

نحو نموذج لمحددات
كفاءة صناديق الاستثمار العامة
"صندوق الاستثمارات العامة السعودي نموذجاً"
إعداد

وائل عمر مير عالم د/ هشام برديسي

المستخلص

من خلال البحث عن صندوق الاستثمارات العامة في اقتصاد المملكة العربية السعودية أحد أكبر الصناديق الاستثمارية والسيادية في العالم، يقدم البحث تحليل عن كفاءة الصندوق وإنجازاته ومدى تحقيق أهدافه ضمن استراتيجيات رؤية 2030، كما يهدف البحث إلى تحديد بعض المحددات التي تؤثر على كفاءة صندوق الاستثمارات العامة كصندوق سيادي في المملكة العربية السعودية، واستخدمت الدراسة معالجة تطبيقية لبناء نموذج وتحليل أثر المحددات على كفاءة الصندوق، وتم اختيار مؤشرات المتغيرات اعتماداً على الأدبيات السابقة باستخدام السلاسل الزمنية في الفترة (2000 – 2021) وتطبيق منهجية التكامل المشترك ARDL.

وأظهرت النتائج في العلاقات التوازنية طويلة الأجل وجود أثر إيجابي معنوي للإيرادات والانفتاح التجاري على كفاءة الصندوق، ووجود أثر إيجابي معنوي للتجارة ورصيد الحسابات الجارية على كفاءة الصندوق في الأجل القصير، وقد خلصت الدراسة إلى أن النمو الاقتصادي ليس ذا أهمية في كفاءة 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: محددات كفاءة الصندوق، الانفتاح التجاري، النمو الاقتصادي، التكامل المشترك ARDL.

Towards a Model for the Efficiency Determinants of Public Investment
"The Saudi Public Investment Fund as a Model" Funds

Abstract:

By searching for the Public Investment Fund in the economy of the Kingdom of Saudi Arabia, one of the largest investment and sovereign funds in the world, the research provides an analysis of the fund's efficiency, its achievements, and the extent to which it achieves its goals within the strategies of Vision 2030. The research also aims to identify some determinants that affect the efficiency of the Public Investment Fund as a fund. Sovereign in the Kingdom of Saudi Arabia, and the study used an applied treatment to build a model and analyze the impact of determinants on the efficiency of the fund, and indicators of variables were selected based on previous literature using time series in the period (2000–2021) and applying the methodology of co–integration ARDL.

The results showed that in the long–term equilibrium relations there is a significant positive effect of revenues and commercial openness on the efficiency of the fund, and that there is a significant positive effect of trade and the balance of current accounts on the efficiency of the fund in the short term. The Kingdom's economy is based on managing the sovereign fund towards efficiency and balance, due to the fact that it has the largest economy in exporting oil and the largest in current account surpluses.

Key words: determinants of fund efficiency, trade openness, economic growth, ARDL co– integration

الفصل الأول

الإطار العام للبحث

1-1 مقدمة البحث:

تهدف السياسة المالية في المملكة العربية السعودية إلى تقوية وضعها الاقتصادي والوصول إلى ميزانية متوازنة بحلول 2025 وفقاً لتوجهات رؤية المملكة 2030 وبرامجها، وذلك ضمن التطور المرحلي في الأنظمة الاقتصادية والإدارية والمالية، حيث تسعى للاستفادة من إمكانياتها ومواردها في تحقيق خططها التنموية، وتعكس قوة الاقتصاد السعودي متانة السياسات المالية في مواجهة التحديات وقدرتها على التكيف وتجاوز الأزمات الجيوسياسية، وأهمية هذه السياسات في تعزيز النمو والاستقرار الاقتصادي وتحقيق الاستدامة المالية العامة للدولة.

لذلك جاءت الرؤية بإلحاح على إنشاء صندوق سيادي للمملكة من خلال تحويل صندوق الاستثمارات العامة السعودي إلى صندوق سيادي وجعله من أكبر صناديق الثروة السيادية في العالم، فضلاً عن تأسيس شراكات اقتصادية وطيدة تسهم في تعميق أثر ودور المملكة في المشهد الإقليمي والعالم، كما تهدف برامج الصندوق إلى رفع قيمة أصوله لتقدر بتريليون دولار إلى 1.5 تريليون دولار ليصبح بذلك "أضخم" الصناديق السيادية عالمياً فيكون قادراً على تجنب الاقتصاد الوطني مخاطر الهزات الاقتصادية الناتجة عن انخفاض أسعار البترول (صندوق الاستثمارات العامة، 2023).

يسعى صندوق الاستثمارات العامة للعمل نحو تحقيق مستهدفات رؤية 2030؛ كونه المحرك الأساسي للاقتصاد والاستثمار في المملكة. حيث اعتمد الصندوق استراتيجيته الطموحة التي تساهم في تحقيق مستهدفاته، والوصول لمجموعة من الإنجازات الفريدة من نوعها على مستوى الصناديق السيادية حول العالم. ويشكل الصندوق عجلة التحول الاقتصادي الوطني نحو التغيير الإيجابي المستدام في المملكة، حيث يسعى نحو قيادة النهضة التنموية للاقتصاد المحلي وتوطين التقنيات والمعرفة، وتوسعة محافظته الاستثمارية من الأصول الدولية، والاستثمار في القطاعات والأسواق العالمية عبر تكوين الشراكات الاستراتيجية وإطلاق عدد

من المبادرات واقتناص الفرص الاستثمارية المحلية والإقليمية والعالمية لتحقيق الكفاءة المالية. اختلفت الأدبيات في تناول الصناديق السيادية من حيث محددات كفاءتها وتقييم أداءها، وذلك لصعوبة توفر البيانات أولاً، ومن ثم لصعوبة تحديد العوامل المؤثرة على الصندوق السيادي وذلك لأن الصناديق السيادية في أغلبها تكون بملكية السلطة السيادية في الدولة لذلك عامل التحديد في التأثير عليها يتبع السلطة المالية، وقد أكدت ذلك دراسة (بونحاس وبلوناس، 2017) التي استعرضت تجربة صندوق الاستثمارات العامة من خلال إنجازات الصندوق الاستثمارية.

وتستعرض هذه الورقة الوضع الراهن لصندوق الاستثمارات العامة كصندوق ثروة سيادي في المملكة والاستراتيجيات الاستثمارية له لتحقيق التنمية والترويج الاقتصادي، من خلال إبراز جهود الصندوق 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 في المملكة، وتبحث في تحديد أهم مؤثرات ومحددات كفاءة صندوق الاستثمارات العامة في المملكة.

1-2 مشكلة البحث:

تمر المملكة العربية السعودية بمرحلة تطور في كافة القطاعات مما يستدعي ضرورة الحصول على موارد تمويل للأصول من الداخل والخارج، لذلك اتجهت إلى إدارة تلك الأصول من خلال صندوق الاستثمارات العامة لتفعيل عملية التنمية بشكل أكبر والتسريع في 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 أن تكون قوة استثمارية، واجهتها 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. ونظراً لتغير استراتيجية الصناديق السيادية من عام 2015، حيث كان صندوق الاستثمارات العامة هو العنصر الأساسي في هيكل رؤية 2030 لتحويل المملكة من مصدر واحد للدخل

هو النفط إلى مصادر متنوعة للدخل أهمها والممول الرئيسي لها صندوق الاستثمارات العامة، ومن أهم الإنجازات منذ انطلاق الرؤية نلاحظ ارتفاع حجم الأصول تحت إدارة صندوق الاستثمارات العامة إلى ما يقارب 3 أضعاف، حيث ارتفعت من 570 مليار ريال بنهاية عام 2015 إلى حوالي 1.5 تريليون ريال في نهاية 2020 (صندوق الاستثمارات العامة، 2021).

وبما أن ارتباط أصول الصناديق السيادية في المملكة العربية السعودية بالإيرادات النفطية التي تعد سبباً من أسباب تطوره وكفاءته في دولة نفطية، ولأن هذا الارتباط بالأداء الاقتصادي العالمي على المستويين الداخلي والخارجي يفتقر للاستقرار في دولة نفطية، لذلك جاء صندوق الاستثمارات العامة بضرورة التنوع في مصادر تمويل أصوله، كما أنه أثبت قوته وقدرته الاستثنائية على الصمود في عام 2021، ونجح في زيادة أصوله تحت الإدارة بنسبة تجاوزت 20% لتصل إلى نحو 1.980 مليون ريال سعودي ليصبح بذلك أحد أكبر صناديق الثروة السيادية في العالم، كما يسعى إلى تسريع وتيرة نمو أصوله ويتنافس بطموح أصبح أكبر صناديق الثروة السيادية في العالم، كل هذه الإنجازات والبرامج الجديدة لتعزيز أثر الصندوق ومساهمته في رسم ملامح الاقتصاد العالمي ودفع عجلة التنمية الاقتصادية في المملكة، تجعل من هذا التغيير المتسارع إشكالية في ضرورة معرفة أهم المؤشرات والمقاييس لأدائه وتحديد أهم العوامل المؤثرة على كفاءة صندوق الاستثمارات العامة، ولذا نطرح التساؤلات التالية:

- ماهي أهم محددات كفاءة صندوق الاستثمارات العامة؟
- ما مدى مساهمة صندوق الاستثمارات العامة في تحقيق رؤية المملكة

2030؟

1-3 أهداف البحث:

- يهدف هذا البحث الى دراسة عدة محاور تتعلق بصندوق الاستثمارات العامة كما يلي:
- تحديد بعض المحددات والعوامل التي تؤثر على كفاءة صندوق الاستثمارات العامة.
- معالجة تطبيقية لبعض محددات كفاءة صندوق الاستثمارات العامة في المملكة من عدة

عوامل مؤثرة.

