم تصنيف بعض الدراسات بناء على الجانب الذي تطرقت له فيما يخص الصناديق السيادية.

فقد حظيت صناديق الثروة السيادية (SWF) باهتمام كبير في الآونة الأخيرة، هذا الاهتمام المفاجئ لصناديق الثروة السيادية نتج في الغالب عن النمو السريع في حجمها الكبير وكونها المكون الأهم في استثمارات المحافظ الدولية، أكد ذلك (Truman & Bangnall, 2013) في دراسته التي



حدّث فيها قائمة عن تقدم الصناديق السيادية، هذا التحديث خاص بالشفافية والمساءلة لصناديق الثروة السيادية نتج عنه أن العديد من الصناديق حققت تقدماً كبيراً في تقديم المزيد من المعلومات حول أنشطتها. كما أن السياسيون في البلدان التي تستثمر فيها الأموال يرحبون بشكل عام بالموارد المالية الإضافية من الخارج لكن في ظل وجود قلق بشأن دوافع المستثمرين والتهديدات المحتملة للأمن السياسي والاقتصادي والمالي. لذلك تسعى البلدان التي توجد فيها الصناديق لمعرفة المزيد عن كيفية استثمار ثروتها الوطنية. وخلصت الدراسة إلى أنه استجابة لهذه المخاوف اتخذت السلطات والمديرون المسؤولون عن صناديق الثروة السيادية في العديد من البلدان خطوات لإزالة الغموض عن نشاطات هذه الأموال. وأحرزت الدراسة تقدماً في زيادة الشفافية والمساءلة حول الصناديق السادية إلا أنه لا تزال الحاجة إلى المزيد من الشفافية تظل مستمرة باستمرار نمو تلك الصناديق وزيادتها. (Truman & Bangnall, 2013).

أيضاً وفي ظل تلك الأهمية لصناديق الثروة السيادية حلت ورقة (Beck and Fidora, 2008) أثر صناديق الثروة السيادية (SWF) على الأسواق المالية العالمية كما قدمت حسابات احتياطية للتأثير المحتمل لنقل احتياطات النقد الأجنبي التقليدية إلى صناديق الثروة السيادية على رأس المال العالمي. وبيّنت أنه إذا تصرف صناديق الثروة السيادية كمستثمر وخصصت أصول أجنبية وفقاً لقيمة رأس المال بدلاً من اعتبارات السيولة فإن المحافظ المالية تقلل من "تحيزها" نحو العملات الاحتياطية الرئيسية. ونتيجة لذلك، فإن المزيد من رؤوس الأموال تنخفض "من أسفل إلى أسفل" من الاقتصادات الغنية إلى الاقتصادات الأقل ثراءً، بما يتماشى مع التنبؤات التقليدية الكلاسيكية الجديدة. وفي ظل ذلك فإن منطقة اليورو والولايات المتحدة يمكن أن يخضعا لتدفق صافي رأس المال بينما ستجذب اليابان والأسواق الناشئة صافي تدفقات رأس المال. كما يتبين أن هذه النتائج حساسة للافتراضات البديلة لأهداف محفظة الصناديق السيادية. وأخيراً تناقش الورقة ما إذا كان التغيير في صافي رأس المال الناتج عن صناديق الثروة السيادية يمكن أن يكون له تأثير على أسعار الأسهم وعوائد السندات. واستناداً إلى نهج دراسة الأحداث، لا يمكن العثور على أي دليل على تأثير أسعار الأسهم في مبيعات الأسهم غير ذات الدوافع التجارية من جانب صندوق المعاشات التقاعدية الحكومي النرويجي. (Beck and Fidora, 2008).

كما أكد (Chhaochharia and Laeven, 2008) في دراسة عن الأهداف الاستثمارية وأداء صناديق الثروة السيادية أن صناديق الثروة السيادية برزت كمستثمر هام في الأسهم العالمية

وجذبت الاهتمام المتزايد، وأنها تستثمر إلى حد كبير في التنوع بعيداً عن الصناعات في الداخل، ولكنها تفعل ذلك في الغالب في البلدان التي تشترك في نفس الثقافة، مما يوحي بأن قواعد استثمارها ليست مدفوعة بالكامل بأرباح تعظيم الأهداف. (Chhaochharia and Laeven, 2008).

غالباً ما تُصور صناديق الثروة السيادية في المقام الأول كشركات إدارة استثمارية مهنية ذات مهام وأهداف استثمارية محددة، بما في ذلك إيصال عوائد استثمارية عالية من المحافظ الدولية المتنوعة، ومع ذلك فإن صناديق الثروة السيادية كصناديق استثمار خاضعة لسيطرة الدولة تعكس أيضاً قضايا تم تحديدها بالمثل مع ملكية الدولة الكبيرة للشركات الخاصة. فعلى سبيل المثال دراسة (Chen et al, 2017) التي تدرس العلاقة بين نوع الملكية والمخصصات الرأسمالية على مستوى الاستثمار جاءت بديلاً قوياً على أن نوع الملكية له تأثير على حساسية الاستثمار لسعر السهم فملكية الحكومة (الأجنبية) يضعف أو يقوي الاستثمار، ويعتمد تأثير الملكية الأجنبية على سيطرة الحكومة، كما تسلط نتائجها الضوء على الدور الهام لنوع الملكية في أنها المحدد الرئيسي في سلوك وكفاءة استثمار الشركات. (Chen et al, 2017).

في الكثير من الأدبيات مثل (Raj & John, 2018) يتم تعريف الحوكمة باعتبارها مجموعة من القواعد الرسمية وغير الرسمية للعبة (وشفافيتها) التي تنظم وتوجه نشر وتوزيع الموارد التنظيمية، وترتبط الأبحاث التي تدرس ارتباط صناديق الثروة السيادية والحوكمة ارتباطاً وثيقاً بتدفق الأبحاث الأوسع الذي يدرس ارتباط ملكية الحكومة لاستثمارات الصناديق. وباستخدام البيانات الخاصة بـ 49 صندوقاً سيادياً كبيراً على الصعيد العالمي، توثق الدراسة أدلة هامة اقتصادياً على تأثير الثقافة الوطنية على حوكمة صناديق الثروة السيادية وتمثل هذه الدراسة إحدى المراجع التي تم الاعتماد عليها في أعداد متغيرات البحث حيث اعتمدت على دراسة النمو الاقتصادي، والانفتاح التجاري، ورصيد الحسابات الجارية، والمستوى العام، والإيرادات. كمتغيرات تؤثر على حوكمة الصناديق. وخلصت الدراسة إلى أنه ترتبط حوكمة صناديق الثروة السيادية بشكل أفضل بالتوجيه طويل المدى، كما أن حوكمة صناديق الثروة السيادية مرتبطة ارتباطاً سلبياً بزيادة الاستثمار في الأصول الأجنبية. (Raj & John, 2018).

في نفس السياق تبحث ورقة (Kotter and Lel, 2011) استراتيجيات الاستثمار لصناديق الثروة السيادية (SWF) وتأثيرها على تقييم الشركة المستهدفة، وكيف ترتبط كلاهما بشفافية صناديق الثروة السيادية، فوجدت أن استثمارات صناديق الثروة السيادية لها تأثير إيجابي على أسعار أسهم

الشركات المستهدفة ولكن ليس لها تأثير كبير على أداء الشركات والحوكمة على المدى الطويل، كما أن صناديق الثروة السيادية الشفافة أكثر احتمالاً أن تستثمر في شركات مقيدة مالياً ولها تأثير أكبر على قيمة الشركة المستهدفة من صناديق الثروة السيادية غير الشفافة. وخلصت الدراسة إلى أن صناديق الثروة السيادية تشبه المستثمرين في تفضيلهم للخصائص المستهدفة وفي تأثيرها على الأداء المستهدف، وأن شفافية صندوق الثروة السيادية تؤثر على أنشطة صناديق الثروة السيادية الاستثمارية وتأثيرها على قيمة الشركة المستهدفة. (Kotter and Lel, 2011).

أما في ما يتعلق بأهداف الصناديق السيادية ونشاطها المختلفة فقد جاءت الدراسات بتوثيق ذلك في نتائج مختلفة فخلص (Dewenter et al, 2010) إلى أن صناديق الثروة السيادية ذات استثمارات نشطة بينما خلص (Bortolotti et al, 2015) إلى أن صناديق الثروة السيادية ذات استثمارات سلبية حيث يحدد الصندوق الاجتماعي النرويجي كاستثناء في هذا الصدد لأنه يقوم بجهد فعال لتحقيق أهدافه ويحتفظ بحضور مستمر في أنشطة حوكمة الشركات الخاصة به. كما بينت بعض الدراسات أن أهداف صناديق الثروة السيادية لا يتم الكشف عنها بشكل عام أو تحديدها بوضوح (مثل SAMA)، خاصة كونها متصلة بالحكومات الأجنبية فلذلك توصف صناديق الثروة السيادية بأنها مبهمه.

فتقدم بعض الدراسات أدلة على أن صناديق الثروة السيادية تحقق أهداف أخرى إلى جانب تعظيم العائد، وتشير إلى أن العلاقات السياسية الثنائية تلعب دوراً في صنع القرار في صناديق الثروة السيادية، يؤكد ذلك نتائج (Bernstein et al, 2013) التي تشير إلى اعتبارات سياسية وتظهر أن صناديق الثروة السيادية بمشاركة أكبر من القادة السياسيين في إدارة الصناديق ترتبط باستراتيجيات الاستثمار التي تبدو لصالح أهداف السياسة الاقتصادية قصيرة الأجل في بلدانهم على حساب تعظيم العوائد على المدى الطويل. (Bernstein et al, 2013).

على عكس (Bortolotti et al, 2015) التي تظهر أن دوافع صناديق الثروة السيادية للاستثمار في الخارج خالية عموماً من أي أجندة أهداف سياسية، وأن عدد الحالات التي تعمل فيها صناديق الثروة السيادية كعناصر سياسية سيادية محدود. (Bortolotti et al, 2015).

وكذلك جاء في دراسة (Knill et al, 2012) التي تدرس دور العلاقات السياسية الثنائية في قرارات الاستثمار في صناديق الثروة السيادية وتشير نتائجها إلى أن صناديق الثروة السيادية تستخدم على الأقل جزئياً دوافع غير مالية في قرارات الاستثمار. وخلصت نتائجها التجريبية إلى

أن العلاقات السياسية تلعب دوراً في عملية صنع القرار في استثمارات الصناديق السيادية. بالإضافة إلى التدقيق التنظيمي المتزايد من حكومات البلدان المضيفة يتم تطبيقها عندما ينظر إلى عمليات الاستحواذ على صناديق الثروة السيادية عبر الحدود على أنها مدفوعة سياسياً. ( Knill et al, 2012)

عموماً، صناديق الثروة السيادية لديها دوافع وأهداف مختلفة في استثماراتها بالإضافة إلى الدوافع الاقتصادية العادية فمن الممكن أن تعكس أهداف أخرى غير الاقتصادية. ولأن الصناديق السيادية مملوكة في الغالب من قبل الجهات الحكومية أو السيادية فهذا يؤدي إلى اختلاف دوافع استثماراتها في الشركات الخاصة فهي لا تخضع للقوانين كمستثمر عادي من القطاع الخاص، فتكون هناك دوافع استراتيجية غير اقتصادية سياسية أو اجتماعية أو عسكرية أو خارجية لاستثمارات صندوق الثروة السيادية، على سبيل المثال يمكنها التحكم في مصادر المواد الخام والتكنولوجيا وغيرها من الموارد. فقد بينت دراسة (Kotter and Lel, 2011) أن سلطة سيادة صناديق الثروة السيادية تشمل قدرتها على مصادرة الثروة عن طريق تحويل الأصول إلى خارج البلاد باستخدام مركزها كمستثمر سيادي، فأهداف أصحابها الحكوميين ليس فقط تحقيق أقصى قدر من الربح إنما يتطلع إلى السعي إلى تحقيق أهداف عسكرية وسياسية واجتماعية، والمخاطرة في إمكانية استخدام استثمار صناديق الثروة السيادية في الشركات المستهدفة من قبل الحكومات الفاسدة من أجل المكاسب الشخصية للأفراد المرتبطين ارتباطاً كبيراً بها. (Kotter and Lel, 2011).

ومن ناحية أخرى حول صناديق الثروة السيادية حاولت عدد من الدراسات البحث عن فوائد الصناديق السادية وأثارها الايجابية والسلبية على البلدان والشركات المستهدفة.

فقد جاءت دراسة (Anderloni & Vandone, 2012) التي تهدف إلى التحقيق في التأثير المالي لصناديق الثروة السيادية (SWF) في أسهم البنوك الأوروبية والأمريكية الشمالية حول الأزمة المالية لعام 2008. وتستند إلى قاعدة بيانات تم جمعها يدوياً، وتلقي الضوء على التأثير على الأداء المالي (أسعار الأسهم) وعلى الأداء الاقتصادي (النسب ومعدلات النمو المختلفة) لاستثمارات صناديق الثروة السيادية في البنوك. وقارنت الدراسة أداء البنوك المدعومة من صناديق الثروة السيادية بعينة من غير المدعومه من الصندوق في فترتين زمنييتين (2004-2007 و 2008-2011). وجاءت أبرز النتائج التي توصلت إليها أن أثر مساهمة الصندوق في تحسين كفاية رأس مال البنوك. وتظهر البنوك المدعومة من الصندوق في مستوى أعلى من كل من "نسبة رأس المال

من الدرجة الأولى" و "نسبة رأس المال التنظيمي الإجمالي"، فالبنوك التي تلقت حقول رأس مال صناديق الثروة السيادية حققت معدلات كفاية رأس مال أفضل بعد الأزمة المالية من البنوك غير المدعومة من صناديق الثروة السيادية. (Anderloni & Vandone, 2012)

إن اعتبار صناديق الثروة السيادية ذات فائدة كبيرة للغاية يأتي نظراً لطبيعتها كمستثمرين طويلي الأجل وذات نفوذ منخفض، فبذلك يكون التأثير طويل الأجل على استقرار السيولة والأسواق المالية التي تعزز بدورها النمو الاقتصادي. ففي سياق ذلك تذهب دراسة (Gieve, 2009) إلى إن صناديق الثروة السيادية يمكن أن تكون ذات فائدة كبيرة في تحسين كفاءة توزيع الأصول العالمية ولها تأثير معتدل على الانكماش في الأسواق المالية. وخلصت الدراسة إلى أن ظهور صناديق الثروة السيادية التي تشكل استثمارات طويلة الأجل على المعايير المالية في نطاق أوسع من الأدوات هو تطور إيجابي ويأتي دليلاً على ذلك نمو احتياطات العملات الأجنبية في العديد من الأسواق الناشئة في أوروبا. كما تستنتج الدراسة أن الزيادة في الشفافية لكل من استراتيجية وأهداف الصناديق ونهج البلدان المتلقية للاستثمار الداخلي يساعد على تبديد المخاوف وضمان أنها تشكل قوة من أجل تكامل مالي عالمي أكبر بدلاً من كونها موجة جديدة تشكل مخاوف. لكن هذا الأثر الإيجابي يجب ألا يهمل أن نمو صناديق الثروة السيادية هو أيضاً نتيجة للاختلالات العالمية المستمرة في التجارة، فقد ساعدت هذه الاختلالات في خلق نقاط ضعف في الأسواق المالية وفي الاقتصاد الأوسع. (Gieve, 2009).

### 2-3 خلاصة

لدراسة ظاهرة صناديق الثروة السيادية لابد من تعريف شامل لها ضمن منظومة الاقتصاد المالي والعالمي، وتأتي التعاريف تبعاً لتعاريف منظمات دولية ومقالات ودراسات مهتمة بإبرازها. تختلف صناديق الثروة السيادية في التنوع فيما يتعلق بالحجم، واستراتيجية الاستثمار، وإدارة الاستثمار، والهيكل التشغيلي. يتمثل الاتجاه الملحوظ في أن صناديق الثروة السيادية تتبع استراتيجيات استثمار مباشر، والتي تشمل أيضاً الاستثمار في العملات. كما تستثمر صناديق الثروة السيادية في الأسهم الخاصة والحسابات المدارة، كما يتم الاستثمار في مجموعة من صناديق الدين التي تستهدف تمويل عمليات الاستحواذ على الأسهم الخاصة.

من خلال ما سبق يتضح أن السمة المشتركة للصناديق السيادية تتمثل في أنها مكلفة بإدارة واستثمار الأصول المملوكة لكيان سيادي، وعليه يمكن اعتماد تعريف الصناديق السيادية على أنها

تلك الصناديق التي تعود ملكيتها إلى الحكومة، والتي تم إنشائها بالأساس من أجل تحقيق أهداف اقتصادية ومالية مختلفة، ومصادر تمويلها من الإيرادات النفطية. يحاول هذه الجزء تغطية الأدبيات الناشئة عن صناديق الثروة السيادية، ولكن هناك سببين لعدم معرفتنا بصناديق الثروة السيادية. أولاً، أن صناديق الثروة السيادية غير واضحة، لذلك لم يتم توجيه أي اهتمام لها حتى وقت قريب. وثانياً، مسألة محدودية المعلومات عن أنشطتها. ولأن الأدبيات لديها القدرة على جلب المزيد من المعرفة حول صناديق الثروة السيادية مع تقدم الوقت والحصول على مزيد من المعلومات، اختارت هذه الورقة أن تشارك في المعلوماتية الخاصة بالصناديق السيادية لتدعم فكرة أن صناديق الثروة السيادية مدفوعة بدوافع اقتصادية وتتصرف ككيانات اقتصادية تسعى لتعظيم عوائدها المالية.

### الجزء الثالث: الجزء النظري

#### "نظرة عامة عن الصناديق السيادية في المملكة العربية السعودية"

##### 1-3 تمهيد

تعتبر التنمية الاقتصادية الشغل الشاغل لمعظم الدول النامية والدول النفطية بوجه الخصوص، فهذه الأخيرة على الرغم من توفيرها على الموارد المالية؛ إلا أنها لم تستطع تحقيق كل ما يلزمها من عملية التنمية داخل بلدانها، وعلى هذا الأساس فهي تسعى جاهدة إلى الاستغلال الأمثل لمواردها النفطية بهدف خلق مورد مالي غير هذا المورد الناضب الذي يساهم في خلق تنوع اقتصادي للدولة ويرفع من نسبة النمو. وتوضح الأدبيات أن هدف استغلال الموارد هو إحدى الدوافع وراء إنشاء صناديق ثروة سيادية.

في المملكة العربية السعودية كأحد أكبر الدول النفطية جاءت رؤية 2030، ولتحقيقها تم إطلاق دفعة من اثني عشر برنامجاً تنفيذياً تمتد حتى عام 2030، جاء من بينها برامج لصناديق الثروة السيادية لتعمل على تعزيز دور الصناديق السيادية كونها المحرك الفاعل لتنوع الاقتصاد في المملكة، وكان توجه الرؤية يتمحور في تحويل صندوق الاستثمارات العامة لأهم صندوق سيادي عالمياً لبلورة غاياتنا الوطنية في حقول الاستثمار داخلياً وخارجياً وتنويع مصادر البناء والإنماء، بالإضافة إلى تطوير قطاعات استراتيجية محددة من خلال تنمية وتعظيم أثر استثمارات الصندوق، ويسعى البرنامج لجعل الصندوق من أكبر صناديق الثروة السيادية في العالم، فضلاً عن تأسيس شركات اقتصادية وطيدة تساهم في تعميق أثر ودور المملكة في المشهد الإقليمي والعالمي.

أنشأت الحكومة في المملكة العربية السعودية أول صندوق سيادي لها من خلال إدارة الأصول الأجنبية لمؤسسة النقد العربي السعودي SAMA قبل حوالي 50 عاماً، ومن ثم تم انشاء صندوق الاستثمارات العامة بعدها عام 1971م. وظلت هذه الصناديق السيادية رافداً اقتصادياً رائداً ومساهماً في تطوير العديد من الكيانات الاستثمارية الوطنية، فقد أسهمت في تأسيس عدد من كبريات الشركات في المملكة منذ نشأتها، ايضاً على مر الأعوام ساهمت في تمويل العديد من المشاريع والشركات الحيوية والمشاركة فيها، مقدماً الدعم المالي إلى المشاريع ذات الأهمية الاستراتيجية للاقتصاد الوطني. كما سعت دائماً في أن تكون كذلك رافداً قوياً يعزز جهود الحكومة في سعيها لتحقيق الاستقرار المالي والتنوع الاقتصادي للدولة، ومحركاً فاعلاً يضمن استمرار التنمية في البلاد، ويضمن عدم استنثار هذا الجيل بالثروة عن الأجيال القادمة. وذلك من خلال تحقيق عوائد مالية مستدامة من خلال استثمار الفوائض المالية للدولة في أصول متنوعة ومقبولة المخاطر خارجياً، ومحلياً القيام بدور ريادي في تحفيز وانشاء مشاريع استراتيجية داخل الدولة. ووضعت أهدافها بصورة عامة في تعظيم عوائد الاستثمار وإدارتها بصورة حذرة ومدروسة المخاطر، وتوجيه الاستثمار بشكل استراتيجي ضمن نطاق زمني طويل الأمد، كما كانت الريادة في تطبيق أفضل الممارسات العالمية للاستفادة من شبكة العلاقات الدولية للصناديق لجذب الاستثمارات داخل اقتصاد المملكة وتحفيز الاستثمارات المحلية. ولتصبح الصناديق مركزاً للتميز في القطاع المالي والاقتصادي عالمياً جاءت رؤية 2030 ب 28 هدفاً تساهم برامج الصناديق السيادية في تحقيقها ضمن أهدافها الاستراتيجية الأربعة الخاصة بصندوق الاستثمارات العامة:

- الهدف الأول : تعظيم أصول الصندوق الاستثمارات العامة
  - الهدف الثاني : إطلاق قطاعات جديدة من خلال صندوق الاستثمارات العامة
  - الهدف الثالث : بناء شراكات اقتصادية استراتيجية من خلال صندوق الاستثمارات العامة
  - الهدف الرابع : توطين التقنيات والمعرفة من خلال صندوق الاستثمارات العامة
- من خلال أهمية صناديق الثروة السيادية كجهات فاعلة في الأسواق المالية الدولية حيث أشار موقع معهد الصناديق السيادية SWFI أن ناتج حجمها الكبير يصل إلى أكثر من 8 ترليون دولار، ولأن رؤية 2030 للمملكة جاءت باهتمام متزايد لدورها المتنامي في الاقتصاد العالمي لغرض تحقيق توازن مالي من خلال جعل صندوق الثروة السيادية في المملكة عملاقاً ومحركاً رئيسياً للاقتصاد العالمي وذلك باستثماراته الخارجية في قوى الشركات العالمية خاصة العاملة منها في مجال التكنولوجيا. فقد أظهرت البيانات المحدثة لـ (SWFI) المتخصصة في دراسة استثمارات الحكومات

والصناديق السيادية، في آخر تقرير لها في يونيو لعام 2018م، إن صندوق الأصول الأجنبية لمؤسسة النقد العربي السعودي حافظ على المركز الخامس عالميا ضمن أكبر الصناديق السيادية، حيث استقرت قيمة أصوله عند (494) مليار دولار مقارنة بأبريل لعام 2017. كما حافظ صندوق الاستثمارات العامة على المركز الـ 12 ضمن أكبر الصناديق السيادية في العالم بقيمة أصول بلغت (250) مليار دولار. ويستهدف صندوق الاستثمارات العامة رفع أصوله إلى 400 مليار دولار (1.5 تريليون ريال) بنهاية عام 2020. (معهد صناديق الثروة السيادية، SWFI).