1-4 أهمية البحث:

تأتي أهمية هذا البحث من خلال المساهمة في أدبيات البحث الخاصة بدراسة صندوق الاستثمارات العامة في المملكة العربية السعودية، من خلال التعرف على خطته وبرامجه ومعرفة أهم محددات كفاءة الصندوق وتقييم أدائه ضمن رؤية 2030.

1-5 منهج البحث:

- المنهج الاستقرائي بشقيه الوصفي والتحليلي، لتحليل كفاءة صندوق الاستثمارات العامة بإعطاء معلومات عامة عنه من حيث أدائه العام ودوره المتنامي في تحقيق خطته وأهدافه.

- المنهج الكمي ببناء نموذج تطبيقي يهدف الى تحديد بعض المحددات والعوامل الاقتصادية لكفاءة صندوق الاستثمارات العامة.

1-6 هيكل البحث:

وفي سبيل تحقيق أهداف البحث سيتم تنظيم البحث على النحو التالي:

- الفصل الأول ويستعرض المقدمة التمهيديّة مشكلة البحث، أهدافه، أهميته، منهجيته المتبعة، فروض البحث، وأهم مصطلحات البحث.

- الفصل الثاني يستعرض الأدبيات النظرية السابقة التي تتناول الصناديق السيادية ومحددات كفاءة الصناديق ومؤشرات قياس كفاءتها.

- الفصل الثالث فيقدم نظرة عامة عن الوضع الراهن لصندوق الاستثمارات العامة كصندوق سيادي في المملكة العربية السعودية وانجازاته.

- الفصل الرابع يبين صياغة وتقدير النموذج القياسي لمحددات كفاءة صندوق الاستثمارات العامة في اقتصاد المملكة العربية السعودية والمنهجية المستخدمة في ظل ما يتوفر له من بيانات.

- الفصل الخامس يستعرض النتائج والتوصيات مع الإشارة إلى انعكاسات النتائج على

تحقيق أهداف البحث وفروضه

الفصل الثاني

الدراسات الأدبية السابقة

2-1 تمهيد:

تكمن أهمية صناديق الثروة السيادية في تزايد أصولها وبالتالي قدراتها على الاستثمار وإدارة وامتلاك الأصول لتحقيق الكفاءة المالية والمساعي السياسية، وقدرت الأصول الخاضعة لإدارة صناديق الثروة السيادية حوالي 11.4 تريليون دولار أمريكي لعام 2022، مقارنة بـ 3.9 تريليون دولار أمريكي لعام 2008 (Megginson 2023). al. et. حيث تمول الصناديق السيادية من خلال موردين الأول إيرادات السلع الأساسية والآخر النقد الأجنبي والأوراق المالية، تمثل الدول التي تتمتع باحتياطات معدنية كبيرة مثل النفط والغاز والمعادن 68 من أصل 96 صندوقاً (71%) من إجمالي الصناديق السيادية، تتحقق فيه معظم إيرادات الاحتياطات المعدنية في فترات طفرة ارتفاع أسعار السلع الأساسية. أما الصناديق السيادية غير القائمة على موارد السلع الأساسية فهي 28 صندوقاً (29%) من إجمالي صناديق الثروة السيادية، تمول من السندات الحكومية واحتياطات النقد الأجنبي أو إيرادات الشركات المملوكة للدولة (Stuckelberger 2016). al., et.

استثمرت العديد من صناديق الثروة السيادية خلال الأزمة المالية العالمية (2008) في المؤسسات المالية الغربية التي وقعت تحت ضغط مالي، ومع تزايد دور الحكومات في إدارة الثروة والقوة الاقتصادية أصبحت صناديق الثروة السيادية رمز لاتجاهين حديثين في الاقتصاد العالمي، أولهما في إعادة توزيع الثروة والقوة الاقتصادية والمالية من الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا والاقتصادات الصناعية الأخرى، إلى دول تمتعت بالتراكمات الهائلة من النقد الأجنبي. ثانياً تزايد الدور الحكومي لصناديق الثروة السيادية والتدخلات الاقتصادية، وذلك على اعتبار أنها أدوات تمكن السيطرة على المعلومات التجارية والتقنية وبالتالي الوصول إلى قرارات استثمارية تسهم في خفض المخاطر وتحقيق أعلى عائد اقتصادي لبلدانها

(Truman, 2010).

2-2 الدراسات الأدبية السابقة:

حظيت صناديق الثروة السيادية باهتمام ناتج عن النمو السريع في حجم أصولها كونها المكون الأهم في استثمارات المحافظ الدولية، أكد ذلك (Truman & Bangnall, 2013) في دراسته التي حدث فيها قائمة عن تقدم الصناديق السيادية، هذا التحديث الخاص بالشفافية والمساءلة لصناديق الثروة السيادية وجد أن العديد من الصناديق حققت تقدماً كبيراً في تقديم المزيد من المعلومات حول أنشطتها ومحاسبتها.

إن تغطية الأدبيات الناشئة عن صناديق الثروة السيادية والصناديق الاستثمارية يفتقر إلى الوفرة وهناك سببين لذلك. أولاً، أن صناديق الثروة السيادية غير واضحة نظراً لمحدودية المعلومات حول العديد من صناديق الثروة السيادية، لذلك لم يكن من الممكن تطبيق التحليل الإحصائي بسبب قيود البيانات. وثانياً، دراسة (Caner, et al., 2009) التي استخدمت تحليل المربعات الصغرى لتحليل محددات الاستثمار الدولي للصندوق السيادي النرويجي خلال الفترة 1970 إلى 2008، قام فيها الصندوق النرويجي بتنويع استثماراته على نطاق واسع في أكثر من سبعين دولة توصلت فيها الدراسة إلى وجود ارتباط لاستثمارات الصندوق النرويجي في الدول المضيفة ذو أثر إيجابي بدخل الفرد، حيث إن زيادة نصيب الفرد من الناتج الإجمالي المحلي الإجمالي للدولة المضيفة للاستثمار بنسبة 10% يسهم بزيادة حصة هذه الدولة بمقدار 0.0025 من استثمارات النرويج (يمثل ذلك استثماراً إضافياً بقيمة 2 مليار دولار مقارنة بحجم الصندوق السيادي النرويجي البالغ 500 مليار دولار) وتكون المحفظة أعلى باستمرار في الدول ذات الدخل المرتفع، كما تلعب رسملة سوق فيها حصص الأوراق المالية والتي تعكس التطور المالي في الدولة المضيفة دوراً إيجابياً هاماً كمتغير إضافي يؤثر على الاستثمار الدولي.

مسألة محدودية المعلومات عن أنشطتها وتحديد المحددات المؤثرة في حجم أصولها (Caner and Grennes, 2010) دراسة (Caner, & Grennes, 2010) جاءت ببيانات شهرية خلال الفترة 1999 إلى 2005، بتطبيق نموذج انحدار العتبة (TR Analysis Regression Threshold)، المعدل العائد والمخاطر المحفظة صندوق الثروة

السيادي النرويجي الفعلي بالإضافة إلى المحفظة المعيارية (Benchmark) (Portfolio)، والمحفظة الفعلية والمعيارية لأصول الدخل الثابت (Income) (Fixed Assets) والمحفظة الفعلية والمعيارية للأسهم. حققت فيها سندات الخزنة أعلى أرباح مقارنة بالمخاطر، كما تفوقت محافظ الأصول ذات الدخل الثابت على محافظ الأسهم. حققت حافظة الأسهم الفعلية للصندوق عائداً إيجابياً مقارنة بالمخاطر كان فيه العائد أعلى من تقدير عائد سوق الأسهم العالمي أو المحفظة المعيارية، مع ذلك ولعام 2005 حققت معدلات العائد نتائج سلبية نظراً لسيطرة الاحتفاظ بالنقد على الأسهم القابضة، كما عكست العوائد السلبية في عامي 2001 و2002 حالة الركود الشديد في سوق الأسهم العالمية في تلك السنوات.