#### جدول (2) تصنيف أكبر 20 صندوقا سياديا في العالم بنهاية يونيو 2018

المرتبة	الصندوق السيادي	الدولة	حجم الأصول (مليار دولار)
01	صندوق التقاعد الحكومي (Government Pension Fund- global)	النرويج	1035.2
02	شركة الصين للاستثمار (Corporation China Investment)	الصين	941.4
03	جهاز أبوظبي للاستثمار (Abu Dhabi Investment Authority)	الإمارات	683.0
04	الهيئة العامة للاستثمار Kuwait Investment authority	الكويت	592.0
05	الأصول الأجنبية لمؤسسة النقد العربي السعودي (ساما) (SAMA Foreign Holdings)	السعودية	494.0
06	محفظة الاستثمار التابعة لمؤسسة النقد بهونغ كونغ (Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio)	الصين	456.6
07	شركة سيف للاستثمار (Company SAFE Investment)	الصين	441.0
08	مؤسسة حكومة سنغافورة للاستثمار (Government of Singapore Investment Corporation)	سنغافورة	390.0
09	تيماسيك القابضة (Temasek Holdings)	سنغافورة	375.0
10	هيئة قطر للاستثمار (Qatar Investment Authority)	قطر	320.0
11	الصندوق الوطني للضمان الاجتماعي (National Social Security Fund)	الصين	295.0
12	صندوق الاستثمارات العامة (Public Investment Fund)	السعودية	250.0
13	مؤسسة دبي للاستثمار (Investment corporation of dubai)	الإمارات	229.8
14	شركة كوريا للاستثمار (korea investment corporation)	كوريا الجنوبية	134.1
15	مبادلة للاستثمار (Mubadala Investment Company))	الإمارات	125.0
16	مجلس أبوظبي للاستثمار (abu dhabi investment council)	الإمارات	123.0
17	صندوق المستقبل الأسترالي (Australian Future Fund)	أستراليا	105.4
18	صندوق التنمية الوطنية الإيراني (National Development Fund of Iran))	إيران	91.0



66.3	روسيا	صندوق الرفاه الوطني (National Welfare Fund)	19
66.0	ليبيا	هيئة الاستثمار الليبية ( libyan investment ) (authority)	20

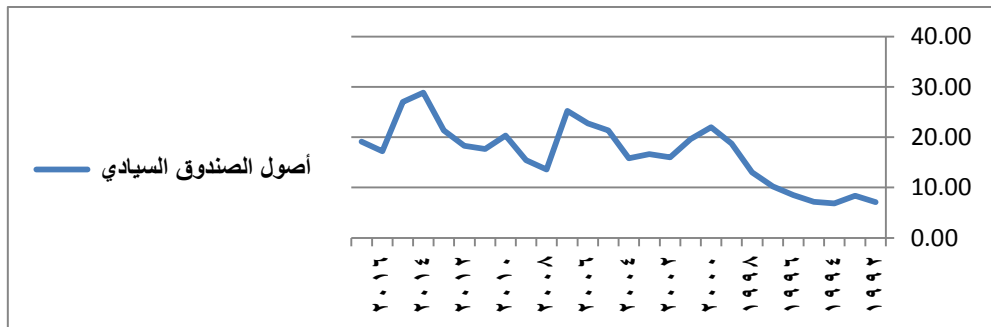
المصدر: استناداً إلى موقع معهد SWF . <https://www.swfinstitute.org>

### 2-3 الوضع الراهن للصندوق السيادي SAMA

تحققت الإنجازات الاقتصادية والاجتماعية في المملكة خلال السنوات الماضية نتيجة لاعتبارات عدة، وظهر ذلك جلياً على تطور الصناديق السيادية وزيادة فعاليتها. نلاحظ من الشكل (2) منحني تطور مؤشر كفاءة الصندوق السيادي للمتغير المستخدم في الدراسة، حيث يتكون متجه تذبذبي تصاعدي في مجمله العام. فبمعدل تغير سنوي موجب قدره 16.84 % ارتفعت من 7.10 مليار ريال سنة 1992 إلى 28. لتصل إلى 19.09 سنة 2017.

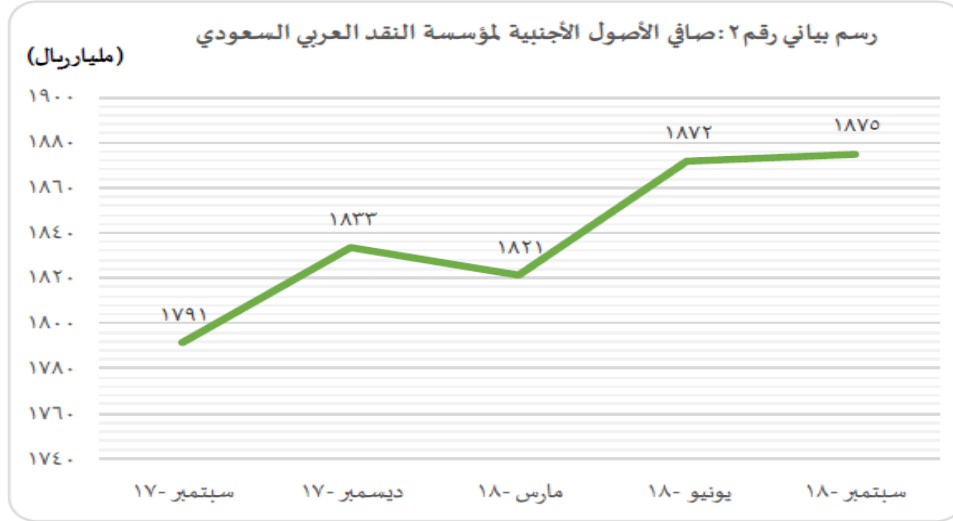
أما بالنسبة لصندوق الأصول لمؤسسة النقد العربي السعودي ساما (SAMA)، فقد أشارت البيانات الأولية للمركز المالي للمؤسسة إلى تسجيل إجمالي الموجودات الأجنبية خلال الربع الثالث من عام 2018 ارتفاعاً نسبته (0.1) %، يقدر ب (2.3) مليار ريال، ليبلغ (1892.6) مليار ريال، مقارنة بانخفاض نسبته (2.8) %، يقدر ب (50.8) مليار ريال خلال الربع السابق. في حين سجل ارتفاعاً سنوياً نسبته (4.6) %، يقدر ب (82.9) مليار ريال، مقارنة بالربع المقابل من العام السابق. كما سجلت صافي الأصول الأجنبية خلال الربع الثالث من عام 2018م ارتفاعاً نسبته (0.2) %، قدر ب (2.9) مليار ريال، ليبلغ سجل صافي الأصول الأجنبية (1874.7) مليار ريال، مقارنة بارتفاع نسبته (2.8) %، قدر ب (71.2) مليار ريال، ليبلغ سجل صافي الأصول الأجنبية (80.8) مليار ريال في الربع السابق، وسجل ارتفاعاً سنوياً نسبته (4.7) % يقدر ب (83.5) مليار ريال مقارنة بالربع المقابل من العام السابق، كما هو موضح في الشكل (3). (تقرير مؤسسة النقد للربع الثالث 2018، صفحة 5)

شكل (2): صافي أصول صندوق ساما السيادي



المصدر: من اعداد الدراسة بالاعتماد على بيانات مؤسسة النقد العربي السعودي.

### شكل (3): صافي الأصول الأجنبية لمؤسسة النقد



المصدر: مؤسسة النقد، تقرير التطورات النقدية والمصرفية للربع الثالث 2018

### 3-3 صندوق الاستثمارات العامة ضمن رؤية 2030

لقد نما دور الصندوق في حقله الاقتصادي بوتيرة متسارعة وخلاقة في ضوء الاستراتيجيات العريضة التي أقرها مجلس الشؤون الاقتصادية والتنمية. وذلك في سياق الجهود المبذولة لدفع عجلة التحول الاقتصادي الوطني والتغيير الإيجابي المستدام في المملكة، وعبر إسهام الصندوق الفعال في تنمية الاقتصاد المحلي وتوسيع محفظته من الأصول الدولية، مستثمراً في القطاعات والأسواق العالمية وفي تكوين الشراكات الاستراتيجية وإطلاق المبادرات الكبرى، لتحقيق أهدافه بكفاءة عالية، وتعظيم العائدات المستدامة على الاقتصاد الوطني بما ينسجم مع الأهداف الطموحة التي تتوخاها رؤية 2030.

حين فتحت رؤية 2030 أبوابها لمستقبل الوطن، الرؤية التي أعطت الاستثمار أولوية قصوى وحضوراً أقوى، كان لزاماً أن يرتبط ذلك بتطوير استراتيجية جديدة وطموحة تحقق الرؤية، إذ إن متطلبات المستقبل، وتحديات الراهن المعاصر تفرض نمطاً تحديثياً يتجاوز التحديات، ويساير التطلعات، الأمر الذي دفع إلى تحديث هيكله الصندوق وتوجهاته، وإعادة صياغة رؤيته ورسالته. ومن هذا المنطلق، راجع الصندوق الأصول التي تقع تحت إدارته، وطور لهذا الغرض ست محافظ استثمارية تتألف من أربع محافظ محلية ومحفظتين عالميتين، وترتبط هذه المحافظ في مجملها

بالأهداف الأربعة لبرنامج الصندوق الذي تتناوله هذه الوثيقة كالتالي: (تقرير برنامج صندوق الاستثمارات العامة (2018-2020)، صفحة 22)

### 1. محفظة الاستثمارات في الشركات السعودية

تشكل محفظة الاستثمارات في الشركات السعودية الجزء الأكبر من أصول الصندوق حالياً، وتشمل شركات مدرجة في سوق الأسهم وشركات غير مدرجة، وهذه الشركات موزعة على قطاعات مختلفة. ويهدف الصندوق عبر هذه المحفظة إلى تعظيم القيمة المستثمرة في الشركات السعودية، وذلك من خلال:

- تعظيم القيمة السوقية لهذه الشركات وجعلها من الشركات الرائدة إقليمياً أو عالمياً.
- وضع الخطط تجاه القطاعات بما يتوافق مع الفرص المتاحة، ومتابعة تنفيذ هذه الخطط.
- تعزيز التعاون والتنسيق بصورة منهجية بين الشركات التي يسهم فيها الصندوق، وفقاً للإجراءات المتبعة.
- الارتقاء بمعايير الحوكمة، وإدارة رأس المال، وسياسات توزيع الأرباح.

### 2. محفظة الاستثمارات الهادفة إلى تطوير القطاعات الواعدة وتنميتها

يهدف الصندوق من هذه المحفظة إلى تشجيع الاستثمار في القطاعات الجديدة الواعدة بالمملكة التي توفر إمكانية تنويع الاقتصاد وتنميته، وتمكين القطاع الخاص من تنمية هذه القطاعات وتطويرها، إذ يعمل الصندوق لتحقيق ذلك من خلال تأسيس شركات جديدة في هذه القطاعات.

### 3. محفظة الاستثمارات في المشاريع العقارية ومشاريع تطوير البنية التحتية السعودية

يهدف الصندوق إلى تطوير مختلف أصوله العقارية ورفع مستوى جودة البنية التحتية التي يملكها؛ إذ يعمل على إيجاد نماذج حضرية في المدن الرئيسية وتطوير مشاريع الإسكان والمشاريع السياحية، واستقطاب شركات التطوير ورأس المال الأجنبي والمحلي الرائدة للاستثمار في هذا الحقل.

### 4. محفظة المشاريع السعودية الكبرى

يقود الصندوق مجموعة من المبادرات لتطوير مشاريع كبرى فريدة من حيث النطاق والطموح؛ لتكون منظومات اقتصادية متكاملة تدعم جهود التحول الاقتصادي في المملكة وتُحرك عجلة الاستثمار في عدة قطاعات في الوقت نفسه، وتحقق عوائد ربحية مرتفعة على استثماراته في المديين المتوسط والطويل.

### جدول (3): العوائد المتوقعة على المدى الطويل من محافظ استثمار صندوق الاستثمارات العامة

معدل العائد السنوي (%)	المحفظة
8.5	محفظة الاستثمارات في الشركات السعودية
9.0	محفظة الاستثمارات الهادفة إلى تطوير القطاعات الواعدة وتنميتها
7.0	محفظة الاستثمارات في المشاريع العقارية ومشاريع تطوير البنية التحتية السعودية
8.5	محفظة المشاريع السعودية الكبرى
8.0	محفظة الاستثمارات العالمية الاستراتيجية
6.5	محفظة الاستثمارات العالمية المتنوعة

المصدر: تقرير برنامج صندوق الاستثمارات العامة (2018-2020)، صفحة 23

### 4-3 مصادر التمويل

تتمثل مصادر تمويل أعمال الصندوق واستثماراته في أربعة موارد أساسية:

1. الأموال التي تضحها الدولة في الصندوق.
2. الأصول المملوكة للحكومة التي تحوّل ملكيتها إلى الصندوق.
3. القروض وأدوات الدين.
4. العوائد المستلقة من الاستثمارات.

### 5-3 الخلاصة:

تلعب رؤية 2030 دوراً هاماً للغاية في اقتصاد المملكة العربية السعودية؛ والصندوق يلعب دوراً هاماً في المجال الاقتصادي بشكل سريع في ضوء الاستراتيجيات العريضة التي أقرها مجلس الشؤون الاقتصادية والتنمية. وذلك في سياق الجهود المبذولة لدفع عجلة التحول الاقتصادي الوطني والتغيير الإيجابي المستدام في المملكة، وعبر إسهام الصندوق الفعال في تنمية الاقتصاد المحلي وتوسيع محفظته من الأصول الدولية، مستثمراً في القطاعات والأسواق العالمية وفي تكوين الشراكات الاستراتيجية وإطلاق المبادرات الكبرى، لتحقيق أهدافه بكفاءة عالية، و تعظيم العائدات المستدامة على الاقتصاد الوطني بشكل كبير.

من هذا الدور الكبير الذي تمثله الصناديق السيادية جاءت هذه الدراسة لتستعرض أهمية هذه الصناديق وحجم أصولها وموارد تمويلها، والشراكات الاستراتيجية التي تعمل على رفع حجم استثماراتها نحو اقتصاد وطني مزدهر وصناديق سيادية تعمل بكفاءة عالية.

## الجزء الرابع: الجزء التطبيقي القياسي

### 1-4 بيانات الدراسة

تتمثل بيانات الدراسة بالبيانات السنوية التي تصف متغيرات الدراسة خلال الفترة (1992-2017)، التي تم استخراجها من مجموعة بيانات مؤشرات التنمية العالمية (WDI) للمملكة العربية السعودية وبيانات لمؤسسة النقد العربي السعودي (SAMA)، عليه، تم استخدام السلاسل الزمنية لمؤشر الصناديق السيادية المتغير التابع المتمثل في صافي الأصول الاجنبية للصندوق السيادي في المملكة ساما SAMS (بوحدة المليار ريال سعودي) حيث هو المؤشر الأنسب بناء على (Carpantier & Vermeulen, 2018) وتقارير مؤسسة النقد العربي السعودي ونظراً لتوفر البيانات. وبناءً على الدراسات الأدبية تم استخدام محددات تقيس مدى كفاءة صندوق الثروة السيادي في فترة الدراسة مثل الأدبيات السابقة (Carpantier & Vermeulen, 2018) و (Raj & John, 2018). فجاءت السلاسل الزمنية لهذه المحددات كمتغيرات مستقلة وهي النمو الاقتصادي مقاس بالنمو في نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي كنسبة سنوية، والانفتاح التجاري مقاس بالتجارة كنسبة من إجمالي الناتج المحلي، وصيد الحسابات الجارية كنسبة من إجمالي الناتج المحلي، أما المستوى العام للأسعار يقاس بالتضخم وهو الأسعار التي يدفعها المستهلكون كنسبة سنوية، والايادات التي تقاس بإيرادات الموارد النفطية كنسبة من إجمالي الناتج المحلي.

### 2-4 نموذج الدراسة

لتحديد متغيرات أو محددات يمكن أن تفسر سبب اختيار الدول لصندوق الثروة السيادية ومقدار ما يتم وضعه في الصندوق، ولأية أغراض يمكن استخدامها، تم هيكلة عوامل اقتصادية في نموذج اقتصادي لمعرفة أثر هذه العوامل على صندوق الثروة السيادي في المملكة العربية السعودية. وباستخدام الصيغة الرياضية ادناه:

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \varepsilon_t$$

حيث أن:

Y : صافي صندوق الثروة السيادي

X<sub>1</sub> : النمو الاقتصادي، النمو في نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي (% سنوية)

X<sub>2</sub> : الانفتاح التجاري، التجارة (% من إجمالي الناتج المحلي)

- $X_3$  : رصيد الحسابات الجارية (% من إجمالي الناتج المحلي).
- $X_4$  : المستوى العام للأسعار، التضخم (الأسعار التي يدفعها المستهلكون (% سنوياً)).
- $X_5$  : الإيرادات وتقاس بإيرادات الموارد النفطية (% من إجمالي الناتج المحلي) .

#### 1-2-4 متغيرات النموذج

##### 1-1-2-4 النمو الاقتصادي $X_1$

ويُقاس بمعدل نسبة النمو السنوي لنصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي مبني على أساس سعر ثابت للعملة المحلية. نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي هو حاصل قسمة إجمالي الناتج المحلي على عدد السكان في منتصف العام. إجمالي الناتج المحلي بأسعار المشترين هو عبارة عن مجموع إجمالي القيمة المضافة من جانب جميع المنتجين المقيمين في الاقتصاد مضافاً إليه أية ضرائب على المنتجات ومخصوماً منه أية إعانات دعم غير مشمولة في قيمة المنتجات. ويتم حسابه بدون اقتطاع قيمة إهلاك الأصول المصنعة أو إجراء أية خصوم بسبب نضوب وتدهور الموارد الطبيعية.

##### 2-1-2-4 الانفتاح التجاري $X_2$

ويُقاس بالتجارة وهي مجموع الصادرات والواردات من السلع والخدمات مُقاسة كحصة من إجمالي الناتج المحلي.

##### 3-1-2-4 رصيد الحساب الجاري $X_3$

رصيد الحساب الجاري وهو عبارة عن مجموع صاف صادرات السلع، والخدمات، وصافي الدخل، وصافي التحويلات الجارية.

##### 1-1-2-4 المستوى العام للأسعار $X_4$

ويُقاس بالتضخم الذي يعكس (كما يقيسه مؤشر أسعار المستهلكين) التغير السنوي للنسبة المئوية في التكلفة على المستهلك المتوسط للحصول على سلة من السلع والخدمات التي يمكن أن تثبت أو تتغير على فترات زمنية محددة، ككل سنة مثلاً وتُستخدم بوجه عام صيغة لاسبيرز.

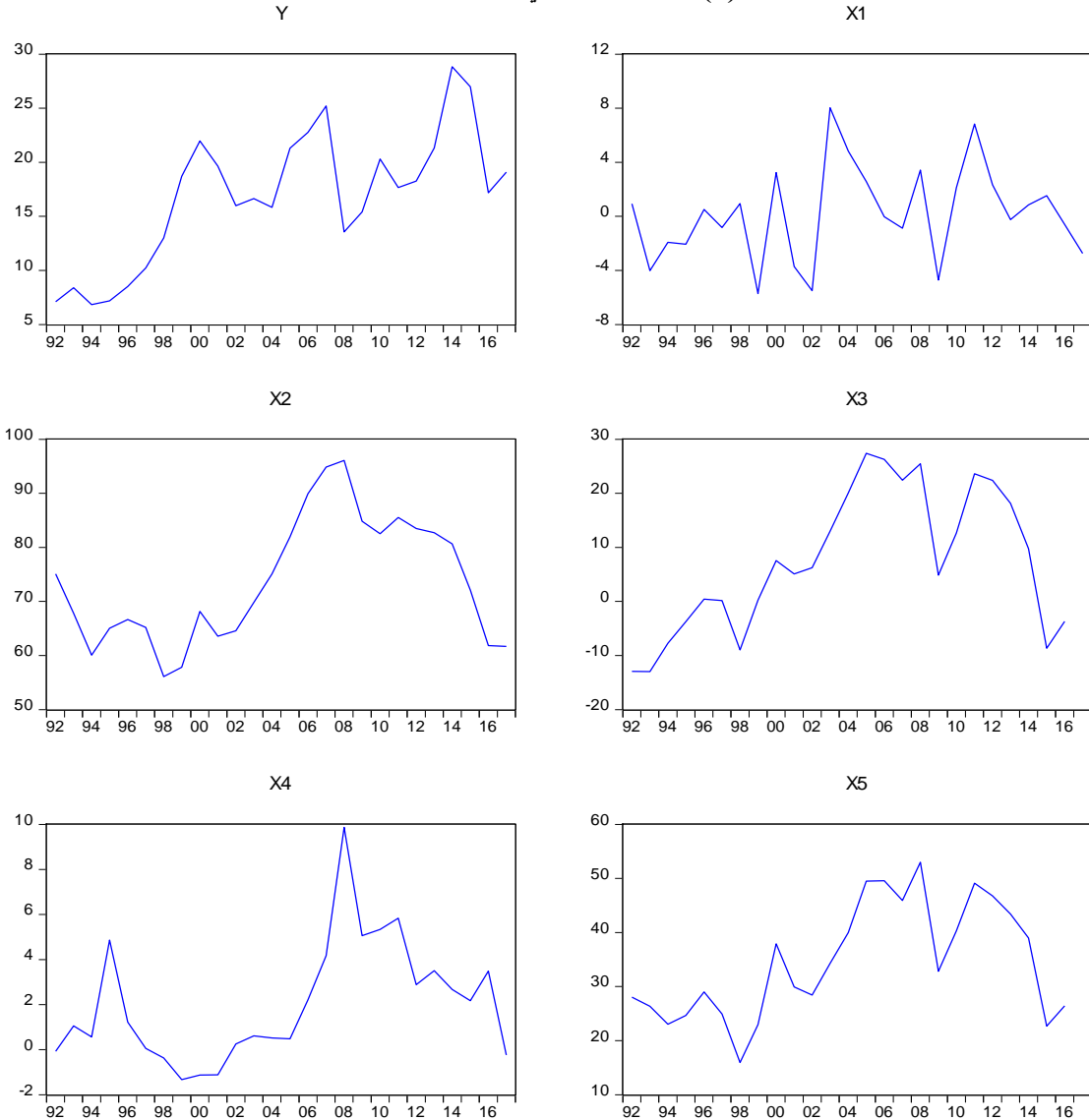
##### 1-1-2-4 الإيرادات $X_5$

وتُقاس بإيرادات الموارد النفطية كونها أهم مورد، وإيرادات الموارد النفطية هي الفرق بين قيمة إنتاج الموارد النفطية بالأسعار العالمية وإجمالي تكلفة الإنتاج.