ولأن الأدبيات لديها القدرة على جلب المزيد من المعرفة حول صناديق الثروة السيادية مع تقدم الوقت والحصول على مزيد من المعلومات، جاء إختيار موضوع الدراسة للمشاركة في المعلوماتية الخاصة بصندوق الاستثمارات العامة ووجهته إلى المنافسة لأكبر صندوق سيادي في العالم، لدعم المعلومات البحثية الخاصة بأحد أكبر الكيانات الاقتصادية. ومن ذلك تم الحصول على الدراسات التالية:

دراسة (Raissi, and (Mohaddes (2017 التي طبقت منهجية الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة المستعرض cross-sectionally augmented autoregressive (CS-ARDL) lag distributed، على عينة من 69 دولة لها صندوق ثروه سيادي تعتمد في وارتدتها على السلع الأساسية باستخدام بيانات سنوية خلال الفترة من 1980 إلى 2014، توصلت فيها الدراسة إلى وجود علاقة عكسية على المدى الطويل بين معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للفرد وشروط التجارة السلعية (trade of terms) (CTOT commodity استناداً إلى أسعار 45 سلعة أولية، كما أن هناك ارتباطاً إيجابياً على المدى الطويل بين تقلب CTOT وتقلب نمو الناتج المحلي الإجمالي والذي بدوره يعتبر مسبباً في الأثر العكسي على نمو الناتج المحلي الإجمالي، وذلك من خلال انخفاض نمو إنتاجية العامل الكلية (Productivity Total Factor) (TFP بالإضافة إلى انخفاض تراكم رأس المال المادي Accumulation Capital Physical أما في المتوسط فيمكن لصناديق الثروة

السيادية أن تخفف من أثار النمو السلبية لاسيما في الدول التي تتمتع بمؤسسات عالية الجودة.

دراسة (شريط، 2017) بعنوان تقييم أداء صناديق الاستثمار الإسلامية دراسة عينة من الصناديق المدرجة في سوق الأسهم السعودي، وتهدف الدراسة إلى التعرف على ماهية صناديق الاستثمار الإسلامية، اليات إنشائها وأداء وظائفها، وقد خلصت الدراسة إلى أن صناديق الاستثمار الإسلامية تلعب دوراً جوهرياً في إيجاد وتنويع الفرص للمستثمرين المسلمين وغير المسلمين، لتلك لابد من توفير لها بيئة استثمارية وتنظيمية مناسبة تسمح لها بتطوير أدائها ورفع عوائدها.

دراسة (يونحاس وبلوناس، 2017) بعنوان دور صناديق الثروة السيادية كأداة للسياسة المالية ونموذج لاستثمار الفوائض النقطية في تحقيق التنمية الاقتصادية - صندوق الاستثمارات العامة السعودي كنموذج. تهدف الدراسة إلى تقييم تجربة صندوق الاستثمارات العامة السعودي من خلال إنجازات الصندوق الاستثمارية، وتستعرض الدراسة التجربة السعودية متجسدة في صندوق الاستثمارات العامة وكيف أنها شهدت تطوراً وتحولاً ارتباطاً بالتحويلات الاقتصادية سواء على مستوى الاقتصاد السعودي ومتطلباته التنموية أو على مستوى الاقتصاد العالمي، وخلصت الدراسة إلى تقديم بعض المقترحات حول مجالات الاستثمار التي يمكن أن ينشط فيها الصندوق خلال الفترة المقبلة مع الأخذ بالحسبان التحويلات التي يشهدها الاقتصاد العالمي ومتطلبات الاقتصاد السعودي من أجل تلاقي المشكلات التي يمكن أن تعترضه.

دراسة (Carpantier & Vermeulen 2018) التي توضح أن الخصائص الاقتصادية والسياسية المحلية يمكن أن تفسر سبب قيام بعض البلدان بإنشاء صناديق الثروة السيادية والبعض الآخر لاء فمنها: وجود أرباح من الموارد الطبيعية، وهيكل الحكومة يساند أيضاً في قدرتها على الانشاء للصناديق، وكذلك القدرة على الاستثمار بطريقة مفيدة اجتماعياً في الاقتصاد المحلي يمكن أن يفسر هذا الاختيار، وقد تكون هذه العوامل لا تتعلق بحجم المدخرات الوطنية، واستخدمت الدراسة عينة من البلدان التي أنشأت صندوقاً ثقافياً في الفترة 1998-2008 ومقارنتها بتلك التي لم تنشئ صندوقاً في نفس الفترة، وتشير النتائج إلى أن

صناديق الثروة السيادية تميل إلى أن تنشأ في البلدان التي تدار بالسلطة التي لها القدرة على مواجهة الصعوبات في إيجاد فرص مناسبة للاستثمارات.

دراسة (John & Raj 2018) التي درست حوكمة صناديق الثروة السيادية، وبينت الدراسة أنه بسبب امتلاك صناديق الثروة السيادية وإدارتها من قبل الحكومات ذات السيادة، لذلك تكون لها دوافع استراتيجية غير اقتصادية وتفتقر إلى الشفافية والوضوح خاصة في دوافع استثماراتها، واستخدمت الدراسة البيانات الخاصة بـ 49 من صناديق الثروة السيادية الكبيرة على مستوى العالم للبحث في أدلة مهمة اقتصادياً حول تأثير الثقافة الوطنية على حوكمة الصناديق السيادية، وجاء في نتائج الدراسة أن حوكمة صندوق الثروة السيادية مرتبطة بشكل سلبي بزيادة الاستثمار في الأصول الأجنبية.

دراسة (الراوي والخزعلي، 2019) التي هدفت إلى معرفة محددات كفاءة الأداء المالي للصناديق السيادية في دولة الإمارات العربية المتحدة. استخدمت الدراسة عدة مقاييس مثل (الدين العام كنسبة للإيرادات، واحتياطي الدين العام الأجنبي، وإيرادات الديون الخارجية على الصادرات، وخدمة الديون، للإيرادات، وإجمالي الدين العام للنتائج المحلي الإجمالي)، وتكونت عينة الدراسة من صناديق الثروة السيادية الموجودة في الإمارات العربية المتحدة خلال الفترة الواقعة ما بين (2000-2018)، واستخدمت الدراسة العديد من الأساليب الإحصائية مثل السلاسل الزمنية (Panel Data) وتحليل الانحدار المتعدد، وأظهرت النتائج بأنه لا يوجد تأثير معنوي للدين العام للإيرادات على الأداء المالي للصناديق السيادية في الإمارات العربية المتحدة، كما تبين بأنه لا يوجد تأثير معنوي لاحتياطي الدين العام الأجنبي على الأداء المالي للصناديق السيادية في الإمارات العربية المتحدة، وتبين بأنه يوجد تأثير معنوي لإيرادات الديون الخارجية، وخدمة الديون للإيرادات، وإجمالي الدين العام في الأداء المالي للصناديق السيادية في الإمارات العربية المتحدة، وأوصت الدراسة على ضرورة إدراك كافة متخذي القرار في الإمارات العربية المتحدة على وجه الخصوص، بأن كل من النفط والغاز أو أي مورد طبيعي آخر عبارة عن موارد نابضة وغير متجددة.

دراسة (عطية وبن سماعيل، 2020) بعنوان صناديق الاستثمار ودورها في الأسواق المالية

حالة سوق الأسهم السعودية، التي هدفت للكشف عن أثر نشاط صناديق الاستثمار وتداولها على أداء سوق الأوراق المالية السعودي خلال الفترة (2006-2017). استخدمت المنهج الوصفي التحليلي في تفسير أرقام وبيانات الصناديق الاستثمارية، كما تستنتج الدراسة أن الصناديق الاستثمارية أهمية بالغة في الاقتصاديات القومية، وأن الاستثمار عن طريق الصناديق الاستثمارية هو أقل مخاطرة من الاستثمار المباشر في السوق، كما أكدت على كفاءة وفعالية أداء الصناديق الاستثمارية الذي يضمن مصداقية الإفصاح للشركات وبالتالي يزيد عددها في السوق.

دراسة (عطية وشوارفيه، 2020) جاء الهدف الرئيسي لها هو تطبيق مؤشرات تقييم أداء الصناديق الاستثمارية على البعض منها والمدرجة في سوق الأسهم السعودي باستخدام المنهج الوصفي التحليلي. وخلصت الدراسة إلى أن المؤشرات الأربعة والمستخدم في تقييم أداء صناديق الاستثمار تعكس أداء أفضل للصناديق الاستثمارية مقابل محفظة السوق بالرغم من تأثرها الواضح بالأزمة المالية العالمية وأزمة الديون السيادية والأحداث التي مر بها الوطن العربي.

الفجوة البحثية:

فمن الواضح أن الدراسات الأدبية السابقة ركزت على نشأة صندوق الإستثمارات العامة ، ودوره في إدارة الفوائض النفطية (PIF) ، وكذا إهتمت بالإستثمارات الخارجية وتحقيق العوائد المالية طويلة الأمد ، والنظر كذلك إلى الصندوق كأداة مالية مساندة للإقتصاد الوطنى. فى حين ركزت الأدبيات الحالية على أهمية دور الصندوق فى تحقيق رؤية المملكة العربية السعودية وتنويع الإقتصاد 2030 ، وهذا من خلال المزج مابين العائد المالى والعائد الإستراتيجى الوطنى (مثل خلق الوظائف ، وتطوير القطاعات المحلية ، وبذلك ينظر إلى صندوق الإستثمارات العامة على أنه القائد الرئيسى فى التحول الإقتصادى . وتنويع مصادر الدخل .

والدراسات السابقة تقوم على التحليل الكمى لبيانات الإستثمار وعوائده وتحصل على ذلك من خلال تقارير سنوية عامة . فى حين أن الدراسات الحالية تقوم على التحليل الكيفى والكمى

المتكامل ، والتي يراعى دراسات الحالة ، ومؤشرات الأداء ، وأثر السياسات، وهذا من خلال مصادر متنوعة وحديثة تحتوى على تقارير حكومية ، ودولية ، وبيانات من نشرات الصندوق المنشورة بشكل دورى . ومن ناحية الأهداف والدوافع تقتصر الدراسات السابقة على تحديد الأساس المالى للصندوق وقياس كفاءته وإدارة أصوله وتقييم الأداء المالى فقط ، أما الدراسات الحالية تهدف إلى تقييم الدور الإستراتيجى للصندوق فى دعم القطاعات غير النفطية وتحقيق التنمية المستدامة ، ودوره وأثره الإقتصادى والإجتماعى سواء على المستوى المحلى أو الدولى .

والإطار الزمنى لعبت الدراسات السابقة على فترات ماقبل إعلان رؤية 2030 وذلك بالتركيز فقط على الفوائض المالية ، وأسعار النفط وتقلباتها العالمية ، فى حين أن الدراسات الحالية إستهدفت وهذا بعد إعلان 2016، إلى أن يصبح الصندوق العامل الرئيسى لرؤية 2030، والإتجاه إلى التنمية المستدامة ، ومشاركة القطاع الخاص فيها ، وتطبيق الخصخصة . والتحديات التى واجهت الدراسات السابقة كانت تتمثل فى نقص الشفافية ، وقلة البيانات وغياب الرؤية الإستراتيجية المتكاملة . فى حين أن الدراسات الحالية تواجهها مخاطر الحوكمة ، وكيفية إدارة المخاطر ، والتوسع الكبير فى الإستثمارات سواء على النطاق المحلى أو الأقليمى أو الدولى ، وكيفية تحقيق التوافق مابين الأهداف الإقتصادية وإرتباطها بالعوائد الإستثمارية .

من كل هذا يتضح أن الدراسات السابقة ، كانت تميل إلى الطابع الفنى والمالى فقط ، فى حين أن الدراسات الحالية تهدف إلى قيام الرؤية المتكاملة التى تشمل الإستراتيجيات التنموية والسياسة العامة والإقتصاد ، كل ذلك أنعكس على خطط الصندوق ، وعليه تحول من صندوق مالى إلى أداة سيادية تلعب دوراً هاماً فى تشكيل مستقبل ورؤى الإقتصاد السعودى .

الفصل الثالث

الوضع الراهن لصندوق الاستثمارات العامة كصندوق سيادي في المملكة العربية السعودية

3-1 تمهيد:

أنشأت الحكومات صناديق ثروة سيادية بأشكال مختلفة لتحقيق مجموعة من الأهداف بتمويل مستمد من مجموعة متنوعة من المصادر. تعتبر صناديق الثروة السيادية في أنشطتها الاستثمارية الدولية، مظهراً من مظاهر العولمة فضلاً عن التحولات في علاقات القوة الاقتصادية والمالية للاقتصاد العالمي (Truman, 2010). حيث قدرت الأصول السيادية حوالي 11.4 تريليون دولار لعام 2022، مقارنة بـ 3,9 تريليون دولار لعام 2008 (2023) (Megginson, et al.).

يعتبر الصندوق السيادي السعودي صندوق الاستثمارات العامة الذي تأسس في عام 1971، من أهم الصناديق السيادية المؤثرة في الاقتصاد العالمي، ساعد صندوق الاستثمارات العامة على توظيف السيولة وزيادة حجم الادخار للأجيال القادمة وتعتمد موارد الصندوق على السلع الأولية، تتكون استثمارات الصندوق السيادي من محافظ استثمارية محلية وإقليمية وعالمية. على المستوى المحلي يسعى الصندوق إلى تحقيق مستهدفات رؤية 2030، وذلك بتطوير القطاعات الرئيسية وضخ السيولة في الاقتصاد بما يتماشى مع الأهداف الاستراتيجية للدولة، وعلى المستوى العالمي يسعى الصندوق لتحقيق الكفاءة المالية باقتناص الفرص الاستثمارية (صندوق الاستثمارات العامة، 2023).

ونستعرض خلال هذا الفصل محددات كفاءة صناديق الثروة السيادية بدراسة نظرية للنمو الاقتصادي والدين العام للدول المستثمرة والدول المستقبلة للاستثمار، ثم نستعرض تراكم الأصول في الصناديق السيادية من خلال دراسة الأصول تحت الإدارة بالإضافة إلى استعراض اتجاه الاستثمار والفرص الواعدة، ومنتقل إلى دراسة الاستثمارات الموجهة إلى سوق

الأسهم وأخيراً نستعرض الاستثمارات المحلية مقابل الدولية صندوق الثروة السيادي السعودي صندوق الاستثمارات العامة.

3-2 محددات كفاءة صناديق الثروة السيادية:

نشأت صناديق الثروة السيادية على مبدأ ادخار الاحتياطيات النقدية الأجنبية والتي تعتبر أساس التمويل، ذلك من تراكم الاحتياطيات النقدية نتيجة إيرادات السلع الأولية، وبدأ الاهتمام بها بشكل جدي عند ارتفاع أسعار النفط الى ما يتجاوز المائة دولار للبرميل في عام 2008. وعرفت مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية⁽¹⁾ International Working Group of Sovereign Wealth Funds، على أنها "أدوات استثمارية تديرها الحكومة لإدارة الأصول المملوكة للدولة، وتدار بشكل منفصل عن الميزانية والاحتياطيات الرسمية للدولة"⁽²⁾ (صندوق النقد الدولي، 2008).

عندما تم صياغة مصطلح صندوق الثروة السيادي في عام 2005، كانت الصناعة تتكون في الغالب من المركبات الحكومية التي تستثمر في السندات والأسهم وشركات الإقراض في الخارج، حيث لم يكن مسموحاً لهم بالقيام بذلك محلياً. ومع تطور النظم والقوانين تسعى صناديق الثروة السيادية من خلال المحافظ الاستثمارية الى إدارة الأصول والاستثمار على أساس المخاطر الاقتصادية المالية والاعتبارات ذات الصلة بالعائد.

3-2-1 الصناديق السيادية والنمو الاقتصادي والدين العام:

تعتبر صناديق الثروة السيادية رمز لاتجاهين حديثين في الاقتصاد العالمي، أولهما

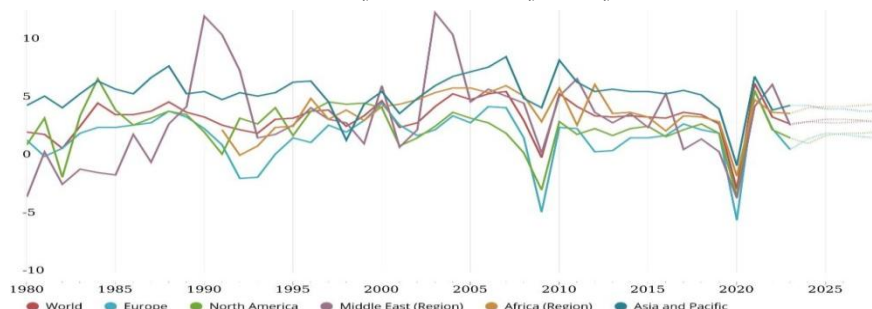
⁽¹⁾ تم إنشاء مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG)، من خلال اجتماع ممثلي صناديق الثروة السيادية ومنظمة التعاون والتنمية (OECD) والمفوضية الأوروبية وذلك في عام 2008.

⁽²⁾ Stuckelberger, Christoph; Rossouw, Deon; Geerts, Sofie; Chavaz, Pascale; Xinwa, Namhla (2016), Sovereign Wealth Funds An Ethical Perspective, Globethics.net Global No. 15.

في إعادة توزيع الثروة والقوة الاقتصادية والمالية من الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا والاقتصاديات الصناعية الأخرى، إلى دول تمتعت بالتراكمات الهائلة من النقد الأجنبي. ثانياً تزايد الدور الحكومي لصناديق الثروة السيادية والتدخلات الاقتصادية، وذلك على اعتبار أنها أدوات تمكن السيطرة على المعلومات التجارية والتقنية وبالتالي الوصول إلى قرارات استثمارية تسهم في خفض المخاطر وتحقيق أعلى عائد اقتصادي لبلدانها (Truman, 2010).