ويرد وصف المتغيرات، وقياسها والعلاقة المتوقعة لها في الجدول (4) كما يمكن تتبع التسلسل الزمني لمتغيرات الدراسة من الشكل (4).

جدول (4): وصف المتغيرات					
المتغير	نوعه	رمزه	مقياسه	العلامة المتوقعة	الأثر الاقتصادي المتوقع
صندوق الثروة السيادي	تابع	Y	صافي الأصول الأجنبية لصندوق SAMA	-	-
النمو الإقتصادي	مستقل	X1	النمو في نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي (% سنوياً)	+	إيجابي إذا كان النمو الإقتصادي يولد أرباح استثمارية. سلبى إذا كان النمو الإقتصادي يولد خسائر استثمارية.
الانفتاح التجاري	مستقل	X2	بنسبة مئوية من إجمالي الناتج المحلي	+	إيجابي إذا كانت الصادرات والواردات تولد أرباح استثمارية. سلبى إذا كانت الصادرات والواردات تولد خسائر استثمارية.
رصيد الحسابات الجارية	مستقل	X3	بنسبة مئوية من إجمالي الناتج المحلي	-/+	إيجابي إذا كان الرصيد يحقق فائض يمكن تحويله الى الصندوق. سلبى إذا كان الرصيد يحقق عجز لا يمكن تحويله الى الصندوق.
الإيرادات	مستقل	X5	بنسبة مئوية من إجمالي الناتج المحلي		إيجابي إذا كانت الإيرادات تحقق فائض يمكن تحويله الى الصندوق. سلبى إذا كانت الإيرادات تحقق عجز لا يمكن تحويله الى الصندوق.

شكل (4): التسلسل الزمني لمتغيرات الدراسة بيانياً



المصدر: من اعداد الدراسة بالاعتماد على بيانات السلسلة الزمنية للمتغيرات باستخدام برنامج Eviews 10

### 3-4 منهجية قياسي الدراسة

#### 1-3-4 اختبار التكامل المشترك

يعد هذا الاختبار احد الاساليب المستخدمة في معالجة عدم سكون السلاسل الزمنية، فضلاً عن دعمه للنظرية الاقتصادية من خلال صياغة العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية ضمن حيز احصائي، علماً ان علم الاقتصاد يؤكد على ان هناك متغيرات اقتصادية تكون حركتها مستقرة عبر



الزمن، على الرغم من كونها تتصف بالندب العشوائي بشكل منفرد بالتالي اهمية تحليل التكامل المشترك في دراسة العلاقات الاقتصادية في المدى الطويل. (علي، 2013)

وبما أن التحليل القياسي من الدراسات التجريبية وما دمننا بصدد تحليل العلاقة لمتغيرات اقتصادية عن طريق اجراء تحليل الانحدار لبيانات تلك المتغيرات التي هي عبارة عن سلسلة زمنية تمتد لـ (25) مشاهدة وهي تمثل اجلاً طويلاً ، فلا بد من توافر عدة خطوات اساسية الخطوة الاولى: التأكد

من سكون بيانات السلاسل الزمنية لكل من هذه المتغيرات

الخطوة الثانية: وهي اختيار طريقة للتكامل وفقاً لهذه الدراسة يتم الاستعانة بنموذج (ARDL) لغرض التأكد من وجود تكامل مشترك بين متغيرات النموذج ام لا.

4-3-2-1 اختبار السكون للسلاسل الزمنية: يعد الاجراء الأولي في تقدير وقياس العلاقات بين المتغيرات الاقتصادية في اطار السلاسل الزمنية طويلة الاجل للتأكد من سكون السلسلة الزمنية بهدف عدم الوقوع في فخ الانحدار الزائف (Spurious Regression) الذي يظهر في حال عدم سكون السلسلة الزمنية،

ويعكس اختبار السكون مدى إمكانية وجود ظاهرة الانحراف الزائف في النماذج القياسية من عدمه، وذلك من وجود جذر الوحدة (Unit root) في بيانات السلاسل الزمنية للمتغيرات المدروسة والقيام بدورها بأخذ الإجراءات الكفيلة بمعالجة السلاسل الزمنية لتجعلها ساكنة من خلال الفرق الأول والفرق الثاني، وبالتالي التخلص من الانحراف الزائف في السلاسل الزمنية، ومن هذا المنطلق تكون السلسلة الزمنية ساكنة إذا اتصفت بالخصائص الإحصائية على النحو الآتي:

(Gujarat, 2009)

1. الوسط الحسابي للقيم المدروسة يكون ثابتاً عبر الزمن، اي  $(E[Y_t]=\mu)$ .

2. التباين للقيم المدروسة يكون ثابتاً عبر الزمن، اي  $Var(Y_t) = E(Y_t - \mu)^2 = \sigma^2$ .

3. قيمة التباين بين مدتين يجب أن تكون معتمدة على الفجوة الزمنية بينهما وليس على القيمة

الفعلية للزمن، ويحسب التباين وفق الصيغة التالية:  $\gamma_k = E[(Y_t - \mu)(Y_{t+k} - \mu)]$

وهناك عدة اختبارات لمعرفة سكون السلاسل الزمنية إلا أن أكثرها أهمية وشيوعاً لدى الباحثين على مستوى واسع اختبار ديكي فولر (Dickey- Fuller test, 1979) واختبار فيليبس بيرون

(Philips-Perron, 1988).

1. اختبار ديكي \_ فولر الموسع (Dickey- Fuller test): يتطلب القيام باختبار (ADF) للتأكد من إمكانية سكون السلاسل الزمنية للمتغيرات المدروسة من عدمه ثلاثة معادلات كالتالي:  
(DA Dickey, WA Fuller, 1979)

$$\Delta Y_t = \mu + \delta Y_{t-1} + \varepsilon_t \dots (1) \quad \text{إمكانية وجود حد ثابت وبدون اتجاه زمني}$$

$$\Delta Y_t = \mu + \alpha T + \delta Y_{t-1} + \varepsilon_t \dots (2) \quad \text{إمكانية وجود حد ثابت واتجاه زمني}$$

$$\Delta Y_t = \delta Y_{t-1} + \varepsilon_t \dots (3) \quad \text{بدون حد ثابت واتجاه عام}$$

وفقا للمعادلات أعلاه يكون قبول الفرضية الصفرية ( $H_0: P=1$ ) التي تعني إن السلاسل الزمنية للمتغيرات المدروسة تتضمن جذر الوحدة، وبالعكس إمكانية قبول الفرضية البديلة ( $H_1: P < 1$ ) التي تعني سكون السلاسل الزمنية للمتغيرات المدروسة، ويتم التحقق من اختبار (ADF) بالمقارنة بين القيمة المحسوبة مع القيمة الحرجة عند مستوى معنوية (1%, 5%, 10%). (Wooldridge, Jeffrey, 2013)

قام كل من ديكي\_ فولر عام 1981 بتطوير اختبار لجذر الوحدة أطلق عليه فيما بعد باسم اختبار ديكي\_ فولر الموسع باستخدام متغير ذو إبطاء للمتغيرات المفسرة للتوصل إلى نتيجة مفادها معالجة نقطة الضعف التي يعاني منها اختبار ديكي\_ فولر البسيط المتمثلة بمشكلة الارتباط الذاتي في حد الخطأ، ما يجعله أكثر دقة وكفاءة من اختبار ديكي\_ فولر البسيط، ويمكن توضيح اختبار ديكي\_ فولر الموسع من خلال المعادلة التالية: (Gujarat, 2009)

$$\Delta Y_t = \delta Y_{t-1} + \sum_{i=1}^n \theta_i \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t \dots (4)$$

2. اختبار فيليبس- بيرون (Philips-Perron): يعد اختبار (PP) ذا إمكانية اختبارية إحصائية أدق من (ADF) خصوصاً عندما يكون حجم العينة صغيرة، ويعتمد اختبار (PP) على طريقة إحصائية غير معلمية في تصحيح الارتباط الذاتي في بواقي معادلة اختبار جذر الوحدة (Kozhan, 2010). والجدير بالذكر أن اختبار (PP) يملك نفس توزيع اختبار (ADF) والفرضيات (فرضية العدم والفرضية البديلة) نفسها.

4-3-2-2 التكامل المشترك باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (ARDL) (Autoregressive Distributed Lag Estimate): قام كل من (Pesaran, 1997)

(Shinand and Sun, 1998) و Pesaran et al (2001) بتطوير منهجية (ARDL) وأصبح شائع الاستخدام في السنوات الأخيرة حيث لا يستلزم في هذا الاختبار أن تكون السلاسل الزمنية قيد الدراسة من نفس الرتبة أي ساكنة في نفس الدرجة سواء في المستوى أو الفروق الأولى أو خليط بينهما ولكن بشرط أن لا تكون السلاسل الزمنية ساكنة في الفروق الثانية (Duasa, 2007). يمتلك نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (ARDL) عدة خصائص تميزه عن باقي النماذج وهي كالتالي: (Inuomote, 2012)

- لا يتطلب تطبيق اختبار (ARDL) إن تكون السلاسل الزمنية المدروسة ساكنة في نفس الرتبة، علاوة عن إمكانية تقدير الأجل القصير والأجل الطويل في نفس الوقت في معادلة واحدة.
  - يتميز اختبار (ARDL) بإمكانية السماح للمتغيرات التفسيرية في النموذج بفترات تباطؤ زمني مختلفة وهذا لا يحصل في باقي النماذج القياسية الأخرى.
  - يتمتع اختبار (ARDL) بإمكانية تطبيقه في حال حجم العينة المدروسة صغيرة، كما يساعد على منع حدوث الارتباط الذاتي نتيجة المقدرات الناتجة من هذا الاختبار تكون كفوء وغير متحيزة.
  - يتميز بالبساطة في تقدير التكامل المشترك للسلاسل الزمنية المدروسة بواسطة طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية (OLS) بعد تحديد الحد الأقصى لمدد التباطؤ الزمني المثلى.
- يظهر نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (ARDL) خليط من نموذجين الإبطاء الموزع (Lag- Distributed model) والانحدار الذاتي (Autoregressive model) عندما يكون هناك وجود حالة من التكيف في المتغير التابع  $y_t$  يتأثر بالتغيرات التي تحدث بالمتغير التفسيري  $x_t$  وقيم متباطئة لمدد زمنية سابقة  $(x_{t-r})$ ، أي تأثير المتغير التفسيري لا يكون للمدة الزمنية الحالية فقط  $(t)$  وإنما خلال مدد زمنية متعددة سابقة  $(t-r)$ ، ويأخذ نموذج (ARDL) المعادلة التالية:

$$y_t = \beta + \beta_0 x_t + \beta_1 x_{t-1} + u_t \dots \dots \dots (1)$$

والسلوك الديناميكي (الحركي) يمكن التعبير عنه بواسطة القيم السابقة للمتغير التابع  $y_t$  وهذا يعني نفس المتغير التابع هو متغير تفسيري ولكن بشكل متباطئ زمنيا لمدة سابقة  $(y_{t-i})$  ويمثل ذلك أنموذج الانحدار الذاتي ويأخذ الصيغة التالية:

$$y_t = \lambda_1 y_{t-1} + \lambda_2 y_{t-2} + \dots + \lambda_p y_{t-p} + u_t \dots \dots (2)$$