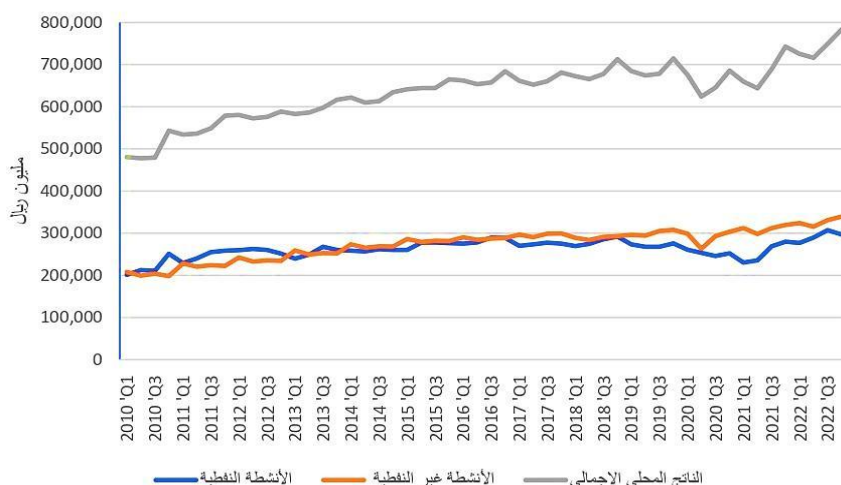
وكما نمت أصول الصناديق السيادية خلال الأزمة المالية العالمية (2008-2010)، يشهد الاقتصاد العالمي حالياً وفي السنوات الأخيرة ظروفًا لافتة للاستثمار، والتي بدأت بجائحة كوفيد_19 وانتقلت إلى تحد كبير زادت من ضغوطاته الحرب الروسية الأوكرانية، انخفض فيه معدل النمو الاقتصادي العالمي (الشكل 3-1) إلى 3.4 لعام 2022 مقارنة بـ 6.3 لعام 2021، كما انخفض معدل الناتج الإجمالي المحلي في أوروبا من 5.7 لعام 2021 إلى 2.4 لعام 2022، كما انخفض في الولايات المتحدة الأمريكية من 5.9 لعام 2021 إلى 2.1 في عام 2022. مع ذلك وخلال هذه الفترة نمت معدل الناتج الإجمالي المحلي لدول منطقة الشرق الأوسط من 4.3 لعام 2021 إلى 6.2 لعام 2022 (صندوق النقد الدولي، 2023). وحقق الاقتصاد السعودي (الشكل 3-2) نمواً بمعدل 8.7 خلال عام 2022 مقارنة بـ 3.9 خلال عام 2021، ويعود هذا النمو إلى ارتفاع الأنشطة غير النفطية بمعدل 6.2 لعام 2022 فيما حققت 7.2 لعام 2021، كما بلغ النمو في الأنشطة النفطية 6.1 لعام 2022 فيما حقق نمواً بلغ 0.2 لعام 2021 (الهيئة العامة للإحصاء، 2022).

شكل (3-1): الناتج الإجمالي المحلي للاقتصاد العالمي



المصدر: صندوق النقد الدولي، 2023.

شكل (3-2): الناتج الإجمالي المحلي لاقتصاد المملكة العربية السعودية



المصدر: الهيئة العامة للإحصاء، 2023.

خلال جائحة كوفيد-19 زاد الدين العام نتيجة السياسات الحكومية المتبعة لدعم القطاعات المتضررة نتيجة الإغلاق، وبحسب صندوق النقد الدولي ارتفع الدين العام العالمي إلى 98% من الناتج المحلي الإجمالي لعام 2020، وسجلت الاقتصادات المتقدمة أكبر زيادات في العجز والدين، وبالنظر إلى إجمالي الدين العام للولايات المتحدة الأمريكية (جدول 1-1) نجد أن الدين ارتفع من 107.4 لعام 2018 إلى 128.1 لعام 2022 كما يتوقع صندوق النقد الدولي استمرار ارتفاع معدلات الدين لعام 2023، كما ارتفع الدين العام للصين من 53.8 لعام 2018 إلى 71.5 لعام 2021. وتلت الاقتصادات المتقدمة في معدلات زيادة العجز والدين، اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات متوسطة الدخل والبلدان النامية منخفضة الدخل. وترجع العجوزات في الاقتصادات المتقدمة إلى زيادة الإنفاق وانخفاض الإيرادات بمستويات شبه متساوية، بينما يرجع الجانب الأكبر من عجوزات اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات متوسطة الدخل والبلدان النامية منخفضة الدخل إلى انهيار الإيرادات على أثر انخفاض النشاط الاقتصادي (صندوق النقد الدولي، 2021).

جدول (3-1): إجمالي الدين العام نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي

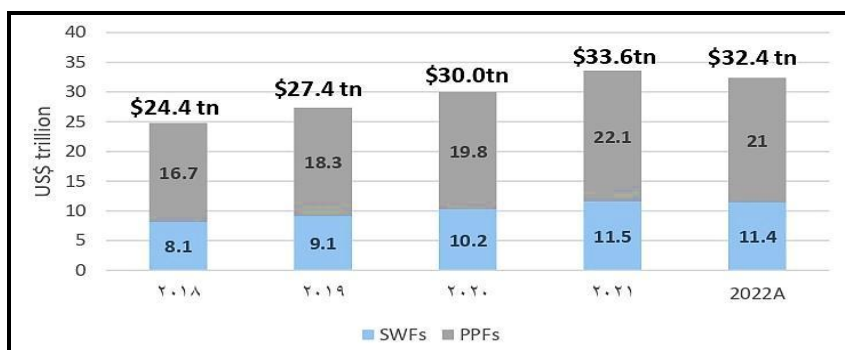
	2018	2019	2020	2021
Australia	41.76871	46.69556	57.24325	58.37833
China	53.8447	57.24435	68.06253	71.4801
France	97.78251	97.4264	114.6511	112.577
Germany	61.28836	58.89982	67.95295	69.64231
United Kingdom	85.46882	84.84616	103.5962	103.7868
United States	107.4495	108.7576	134.506	128.1444
Middle East and Central Asia	45.681	51.47	63.12	55.596

المصدر: IMF, 2023

3-2-2 الصناديق السيادية وتراكم الأصول:

ظهرت صناديق الثروة السيادية كأحد أهم التطورات المالية وبإستثمارات ذات تأثير كبير على الاقتصاد العالمي، تنامت أعدادها من 62 صندوق سيادي في عام 2000 ليتضاعف العدد إلى 125 عام 2012 ولتصل إلى 175 صندوق سيادي لعام 2022، بالإضافة إلى تضاعف قيمة الأصول تحت الإدارة (AUM) إلى 11.859 تريليون دولار في عام 2022، واعتبرت أحد المحركات الأساسية في استقرار النظام المالي العالمي خلال الأزمة المالية العالمية 2008-2010 (Global SWF, 2023a).

شكل (3-3): الأصول تحت الادارة (AUM) عالميا



المصدر: Global SWF, 2023b

تمتلك صناديق المستثمرين المملوكة للدولة (SOIs) State-owned investors (SOIs) بما في ذلك صناديق الثروة السيادية وصناديق التقاعد العامة 27 تريليون من الأصول تحت الإدارة (AUM) لعام 2020، مما يجعل هذه الصناديق ثالث أكبر مجموعة من مالكي الأصول على مستوى العالم. ومع ذلك ولعام 2022 تقلصت قيمة صناديق الثروة السيادية وبالمثل صناديق المعاشات التقاعدية. لكن صناديق SOIs أظهرت تقدماً في حجم الأصول وكما نستعرض في الجدول (1-1) نجد أن الصندوق السيادي السنغافوري GIC أكمل 73 صفقة بـ 40.3 بليون دولار، بزيادة 17% عن عام 2021. كما تقدمت صناديق مستثمرين الشرق الأوسط بحجم الأصول في عام 2020 خلال جائحة كوفيد-19 مقارنة بعام 2018، وظهر الصندوق السيادي السعودي صندوق الاستثمارات العامة ضمن أفضل 10 صناديق، ذلك من حيث الأصول بما يقارب 7.9 بليون دولار في عام 2020، وزادت قيمة الأصول ليحتل المرتبة الثالثة لعام 2022 بزيادة تقارب 20.7 بليون دولار (Global SWF, 2023b).

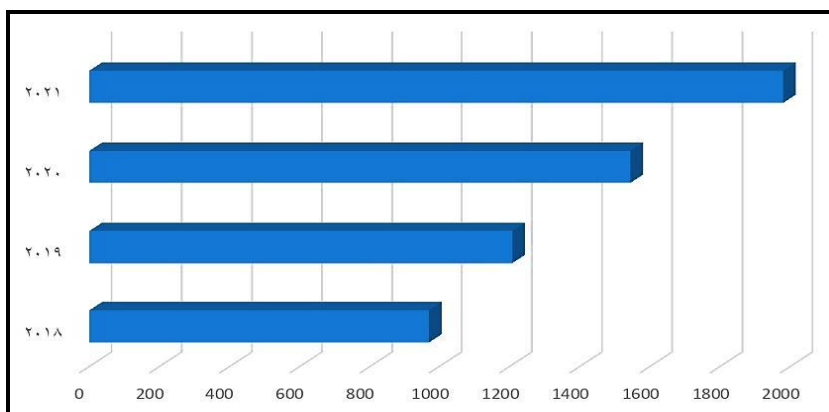
جدول (3-2): أفضل 10 صناديق المستثمرين المملوكة للدولة (SOIs) حسب رأس المال (بليون دولار)

Fund	Country	2020	Fund	Country	2021	Fund	Country	2022
GIC	SGP	17.7	GIC	SGP	34.5	GIC	SGP	40.3
CPP	CAN	14.6	CPP	CAN	23.7	ADIA	U.A.E	25.9
CDPQ	CAN	12.1	Mubadala	U.A.E	14.5	PIF	K.S.A	20.7
Mubadala	U.A.E	11.9	CDPQ	CAN	14.4	Temasek	SGP	13.5
Temasek	SGP	11.4	APG	NLD	13.5	CPP	CAN	12.1
NYSCRF	U.S	11.3	OTPP	CAN	12.7	Mubadala	U.A.E	11.3
ADQ	U.A.E	8.6	OMERS	CAN	12.7	CDPQ	CAN	10.3
DP World	U.A.E	8.5	ADIA	U.A.E	10.8	ADQ	U.A.E	8.7
NPS	KOR	7.9	Temasek	SGP	10.6	OTPP	CAN	7.9
PIF	K.S.A	7.9	ADQ	U.A.E	7.2	QIA	QAT	7.1

المصدر: Global SWF, 2023b

ويقدر صندوق الاستثمارات العامة قيمة الأصول تحت الإدارة Assets Under Management (AUM) في المملكة العربية السعودية وحول العالم، ما يقارب 1,980 مليار ريال سعودي لعام 2021 بلغ فيها إجمالي العائد على المساهمين 25%، ونمت قيمة الأصول إلى 2.3 تريليون ريال بنهاية الربع الأول من عام 2022، وبحسب استراتيجية الصندوق فإن مصادر التمويل تتمثل في الأموال التي تضخها الحكومة في الصندوق، بالإضافة إلى الأصول المملوكة للحكومة والتي حولت ملكيتها إلى الصندوق، والأدوات المالية من القروض وأدوات الدين والعوائد المبقاة من الاستثمارات. وتسعى المملكة العربية السعودية من خلال صندوق الاستثمارات العامة إلى تعظيم أصول الصندوق، وإطلاق قطاعات جديدة تسهم في تنويع الاقتصاد، بالإضافة إلى تكوين شراكات اقتصادية استراتيجية وتوطين التقنيات والمعرفة بما يخدم تطوير القطاعات المحلية وتعزيز المركز المالي (صندوق الاستثمارات العامة، 2023).

شكل (3-4): إجمالي الأصول تحت الإدارة لصندوق الاستثمارات العامة بالمليار ريال



المصدر: من اعداد الباحث بناء على بيانات صندوق الاستثمارات العامة، 2023

3-2-3 الصناديق السيادية واتجاه الاستثمار:

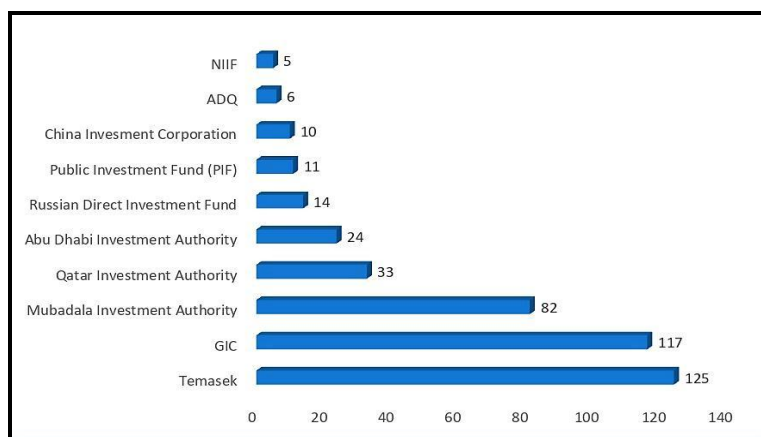
تباطأت استثمارات الصناديق السيادية⁽³⁾ خلال جائحة كوفيد-19 مع توقف النشاط

(³) تتبعت دراسة المؤلف النشاط الاستثماري لأربعين صندوق سيادي وشركات تابعة، وتشمل التغطية الجغرافية استثمارات 43 دولة وأكثر من 50 قطاعاً.

الاقتصادي وقدرت عدد الصفقات من يوليو 2019 إلى سبتمبر 2020 بحوالي 165 صفقة، كما انخفض نشاط الاندماج والاستحواذ العالمي بصورة حادة مع انخفاض في عدد الصفقات في الربع الأول من عام 2020. وانتعشت وتيرة نشاط الاندماج والاستحواذ مع استمرار انخفاض أسعار الفائدة لعام 2020، وخلال عام 2021 استمر نمو عدد الصفقات وبأحجام قياسية مدفوعة بالنمو القوي في تكنولوجيا المعلومات والرعاية الصحية والطاقة (خاصة مصادر الطاقة المتجددة) والمنتجات والخدمات الاستهلاكية والتجارية.

وعلى مستوى نشاط صناديق الثروة السيادية (في الفترة 2020-2021) تهيمن 5 صناديق استثمار أولها صندوق تماسيك السنغافوري (Temasek) الذي يمثل 27.9% من الاستثمار النشط، وصندوق GIC السنغافوري 26.1%، وصندوق مبادلة المملوك من قبل حكومة أبوظبي بدولة الإمارات العربية المتحدة 18.3%، وجهاز قطر للاستثمار (QIA) 7.4%، وجهاز أبوظبي للاستثمار (ADIA) 5.4%، بمعاملات بلغت قيمتها الإجمالية حوالي 120 مليار دولار. ومن بين المستثمرين السياديين الآخرين شارك الصندوق الروسي RDIF في إحدى عشر صفقة، وصندوق الاستثمارات السعودي صندوق الاستثمارات العامة (PIF) أحد عشر صفقة، وصندوق الاستثمار الصيني CIC لديه عشر صفقات، وشركة أبوظبي للتنمية القابضة ADQ شاركت في ست صفقات (Aguilar, 2021).

شكل (3-5): مستوى نشاط صناديق الثروة السيادية (في الفترة 2020-2021)



المصدر: Aguilar, 2021.

ضاعفت صناديق الشرق الأوسط السيادية استثماراتها في الاقتصادات الغربية، بما في ذلك الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا بأكثر من الضعف من 21.8 مليار دولار أمريكي عام 2021 إلى 51.6 مليار دولار أمريكي عام 2022. ومن بين 60 صفقة ضخمة لعام 2023 تم تنفيذ 26 صفقة من قبل صناديق الشرق الأوسط السيادية، و17 منها كانت في أصول أمريكية وأوروبية (Global SWF, 2023b).

يعمل الصندوق السيادي السعودي صندوق الاستثمارات العامة PFI على دفع التحول الاقتصادي في المملكة العربية السعودية، من خلال استثمارات نشطة وطويلة الأجل وبمعايير عالية للحوكمة والشفافية. ولذلك طور محفظة استثمارية تتألف من استثمارات محلية وإقليمية وعالمية متميزة في عدة قطاعات وأصناف من الأصول، هي ست محافظ استثمارية أربع محافظ منها محلية واثنان عالمية، ونجح الصندوق من خلال محفظة الاستثمارات العالمية المتنوعة ومحفظة الاستثمارات العالمية الاستراتيجية، في توسيع استثماراته في أمريكا الشمالية وآسيا وأمريكا اللاتينية وأفريقيا، حيث تم الاستثمار في قطاعات الصحة والتقنية والعقارات والبنية التحتية وخدمات المستهلك والمواصلات. أما محفظة المشاريع السعودية الكبرى فتركز على المشاريع الكبرى في المملكة كمشروع نيوم ومشروع البحر الأحمر. وأما محافظ الاستثمارات المحلية فتسعى لتحقيق عوائد مستدامة من خلال الاستثمار في مشاريع البنية التحتية والعقارية كذلك الاستثمار في قطاعات واعدة وشركات خاصة في الشرق الأوسط وشمال إفريقيا (صندوق الاستثمارات العامة، 2023).

3-2-4 الصناديق السيادية وسوق الأسهم:

وصلت الاستثمارات المباشرة بما في ذلك استثمارات البنية التحتية والأصول والأسهم إلى رقم قياسي لعام 2020، وارتفعت مرة أخرى في عام 2021 لتصل إلى 71.6 مليار دولار، مقارنة بـ 67.8 مليار دولار لعام 2020. وصلت فيها قيم الصفقات في عمليات الدمج والاستحواذ إلى أعلى مستوياتها عند 5.1 تريليون، بما في ذلك 130 صفقة ضخمة بقيمة صفقات أكبر من 5 مليارات دولار، 57% أعلى من عام 2020 وحطمت الرقم القياسي البالغ 4.2 تريليون دولار لعام 2007. وفي صناعة الخدمات المالية سعت صناديق الثروة السيادية

إلى توليد قيم دائمة حقيقية، من خلال دعم الشركات الأقل نضجا بدلا من مجرد إعادة تدوير الثروة الحالية، وزيادة العائدات عن طريق القيام بمضاربات متضاربة في أوقات اضطراب السوق (IFSWF, 2021).