وفقاً للمعادلة (1) أعلاه أنموذج (ARDL) يحتوي الجانب الأيمن على متغير تفسيري متباطئ زمنياً ( $x_{t-1}$ ) علاوة عن يحتوي المتغير التابع نفسه على قيم سابقة ( $y_{t-i}$ )، لذلك يأخذ المعادلة التالية:

$$y_t = \alpha + \alpha_1 y_{t-1} + \beta_0 x_t + \beta_1 x_{t-1} + u_t \dots \dots \dots (3)$$

حيث ( $x, y$ ) تمثل المتغيرات الذي تكون ساكنة في الدرجة صفر أو واحد أو مزيج بينهما. كما يعد اختبار أمكانية وجود علاقة طويلة الأجل (تكامل مشترك) بين المتغيرات المدروسة باستخدام أنموذج (ARDL) سواء كانت المتغيرات ساكنة من الدرجة الصفر أو من الدرجة واحد أو مزيج بينهما. (Narayan, Paresh, 2015)

وتبعاً لطريقة اختبار الحدود (Bound Test approach) يتم تحديد حدود دنيا وحدود عليا لاختبار F (F-statistic) بواسطة فرضية العدم ( $H_0$ ) التي تعني عدم أمكانية وجود علاقة تكامل مشترك في الأجل الطويل بين متغيرات النموذج عندما تكون قيمة F المحتسبة أقل من القيم الحرجة ترفض فرضية العدم وتقبل الفرضية البديلة التي تعني وجود تكامل مشترك، وفقاً لما سبق ومن الناحية التطبيقية فإن أنموذج تصحيح الخطأ واختبار الحدود يتم بعد تحديد درجة السكون للمتغيرات المدروسة نقوم بتطبيق المعادلة التالية:

$$\Delta y_t = a_0 + \sum_{i=0}^r a_{1i} \Delta y_{t-1} + \sum_{i=0}^r a_{2i} \Delta p_{t-i} + \sum_{i=0}^r a_{3i} \Delta m_{t-i} + \beta_1 y_{t-1} + \beta_2 p_{t-1} + \beta_3 m_{t-1} + \varepsilon_t \dots \dots \dots (4)$$

حيث:

$\Delta$  = الفرق الأول لقيم المتغير.

$a_0$  = الحد الثابت.

$r$  = عدد مدة الإبطاء الزمني المثلى.

$a_{1i}, a_{2i}, a_{3i}$  = المعاملات قصيرة الأجل للعلاقة الديناميكية.

$\beta_1, \beta_2, \beta_3$  = معاملات طويلة الأجل الذي من خلالها معرفة أمكانية وجود تكامل مشترك.

$t$  = الزمن

$\varepsilon_t$  = حد الخطأ العشوائي

وفقا للمعادلة أعلاه إذا أصبح أمكانية وجود تكامل مشترك بين المتغيرات محل الدراسة تبعا لاختبار الحدود سوف يقدر العلاقة قصيرة الأجل باستخدام نموذج تصحيح الخطأ كالتالي:

$$\Delta y_t = a_0 + \sum_{i=0}^r a_{1i} \Delta y_{t-1} + \sum_{i=0}^r a_{2i} \Delta p_{t-i} + \sum_{i=0}^r a_{3i} \Delta m_{t-i} + yECT_{t-1} + \varepsilon_t \dots (5)$$

حيث (ECT) تمثل حد تصحيح الخطأ يتم إضافته للنموذج أما (y) تمثل نسبة الانحراف التي يتم تصحيحها في المدة (t - 1) إلى المدة (t) وهذا يعني سرعة تصحيح الخطأ للمتغير التابع في الأجل القصير باتجاه قيمتها التوازنية في الأجل الطويل.

#### 4-4 نتائج القياسي التجريبية

#### 1-4-4 اختبارات السكون جذر الوحدة: (root unit Tests)

1. اختبار ديكي \_ فولر الموسع (ADF):

توضح نتائج الجدول (4)، أن متغيرات السلاسل الزمنية لكل من (Y, X<sub>2</sub>, X<sub>3</sub>, X<sub>4</sub>, X<sub>5</sub>) ساكنة بعد أخذ الفرق الاول (بحد ثابت وبدون حد ثابت واتجاه) وهذا ما يدل عليه قيم (ADF) المحسوبة التي كانت اكبر من القيم الحرجة عند مستوى معنوية (10%، 5%، 1%) ، بالتالي نقبل فرضية العدم التي تؤكد سكونها عند الفرق الأول واحتواء السلسلة الزمنية على جذر الوحدة وبالتالي تكاملها من الدرجة I(1). أما السلسلة الزمنية لـ (X<sub>1</sub>) فهي ساكنة عند المستوى (بحد ثابت وبدون حد ثابت واتجاه) لأن أن قيمة ADF المحتسبة عند المستوى اكبر من القيم الحرجة عند مستوى معنوية (10%، 5%، 1%) ، بالتالي نقبل الفرضية البديلة التي تؤكد خلو السلاسل الزمنية للمتغيرات من جذر الوحدة وبالتالي سكونها.

جدول (4): اختبار (ADF) لبيانات السلسلة الزمنية

Variables	ADF test		ADF test	
	In level I(0)		1 <sup>st</sup> difference I(1)	
	Intercept	Intercept & trend	Intercept	Intercept & trend
Y	-2.200	-3.223	-4.717*	-4.724*
X1	-4.754*	-4.958*	-4.212	-4.136
X2	-1.694	-0.846	-3.543*	-3.621*
X3	-1.866	-1.160	-4.414*	-4.837*
X4	-2.251	-2.149	-6.149*	-6.070*
X5	-1.927	-1.862	-5.204*	-5.244*

ملاحظة: \* ، تشير إلى الأهمية عند 5%.

المصدر: من اعداد الدراسة باستخدام برنامج Eviews 10

## 2. اختبار فيليبس \_ بيرون (PP)

توضح نتائج الجدول (5)، أن متغيرات السلاسل الزمنية لكل من  $(Y, X_2, X_3, X_4, X_5)$  ساكنة بعد أخذ الفرق الأول (بحد ثابت وبدون حد ثابت واتجاه) وهذا ما تدل عليه قيم P-P المحسوبة التي كانت اكبر من القيم الحرجة عند مستوى معنوية (1%، 5%، 10%) أي أنه ساكن عند الفرق الأول من الدرجة الأولى  $I(1)$ . باستثناء السلسلة الزمنية  $(X_1)$  فهي ساكنة بالمستوى و (بحد ثابت وبدون حد ثابت واتجاه) لأن أن قيمة P-P المحتسبة أكبر من القيم الحرجة عند مستوى معنوية (1%، 5%، 10%).

جدول (5): اختبار (P-P) لبيانات السلسلة الزمنية

Variables	ADF test		ADF test	
	In level I(0)		1 <sup>st</sup> difference I (1)	
	Intercept	Intercept & trend	Intercept	Intercept & trend
Y	-2.053	-2.485	-5.581*	-6.213*
$X_1$	-4.746*	-4.990*	-14.337	-17.015
$X_2$	-1.296	-1.173	-3.483*	-3.627*
$X_3$	-1.911	-1.106	-4.395*	-5.395*
$X_4$	-2.171	-2.063	-6.154*	-6.070*
$X_5$	-1.862	-1.853	-5.402*	-5.747*

ملاحظة: \*، تشير إلى الأهمية عند 5%.

المصدر: من اعداد الدراسة باستخدام برنامج Eviews 10

## 4-4-2 تحديد مدة الابطاء المثلى (Optimal Lag)

يلاحظ من خلال الجدول (6) بان عدد فترات الابطاء المثلى هو (1) اعتماداً على معيار اكايكي (AIC) وسكوارز (SC) و (HQ) هانان كوين هذا اعتماداً على المؤشرات المذكورة في الجدول التي تحمل اقل قيمة لها.

جدول (6) نتائج اختبارات اختيار التخلفات الزمنية VAR Lag Order Selection Criteria

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-60.51488	NA	25.10561	6.046807	6.344364	6.116903
1	-52.11531	11.45396*	12.92449*	5.374119*	5.721269*	5.455897*
2	-51.81690	0.379790	13.94178	5.437900	5.834643	5.531361
3	-50.17878	1.935962	13.36805	5.379889	5.826224	5.485032

المصدر: من اعداد الدراسة باستخدام برنامج Eviews 10

## 4-4-3 اختبار الحدود Bounds Test

يلاحظ من خلال الجدول (7) ان قيمة احصائية (F) تساوي (4.70289) اكبر من القيم الحرجة عند حدها الادنى عند جميع مستويات المعنوية (1%، 5%، 10%) والتي تعني قبول الفرضية البديلة اي ان هناك توازن طويل الاجل بين المتغير التابع والمتغيرات التفسيرية لمدة الدراسة.

جدول (7) نتائج اختبار الحدود

Test Statistic	Value	k
F.Statistic	4.70289	5
Critical Value Bonds		
Significance	الحد الأدنى	الحد الأعلى
%10	2.26	3.75
% 5	2.62	3.79
% 2.5	2.96	4.18
%1	3.41	4.68

المصدر: من اعداد الدراسة باستخدام برنامج Eviews 10

يوضح التقدير الاولي لنموذج (ARDL) الذي يضم صندوق الثروة السيادي كمتغير تابع و محددات كفاءته كمتغيرات تفسيرية، ان النموذج معنوي ككل من خلال اختبار (F) وقيمة معامل التحديد المصحح ( $\bar{R}^2$ ) (0.70) مما يعطي قوة تفسيرية للنموذج.

#### 4-4-4 تقدير العلاقة طويلة الاجل وقصيرة الأجل ومعلمة تصحيح الخطأ

من خلال الجدول (8) يلاحظ وجود استجابة طويلة الاجل بين المتغير التابع صندوق الثروة السيادي (Y) وبين محددات كفاءته من متغيرات مختارة أي هنالك علاقة معنوية بين المتغيرات التفسيرية و المتغير التابع.

جدول (8) المقدرات طويلة الاجل لنموذج ARDL

Long Run Coefficients				
ARDL(1, 0, 0, 1,0,1) selected based on Schwarz Bayesian Criterion, dependent variable is Y				
Variable	Coefficient	Std - Error	T- Statistic	Prob.
X1	-0.058	0.166	-0.349	0.7322
X2	0.465	0.114	4.070	0.001
X3	0.327	0.117	2.778	0.0003
X4	-1.365	0.325	-4.202	0.0008
X5	-0.463	0.076	-6.087	0.0000
C	-12.821	0.076	0.001	0.103

المصدر: من اعداد الدراسة باستخدام برنامج Eviews 10

كما يلاحظ من خلال الجدول (9) إن معامل تصحيح الخطأ يأخذ اشارة سالبة وهي معنوية إحصائياً عند مستوى أقل من 5% مما يعني انه تم تصحيح ما قيمته (38%) من الاختلال أو الانحراف قصير الأجل في المتغيرات التفسيرية في السنة السابقة إلى السنة الحالية، فضلاً عن أن المعلمات القصيرة الأجل تبين أن المتغيرات التفسيرية كانت معنوية أي هناك علاقة قصيرة الأجل بين المتغير التابع (صندوق الثروة السيادي) والمتغيرات التفسيرية لمحددات كفاءته (الانفتاح التجاري، رصيد الحسابات الجارية، المستوى العام للأسعار، الإيرادات) ماعدا المتغير التفسيري (النمو

الاقتصادي) فالمعلمة غير معنوية احصائياً، قد يكون ذلك بسبب أن نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي لا يملك تأثير إيجابي كبير على توازن مدخرات الصندوق السيادي.