تميز عام 2021 بالمستويات القياسية للاكتتابات العامة في العرض العام الأولي (IPOs) Initial Public Offerings، حيث جمعت 2388 صفقة ما مجموعه 453.3 مليار دولار وارتفع نشاط الاكتتاب العام العالمي 64% للصفقات و67% للعائدات. كما كان عاماً قياسياً لمشاركة صناديق الثروة السيادية في الاكتتابات العامة الأولية، فتم استثمار ما مجموعه 5.1 مليار في 71 صفقة بزيادة 45% لحقوق الملكية و108% لأرقام الصفقات. قادت آسيا الاستثمارات بـ 3 مليارات دولار في 47 اكتتاباً أولياً، 74% منها في الهند، سيطرت فيها شركات التجارة الإلكترونية وشركات الإنترنت، حيث استفادت بعض الشركات الهندية من الحظر الموجه على تطبيقات الصينية (IFSWF, 2021).

قام صندوق رؤية سوفت بنك بإدراج عدد من الشركات في سوق الأوراق المالية لعام 2021، من بينها كومباس (Compass) البريطانية لخدمات الطعام، وفل تراك أليانس (Truck Full Alliance) وديدي (DIDI) الصينية لتكنولوجيا النقل التشاركي في سوق الأوراق المالية نيويورك. وجراب (Grab) السنغافورية لخدمات التوصيل وزيمرجن (Zymergen) الأمريكية للتكنولوجيا الحيوية في سوق ناسدك للأوراق المالية، وسينس تايم (SenseTime) لتكنولوجيا الذكاء الاصطناعي في بورصة هونج كونج. كما استثمر صندوق الاستثمارات العامة في شركة أوبر (Uber) 3.5 مليار دولار لشراء حصة من الشركة التي تعد أوبر شركة رائدة عالمياً في قطاعي النقل والتقنية (صندوق الاستثمارات العامة، 2023).

خلال عام 2022 تراجعت أسواق البورصة الأمريكية كما انخفضت في الأسواق المالية الصينية في بورصتا هونج كونج وشنجاي بما يزيد عن 12% وتراجعت حيازتها من صناديق المستثمرين المملوكة للدولة (SOIs). بنما انتقلت بورصات الشرق الأوسط من قوة إلى قوة، شهدت فيها منطقة الخليج أكثر من 50 اكتتاباً أولياً بقيمة تقدر بأكثر من 20 مليار دولار أمريكي، وهو أعلى معدل على الإطلاق إذا ما أخذ بالاعتبار إدراج أرامكو في عام

2019 والذي حقق قيمة طرح إجمالية تعادل 29.4 مليار دولار في عام 2020⁽⁴⁾، وقد اجتذبت بعض أكبر الادراجات ورؤوس أموال كبيرة من مؤسسات الاستثمار العقاري عبر بورصات تداول وسوق أبو ظبي للأوراق المالية وسوق دبي المالي (Global SWF, 2023b).

استحوذ صندوق الاستثمارات العامة على ما يقارب من 86 مليون سهم من الشركة المصنعة للسيارات الكهربائية لوسيد (LUCID)، بمتوسط سعر 10.7 دولار أمريكي للسهم الواحد بقيمة 915 مليون دولار أمريكي لعام 2023. ورفع الصندوق السيادي ملكيته إلى 1.1 مليار سهم شكل هذا جزء من زيادة رأس المال بقيمة 1.52 مليار دولار أمريكي، مع جمع الباقي من خلال طرح 56.2 مليون سهم من أسهمها العادية (Global SWF, 2023c). كما أعلنت شركة أكوا باور (Acwa Power) مع الشركة القابضة للمياه والكهرباء "بديل" وهي شركة مملوكة بالكامل لصندوق الاستثمارات العامة PIF، استثمار 12.2 مليار ريال سعودي في ثلاث مشاريع شمسية جديدة في المملكة العربية السعودية، وستكون مملوكة لكل من بديل وأكوا باور المطور والمستثمر والمشغل الرائد لتوليد الطاقة وتحتلية المياه ومحطات الهيدروجين الخضراء في جميع أنحاء العالم (Acwa Power, 2023).

3-2-5 صندوق الاستثمارات العامة والاستثمارات المحلية مقابل الدولية:

يعد صندوق الاستثمارات العامة المحرك الرئيس لرؤية المملكة العربية السعودية، وواحد من أكثر الصناديق تأثيراً وشهرة على نطاق الاستثمار العالمي، وبفضل استراتيجية الصندوق ونهج المستثمر طويل الأجل نمت ميزانيته العمومية من 150 مليار دولار لعام 2015 إلى نحو 650 مليار دولار لعام 2022⁽⁵⁾، كما قام الصندوق بتوسيع نطاق صلاحياته خارج حدود المملكة، حيث أن 20% من استثمارات الصندوق اليوم هي استثمارات

(4) المصدر: شركة أرامكو السعودية (2020)، تقرير إعلان ما بعد فترة الاستقرار السعري وممارسة خيار الشراء.

(5) المصدر: مقابلة سعادة محافظ صندوق الاستثمارات العامة ياسر الرميان لدى موقع العربية الإخباري الإلكتروني.

دولية. ويعتبر صندوق الاستثمارات العامة من الصناديق السيادية المرنة التي يمكنها أن تقرر ما إذا ستستثمر محليا أو دوليا.

خلال جائزة كوفيد-19 اتجهت الصناديق السيادية بصفة عامة الى تفضيل الاستثمار المحلي بمعدل 46% من إجمالي رأس المال، ولعام 2022 انعكس الاتجاه حيث انخفض المعدل إلى 15% لعام 2022، هذا التوجه يعتمد على قدرة كل اقتصاد على استيعاب رأس المال، والمركبات الأخرى التي قد تمتلكها الحكومة أو تديرها، وقدرة الدولة على جذب الاستثمار الأجنبي المباشر، وتوافر فرص الاستثمار وقوة أسواق الأسهم المحلية وسيولتها، ومن المرجح أن يستمر الاتجاه نحو زيادة الاستثمارات المحلية لسببين أولها ظهور صناديق استراتيجية جديدة تهدف إلى جذب رؤوس الأموال، وثانيها زيادة نشاط بعض الصناديق الموجودة. وخير مثال على ذلك هو صندوق الاستثمارات العامة (PIF) حيث تمثل المحفظة الاستثمارية الدولية 29% وتستهدف استراتيجية صندوق الاستثمارات العامة زيادة هذه النسبة تدريجيا (Global SWF, 2023b).

تعد المشاريع الكبرى في المملكة العربية السعودية فريدة من نوعها من حيث النطاق والطموح، مما يعزز الطموحات الاستراتيجية للمملكة وسمعتها على الساحة العالمية، وقد واصلت محفظة المشاريع السعودية الكبرى مسار نموها السريع وتتوسع أنشطتها في عام 2021 حيث تضاعف حجمه ثلاث مرات. وتتضمن هذه المحفظة أربعة مشاريع كبرى داخل المملكة تدعم جهود التحول الاقتصادي وتشجع الاستثمار في عدة قطاعات يمكن أن تحقق عوائد عالية على المديين المتوسط والطويل، تتمثل هذه الاستثمارات في مشروع نيوم والقدية وشركة البحر الأحمر للتطوير وروشن (صندوق الاستثمارات العامة، 2023).

يقع مشروع نيوم بالقرب من البحر الأحمر في شمال غرب المملكة العربية السعودية، ويهدف إلى تجسيد التقدم البشري ورؤية لما قد يبدو عليه المستقبل الجديد، ويركز على قطاعات الطاقة المتجددة والاستفادة من انخفاض تكاليف توليد الطاقة النظيفة والمتجددة، وتعزيز الابتكارات الطبية وإيجاد قوة إقليمية في انتاج المياه وتخزينها ومركز للتميز في تكنولوجيا المياه العالمية. وسيتم تشغيل نيوم من خلال الطاقة المتجددة فقط وربطها بنظام

بيئي للتنقل المستدام، وفي 2021م تم إطلاق مشروع مدينة ذا لاين في نيوم الذي يمثل النموذج الحضاري لما يمكن أن تكون عليه المجتمعات الحضرية مستقبلاً. وتساعد هذه الإمكانيات المتقدمة لمشروع نيوم على أن تكون موطناً للاقتصادات الجديدة والأعمال التجارية العالمية وأن تجذب المواهب من خلال تقديم بيئة معيشية جذابة على مستوى العالم (صندوق الاستثمارات العامة، 2023).

يمكن وصف مشروع القدية بأنه عاصمة الترفيه والرياضة والفنون والثقافة ووجهه مميزة على الساحة العالمية، تم استثمار المشروع بقيمة عقد تصل إلى 3.75 مليار ريال مع شركة المباني لتشييد منتزه Six Flags عالمية المستوى. أما شركة البحر الأحمر للتطوير فهي مشروع سياحي تجديدي تأسست لتتولى قيادة وتطوير مشاريع البحر الأحمر، ويستحدث المشروع معايير جديدة للتنمية المستدامة ومعايير سياحية عالمية. ويعد مشروع روشن واحد من كبرى شركات التطوير العقاري الرئيسية في المملكة العربية السعودية، وهي متخصصة في مجال بناء العقارات والأحياء السكنية المتكاملة (صندوق الاستثمارات العامة، 2023).