#### جدول (9) نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ لمنهج ARDL

Long Run Coefficients				
Variable	Coefficient	Std - Error	T- Statistic	Prob.
X1	-0.151	0.453	-0.332	0.745
X2	1.212	0.305	3.969	0.001
X3	0.232	0.406	0.569	0.577
X4	-3.561	0.561	-6.267	0.000
X5	-0.918	0.537	-1.710	0.107
ECM(-1)	-0.383	0.067	-5.708163	0.000

المصدر: من اعداد الدراسة باستخدام برنامج Eviews 10

#### 5-4-4 نتائج الاختبارات التشخيصية Diagnostic test

يشير الجدول رقم (10) إلى الاختبارات التشخيصية التي تم إجراؤها على نموذج الدراسة لغايات التأكد من خلوه من المشكلات القياسية، بالإضافة إلى التحقق من كفاءته.

#### جدول (10): نتائج الاختبارات التشخيصية

Lagrange multiplier statistics		Probability
Serial correlation LM Test	CHSQ(1)=1.248	.264
Normality	Jarque-bera =.963	.618
Heteroscedasticity Test White	CHSQ(1)=12.059	.684

المصدر: من اعداد الدراسة باستخدام برنامج Eviews 10

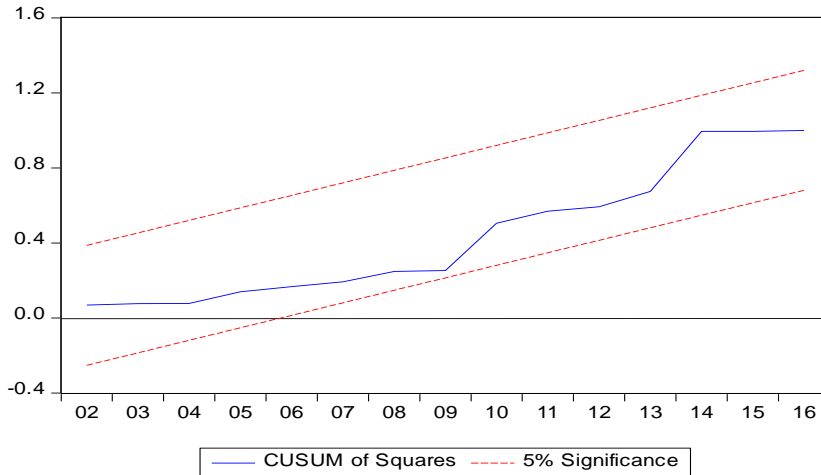
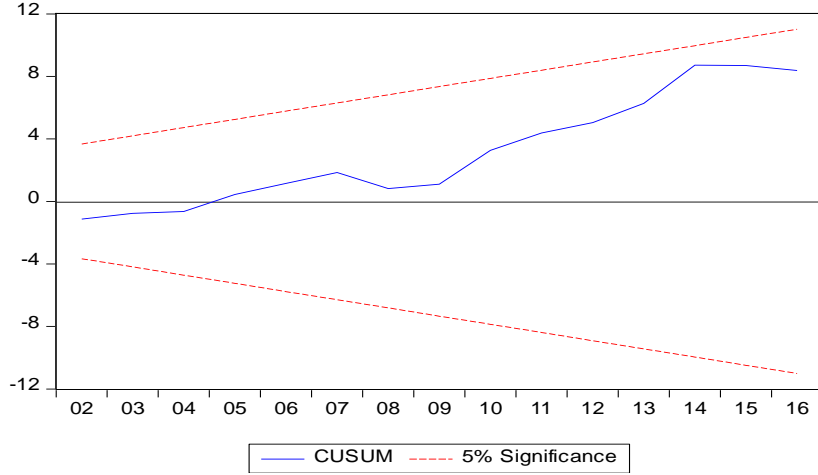
يلاحظ من الجدول أن القيمة الاحتمالية المتعلقة باختبار التوزيع الطبيعي للبواقي (Normality of Residuals test) بلغت (0.455) إذ تشير إلى عدم معنوية الاختبار، مما يعني قبول فرضية العدم التي تنص على أن بواقي النموذج موزعة توزيعاً طبيعياً. أما فيما يتعلق باختبار الارتباط التسلسلي (Serial Correlation Test) بين الأخطاء العشوائية، فأظهرت نتائج التقدير أن القيمة الاحتمالية للاختبار بلغت (0.790) ويشير ذلك إلى عدم وجود ارتباط تسلسلي بين الأخطاء، ومن ثم فإنه سيتم قبول الفرضية الصفرية القائلة بعدم وجود مشكلة ارتباط تسلسلي بين الأخطاء العشوائية. أما اختبار فرضية عدم تباين حد الخطأ، باستخدام اختبار ثبات التباين المشروط بالانحدار الذاتي Heteroscedasticity (White) Test توضح إمكانية قبول فرضية العدم القائلة بثبات تباين حد الخطأ العشوائي في النموذج المقدر وفقاً للقيمة الاحتمالية لهذا الاختبار.



#### 5-4-4 اختبار السكون لنموذج ARDL المقدر

شكل (2)

المجموع التراكمي للبقايا المتابع (CUSUM) & (SUSUMSQ)



المصدر: من اعداد الدراسة بالاعتماد على بيانات السلسلة الزمنية للمتغيرات باستخدام برنامج Eviews 10

وفقاً لنموذج (ARDL) اذا ما كان الرسم ما بين الحدود الحرجة بمستوى 5% تبعاً للاطار الزمني في هذه الحالة يتم قبول فرضية العدم التي تنص على ان المتغيرات محل الدراسة ساكنة، حسب الشكل (2) يبين ويثبت سكون المعلمات الطويلة والقصيرة الاجل لنموذج ARDL المقدر.

#### 6-4-4 التحليل الاقتصادي لنتائج النموذج القياسي

أن النتائج في الأجلين الطويل والقصير لا تتفق مع جميع الافتراضات في النموذج كون المعلمات لكل من النمو الاقتصادي والمستوى العام للأسعار والايرادات ترتبط بعلاقة عكسية مع صندوق

الثروة السيادي وأن المستوى العام للأسعار والايادات ذات أهمية معنوية عند مستوى 5% بينما النمو الاقتصادي ليس ذو دلالة احصائية وهذا يختلف مع نتائج ( Carpentier & Vermeulen, 2018) التي تستخلص أن نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي وايادات الموارد الطبيعية يؤثران بشكل إيجابي في تحقيق توازن مدخرات الصناديق السيادية. كما أن الانفتاح التجاري ورصيد الحسابات الجارية يرتبطان بعلاقة طردية مع صندوق الثروة السيادي، وأنها ذات أهمية معنوية عند مستوى 5%.

كما أوضحت النتائج القياسية للدراسة وجود استجابة قصيرة الاجل للمتغير التابع (صندوق الثروة السيادي) مع المتغيرات التفسيرية (النمو الاقتصادي والمستوى العام للأسعار والايادات) ، أي ان النمو الاقتصادي والمستوى العام للأسعار والايادات تنتج عنها اثار سلبية في الاجل القصير وهذا يتفق مع الدراسة التي تقدم بها (Carpantier & Vermeulen, 2018) التي تشير إلى وجود علاقة إيجابية عالية بين كلا من النمو الاقتصادي وايادات الموارد والصناديق السيادية، وذلك لأن النمو الاقتصادي وايادات الموارد تساهم في تحقيق دخل بسلاسة ينشأ اضافة في صافي الأصول الأجنبية. بينما ينطبق تأثير المستوى العام للأسعار السلبى على صندوق الثروة السيادي مع الدراسة التي تشير إلى أن التقلبات في الاسعار تُسي إلى توازن وكفاءة الصناديق ثروة السيادية. بينما تساهم كلاً من رصيد الحسابات الجارية والانفتاح التجاري بشكل ايجابي في صافي الأصول الأجنبية وهو ما يتطابق مع دراسة (Aizenman J, Glick R, 2009) التي تشير إلى أن البلدان التي تدير فوائض أكبر في الحساب الجاري أو تخصص في تصدير الوقود هي أكثر قدرة على إنشاء صناديق الثروة السيادية، مما يدل على كفاءة تلك الصناديق.

هذه النتائج تنطبق مع مجموعة من الأدبيات السابقة، الأمر الذي يوضح بشكل جلي أهمية تحديد مؤثرات كفاءة صناديق الثروة السيادية. من النتائج السابقة نجد أنه حتى نحقق الهدف من تحويل صندوق الاستثمارات العامة، إلى صندوق سيادي، فلا بد من تحسين المحددات التي تؤثر على الصندوق، بالعمل على نمو الإيرادات على المدى المتوسط والبعيد بشكل هيكلي ومستمر لأنه مصدر رئيسي لتمويل الصندوق السيادي، والعمل على تطوير الانفتاح التجاري كما عمل الصندوق بالفعل بإنشاء شراكات جديدة وقوية، في أكبر المجالات الاستثمارية الداخلية والخارجية، والعمل على الزيادة الحقيقية للنمو الاقتصادي برفع متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، على أن لا تؤثر هذه الزيادة على معدلات التضخم سلباً. عند الاهتمام بجميع محددات الصناديق ستحقق

الرؤية أهدافها بامتلاك المملكة العربية السعودية أكبر صندوق سيادي في العالم تتخطى حجم أصوله 1.5 تريليون دولار، متفوق بذلك على الصندوق النرويجي الذي يعد الأكبر في العالم من حيث حجم أصوله حتى الآن.

#### 4-4-7 النتائج غير المتوافقة مع الافتراضات النموذجية

##### أ) النتائج السلبية في الأجلين القصير والطويل:

- **النمو الاقتصادي** : قد يكون السبب في هذه العلاقة العكسية أن النمو الاقتصادي السريع قد يؤدي إلى ضغوط على الصندوق السيادي إذا لم تكن الاستثمارات في مشاريع طويلة الأجل ذات عوائد ثابتة. كذلك، قد تكون زيادة النمو الاقتصادي مصحوبة بزيادة في الطلب الداخلي والضغوط التضخمية التي قد تؤثر على استثمارات الصندوق.
- **المستوى العام للأسعار والإيرادات**: النتائج تشير إلى علاقة عكسية مع صندوق الثروة السيادي، وهو ما يتفق مع بعض الأدبيات التي تشير إلى تأثيرات سلبية للتقلبات في الأسعار. يمكن أن يكون السبب هو أن التذبذبات في الأسعار تزيد من عدم اليقين الاقتصادي وتؤثر سلباً على استثمارات الصندوق.

##### ب) النتائج الطردية مع الانفتاح التجاري ورصيد الحسابات الجارية:

- **العلاقة الإيجابية مع الانفتاح التجاري ورصيد الحسابات الجارية** تعكس أن الدول التي تتمتع بفوائض في الحسابات الجارية أو التي تتمتع بانفتاح تجاري أكبر تكون أكثر قدرة على إنشاء وصيانة صناديق الثروة السيادية، لأن هذه الفوائض توفر التمويل اللازم لتلك الصناديق.

##### ج) الاختلافات بين الأجل القصير والطويل:

- **الأجل القصير**: قد تكون التأثيرات السلبية في الأجل القصير نتيجة لتقلبات السوق والضغوط الاقتصادية الفورية. على سبيل المثال، في الأجل القصير، قد تؤدي زيادة في النمو الاقتصادي إلى زيادة الطلب على السلع والخدمات، مما يرفع الأسعار ويؤدي إلى تضخم قد يؤثر سلباً على استثمارات الصندوق.
- **الأجل الطويل**: في الأجل الطويل، قد تستقر التأثيرات السلبية أو تتحسن بفضل استراتيجيات الاستثمار طويلة الأجل التي تركز على استقرار العوائد وتقليل المخاطر.

زيادة الانفتاح التجاري ورصيد الحسابات الجارية يمكن أن تساهم في تحقيق توازن أفضل في الصناديق السيادية.

#### (د) التأثيرات المتباينة بين المتغيرات:

- **النمو الاقتصادي والإيرادات:** على الرغم من أن النتائج في الأجل القصير تظهر تأثيرات سلبية، فإن تحسين الإيرادات وتنويع مصادرها على المدى الطويل قد يعزز قدرة الصندوق على تحقيق أهدافه.
- **المستوى العام للأسعار:** قد تعكس النتائج السلبية في الأجل القصير أن التقلبات في الأسعار تؤدي إلى عدم استقرار اقتصادي، ولكن على المدى الطويل، قد يتمكن الصندوق من استخدام استراتيجيات التحوط وإدارة المخاطر للتقليل من هذه التأثيرات.

#### 5-4 التوصيات العملية

1. **تحسين استراتيجيات الاستثمار:** لضمان تحقيق الأهداف طويلة الأجل للصندوق السيادي، من المهم تطوير استراتيجيات استثمار تتجاوز تقلبات الأجل القصير وتركز على تحقيق عوائد مستدامة.
2. **إدارة المخاطر:** تحسين استراتيجيات التحوط ضد تقلبات الأسعار وإدارة المخاطر يمكن أن يساعد في تقليل التأثير السلبي للتقلبات الاقتصادية على الصندوق.
3. **زيادة الإيرادات:** التركيز على تعزيز مصادر الإيرادات المستدامة لضمان التمويل المستمر للصندوق، مما يساهم في تحقيق الأهداف الاستراتيجية بشكل أكثر فعالية.
4. **تعزيز الانفتاح التجاري:** الاستمرار في تطوير شراكات تجارية قوية وتوسيع الأنشطة الاقتصادية يمكن أن يعزز الاستقرار المالي للصندوق ويزيد من قدرته على النمو.
5. **تحسين النمو الاقتصادي:** دعم السياسات التي تعزز النمو الاقتصادي المستدام مع مراعاة تجنب التأثيرات السلبية على التضخم سيؤدي إلى تحسين الاستقرار الاقتصادي وإمكانية تحقيق الأهداف الاستراتيجية للصندوق.

#### 6-4 الخلاصة

تناول هذا الفصل توصيف منهجية الدراسة وتقدير النموذج القياسي باستخدام طريقة ARDL، فبعد إجراء اختبار جذر الوحدة تم تحديد النموذج الأمثل بالابطاءات الزمنية المثلى، وإجراء الاختبارات التشخيصية عند مستوى معنوية 5%، ومن خلال تحليل الإداء العام للنموذج تبين من النتائج أن

المتغيرات المستقلة تفسر 70% من المتغير التابع، وخلو النموذج من المشاكل القياسية بعد اختبارها من خلال اختبار دورين واتسون واختبار الارتباط الخطي المتعدد واختبار التجانس على نموذج ARDL. وبناء على اختبار دروبن واتسون اتضح من نتيجة هذا الاختبار عدم وجود مشكلة ارتباط ذاتي، ومن خلال اختبار التجانس اتضح عدم وجود مشكلة تجانس عند مستوى معنوية 5% ، ومن خلال اختبار مشكلة الارتباط الخطي المتعدد اتضح عدم وجود مشكلة ارتباط خطي متعدد بين المتغيرات المستقلة .

من نتائج تحليل النموذج اتضح أن قيمة معامل التحديد بلغت 0.70 وهذا يعني أن المتغيرات المستقلة (النمو الاقتصادي والمستوى العام للأسعار والإيرادات رصيد الحسابات الجاري والانفتاح التجاري) تفسر 70% من التغير الحاصل في كفاءة صندوق الثروة السيادي خلال فترة الدراسة أما النسبة المتبقية قد تعود إلى أن هذه الدراسة تجاهلت متغير فعال في الاقتصاد السعودي وهو الإنفاق الحكومي والذي قد يكون له تأثير على الإيرادات والاصول الأجنبية وأيضاً قد تكون بسبب وجود عوامل غير اقتصادية مثل العوامل السياسية التي جاءت العديد من الأدبيات بها كمؤثر فعال في الصناديق السيادية.

وبتسليط الضوء على التناقضات بين النتائج في الأجل القصير والطويل يظهر الحاجة إلى تحليل أعمق وفهم لكيفية تأثير المتغيرات الاقتصادية على صناديق الثروة السيادية. من خلال تحسين استراتيجيات الاستثمار وإدارة المخاطر وزيادة الإيرادات وتعزيز الانفتاح التجاري، يمكن تحقيق الأهداف الاستراتيجية لصندوق الثروة السيادية وتعزيز قدرته على تحقيق النمو المستدام.

## المراجع

### المراجع العربية

- وسيلة السبتي, و نسرين كزيز. "دور صناديق الثروة السيادية في دعم السياسة المالية وتحقيق الاستقرار الاقتصادي-دراسة حالة صندوق مبادلة لإمارة أبو ظبي -The role of sovereign wealth funds in supporting fiscal policy and economic stability." *مجلة أداء المؤسسات الجزائرية* (2017): 12.1: 333-344.
- بوفليح نبيل, و طرشي محمد. "دور صناديق الثروة السيادية في إدارة عوائد النفط" صندوق الثروة السيادي النرويجي نموذجا". *مجلة رؤى اقتصادية* (2017): 12.7.141-121.
- قدي عبد المجيد. "الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة" *مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا* 5.6 (2009): 1-16.
- غزالي عماد. "الصناديق السيادية ودورها في علاج العجز المالي صندوق ضبط الموارد أنموذجا" *مجلة الإدارة والتنمية للبحوث والدراسات*. 280-296 (2015): 4.2.
- عبد الباقي هشام. "رؤية لتفعيل دور صناديق الثروة السيادية لتجنب الأزمات المالية والاقتصادية في دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية". *مجلة التعاون الصادرة عن الأمانة العامة لمجلس التعاون لدول الخليج العربي*, (2010): 96-28-29.
- حكيم شنوف, و كريمو دراجي. "نظرة على صناديق الثروة السيادية النفطية العربية" *Revue Etudes en Economie et Commerce et Finance* 6.3 (2017): 1251-1276.
- بن عودة حساني and بلقاسم زايري. "كفاءة صندوق المعاشات الحكومية العام النرويجي في تمويل عجز الميزانية السنوي" *مجلة دفاتر اقتصادية*. 356-375 (2018): 10.1

### المواقع:

- منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية <http://www.oecd.org>
- البنك الدولي <https://www.worldbank.org>
- موقع صندوق الاستثمارات العامة <https://www.pif.gov.sa/ar/Pages/AboutPIF.aspx>
- موقع رؤية المملكة العربية السعودية 2030. <https://vision2030.gov.sa/ar/pifprogram/about>
- الهيئة العامة للإحصاء <https://www.stats.gov.sa>
- معهد صناديق الثروة السيادية. <https://www.swfinstitute.org>
- صندوق النقد الدولي. <https://www.imf.org/external/index.htm>
- الهيئة العامة للإحصاء. <https://www.stats.gov.sa>

- <http://www.sama.gov.sa/ar-sa/Pages/default.aspx>. مؤسسة النقد العربي السعودي.
- <https://www.pif.gov.sa/ar/Pages/AboutPIF.aspx>. صندوق الاستثمارات العامة.
- <http://www.ifswf.org>. المعهد الدولي لصناديق الثروة السيادية.
- Boubakri, Narjess, Jean-Claude Cosset, and Jocelyn Grira. "Sovereign wealth funds investment effects on target firms' competitors." *Emerging Markets Review* 30 (2017): 96-112.
- Bagnall, Allie E., and Edwin M. Truman. "Progress on Sovereign Wealth Fund Transparency and Accountability: An Updated SWF Scoreboard." *Policy Brief* 13-19 (2013): 1-29.
- Aggarwal, Raj, and John W. Goodell. "Sovereign wealth fund governance and national culture." *International Business Review* 27.1 (2018): 78-92.
- Heffron, Raphael J. "The application of distributive justice to energy taxation utilising sovereign wealth funds." *Energy Policy* 122 (2018): 649-654.
- Gieve, Sir John. "Sovereign wealth funds and global imbalances." (2008).
- Dewenter, Kathryn L., Xi Han, and Paul H. Malatesta. "Firm values and sovereign wealth fund investments." *Journal of Financial Economics* 98.2 (2010): 256-278.
- Bertoni, Fabio, and Stefano Lugo. "The effect of sovereign wealth funds on the credit risk of their portfolio companies." *Journal of Corporate Finance* 27 (2014): 21-35.
- Carpentier, J-F., and Wessel N. Vermeulen. "Emergence of sovereign wealth funds." *Journal of Commodity Markets* (2018).
- Ciarlone, Alessio, and Valeria Miceli. "Escaping financial crises? Macro evidence from sovereign wealth funds' investment behaviour." *Emerging Markets Review* 27 (2016): 169-196.

- Park, Raphael Jonghyeon, Simon Xu, and Francis In. "The long-term impact of sovereign wealth fund investments." *Journal of Financial Markets* (2018).
- Papaioannou, Michael G., and Bayasgalan Rentsendorj. "Sovereign Wealth Fund Asset Allocations—Some Stylized Facts on the Norway Pension Fund Global." *Procedia economics and finance* 29 (2015): 195-199.
- Aguilera, Ruth V., Javier Capapé, and Javier Santiso. "Sovereign wealth funds: A strategic governance view." *Academy of Management Perspectives* 30.1 (2016): 5-23.
- Kotter, Jason, and Ugur Lel. "Friends or foes? Target selection decisions of sovereign wealth funds and their consequences." *Journal of Financial Economics* 101.2 (2011): 360-381.
- Knill, April, Bong-Soo Lee, and Nathan Mauck. "Bilateral political relations and sovereign wealth fund investment." *Journal of Corporate Finance* 18.1 (2012): 108-123.
- Cai, Mingchao, and Zhihong Chen. "Does country background risk matter to the strategic asset allocation of sovereign wealth funds?." *Pacific-Basin Finance Journal* (2018).
- Aguilar, Javier Capapé. *Sovereign wealth funds: strategic governance and responsible ownership*. Diss. Universitat Ramon Llull, 2017.



## **Abstract**

This paper explores the determinants of sovereign wealth funds in Saudi Arabia to serve the plans of one of the Kingdom's Vision 2030 programs to achieve a prosperous economy in order to enhance the role of the sovereign wealth fund as the primary driver of the diversification of the Kingdom's economy. Variety through the development of investment impact. Through the allocation of the paper to study the long-term effects of the Sovereign Funds' efficiency criteria during the period 1992-2017. About the ARDL test method.

The results of the model estimation of the relationship in the short and long term showed that the relationship between the oil revenues and the sovereign fund's efficiency index was negative and showed a positive relationship between both the trade openness and the balance of current accounts. The study concluded that economic growth is not important in the balance and efficiency of the Fund. The ability of the Kingdom's economy to manage the sovereign fund towards efficiency and balance comes from being the largest economy in exporting oil and the largest in current account surpluses.

**Keywords:** sovereign wealth funds, economic growth, current accounts.