كما حافظ صندوق الاستثمارات العامة على المرتبة السادسة بين أكبر صناديق الثروة السيادية في العالم بعد ارتفاع أصوله لتصل إلى 650 مليار دولار، وفقاً لآخر تصنيف لمؤسسة (SWF Institute) المتخصصة في دراسة استثمارات الحكومات والصناديق السيادية. وارتفعت أصول الصندوق بقيمة 42.6 مليار دولار، مقارنة بـ 607.42 مليار دولار في نهاية 2022. ووفقاً لاستراتيجية الصندوق للأعوام الخمسة المقبلة فإن المستهدف مضاعفة حجم أصوله ليتجاوز 4 تريليونات ريال ما يعادل 1.07 تريليون دولار في 2025، كما ذكر ولي العهد أن المستهدف رفع أصول الصندوق إلى 10 تريليونات ريال في 2030، بما يعادل 2.7 تريليون دولار.

الفصل الرابع

قياس كفاءة صندوق الاستثمارات العامة السعودي

1-4 تمهيد:

عند التطرق إلى دراسة كفاءة صندوق الاستثمارات العامة يكون من خلال أهم المحددات التي تؤثر في أداء هذه الصناديق، أو من خلال تقييم أداء هذه الصناديق باستخدام مؤشرات كمية والتعرف على نتائج كل مؤشر من هذه المؤشرات. يهدف هذا الفصل قياس واقع أثر بعض المحددات المختارة من خلال الاستعانة بالأساليب القياسية الحديثة، وذلك لتحقيق أحد أهداف الدراسة وهو تحديد بعض المحددات والعوامل التي تؤثر على كفاءة صندوق الاستثمارات العامة كصندوق ثروة سيادي في المملكة العربية السعودية.

ولتحقيق فرضيات البحث تستخدم المنهجية القياسية والإحصائية المتبعة الاختبارات الخاصة على البيانات ونطاقها الزمني، فتستخدم اختبارات جذر الوحدة (Unit Root Tests) لاختبار كفاءة المؤشرات محل الدراسة ولمعرفة استقرار السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة وتحديد درجة تكاملها، ثم تستخدم نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (Autoregressive Distributed Lag Model, ARDL) المطور من قبل (Pesaran et al, 1999) لتقدير علاقات الأجل القصير والطويل في الوقت نفسه، وأثبتت منهجية ARDL فاعليتها بتوفير تقديرات غير متحيزة وخالية من مشاكل القياس.

2-4 منهجية الدراسة وتوصيف النموذج القياسي:

1-2-4 بيانات البحث:

تتمثل بيانات الدراسة بالسلاسل الزمنية السنوية التي تصف متغيرات الدراسة خلال الفترة (2000-2021)، التي تم استخراجها من مجموعة بيانات مؤشرات التنمية العالمية (WDI) للمملكة العربية السعودية وبيانات لمؤسسة النقد العربي السعودي (SAMA)، حيث استقدينا من السلاسل الزمنية لمؤشر أصول الصناديق السيادية المتغير التابع المتمثل في إجمالي الأصول الاحتياطية البنك المركز في المملكة ساما SAMS (بوحدة المليون 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 كمغيرات مستقلة وهي النمو الاقتصادي مقاس بالنمو في نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي كنسبة سنوية، ورصيد الحسابات الجارية كنسبة من إجمالي الناتج المحلي، والانفتاح التجاري مقاس بالتجارة كنسبة من إجمالي الناتج المحلي، والإيرادات التي تقاس بإيرادات الموارد النفطية كنسبة من إجمالي الناتج المحلي.

4-2-2 توصيف نموذج لمحددات كفاءة صندوق الاستثمارات العامة كصندوق ثروة سيادي في المملكة العربية السعودية:

بالرجوع إلى الأدبيات السابقة حول صناديق الثروة السيادية، تم استخدام عدد من المحددات التي يتوقع أن تؤثر على كفاءة صندوق الاستثمارات العامة كصندوق الثروة السيادي الأهم 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 (Carpantier & Vermeulen, 2018) و (Raj & John, 2018)، يتم صياغة عوامل اقتصادية في نموذج اقتصادي لمعرفة أثر هذه العوامل على كفاءة صندوق الاستثمارات العامة كصندوق ثروة سيادي في المملكة العربية السعودية. لذلك سنتعمد الصيغة الرياضية أدناه:

$$TA_t = \beta_0 + \beta_1 GDP_t + \beta_2 CAP_t + \beta_3 R_t + \beta_4 TRD_t + \varepsilon_t$$

حيث ان المتغير التابع: (TA_t) كفاءة صندوق الاستثمارات العامة مقاس بإجمالي الأصول الاحتياطية في البنك المركزي ساما.

والمتغيرات المستقلة:

GDP_t : النمو الاقتصادي، النمو في نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي (% سنوية)

CAP_t : رصيد الحسابات الجارية (% من إجمالي الناتج المحلي)

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

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

ε_t : حد الخطأ.

والمعطيات كالتالي:

β_0 : تعتبر مقطع الدالة أو الحد المطلق.

β_1 : معامل النمو الاقتصادي ويدل على نوع العلاقة بين النمو الاقتصادي وكفاءة صندوق الاستثمارات العامة.

β_2 : معامل رصيد الحسابات الجارية ويدل على نوع العلاقة بين رصيد الحسابات الجارية وكفاءة صندوق الاستثمارات العامة.

β_3 : معامل الإيرادات النفطية ويدل على نوع العلاقة بين الإيرادات النفطية وكفاءة صندوق الاستثمارات العامة.

β_4 : معامل الانفتاح التجاري ويدل على نوع العلاقة بين الانفتاح التجاري وكفاءة صندوق الاستثمارات العامة.

وبناء على الأدبيات فهذه العوامل التي تم اختيارها كمحددات والأكثر أثراً على كفاءة صندوق الاستثمارات العامة وكذلك بناء على توفر البيانات، وحيث تفترض الدراسة أن كفاءة صندوق الاستثمارات العامة في المملكة تتأثر بهذه المحددات، من ذلك يتم التحقق من صحة الفروض التالية:

– توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين النمو الاقتصادي وكفاءة صندوق الاستثمارات العامة.

– توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين رصيد الحسابات الجارية وكفاءة صندوق الاستثمارات العامة.

– توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين الإيرادات وكفاءة صندوق الاستثمارات العامة.

– توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين الانفتاح التجاري وكفاءة صندوق الاستثمارات

العامة.

4-2-3 مقاييس متغيرات النموذج:

استخدم البحث السلاسل الزمنية للمحددات التي تم اختيارها، واعتمد البحث على الدراسات الادبية في اختيار مؤشر المتغير التابع كفاءة صندوق الاستثمارات العامة ومؤشرات المحددات التي تؤثر عليه، كما يمكن تعريف مؤشرات المتغيرات بناء على مصدر بيانات السلاسل الزمنية لها، وذلك كالتالي:

كفاءة صندوق الاستثمارات العامة كصندوق ثروة سيادي في المملكة العربية السعودية:
مقاس بإجمالي الأصول الاحتياطية في البنك المركزي ساما، وصافي الأصول الأجنبية هو مجموع الأصول الأجنبية التي في حوزة السلطات النقدية وبنوك الودائع النقدية، مخصوماً منه التزاماتها الأجنبية. والبيانات تم الحصول عليها من البنك المركزي السعودي (ساما) وهي بالعملة المحلية الريال.

النمو الاقتصادي، نمو إجمالي الناتج المحلي (% سنوياً):

معدل النمو السنوي لإجمالي الناتج المحلي بأسعار السوق على أساس سعر ثابت للعملة المحلية. وتستند الإجماليات إلى السعر الثابت للدولار الأمريكي عام 2010. وإجمالي الناتج المحلي هو عبارة عن مجموع إجمالي القيمة المضافة من جانب جميع المنتجين المقيمين في الاقتصاد زائد أية ضرائب على المنتجات وناقص أية إعانات غير مشمولة في قيمة المنتجات. ويتم حسابه بدون اقتطاع قيمة إهلاك الأصول المصنعة أو إجراء أية خصوم بسبب نضوب وتدهور الموارد الطبيعية (البنك الدولي، 2011).

رصيد الحسابات الجارية (% من إجمالي الناتج المحلي):

رصيد الحساب الجاري هو عبارة عن مجموع صاف صادرات السلع، والخدمات، وصافي الدخل، وصافي التحويلات الجارية (البنك الدولي، 2011).

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

إيرادات الموارد النفطية هي الفرق بين قيمة إنتاج الموارد النفطية بالأسعار العالمية وإجمالي تكلفة الإنتاج (البنك الدولي، 2011).

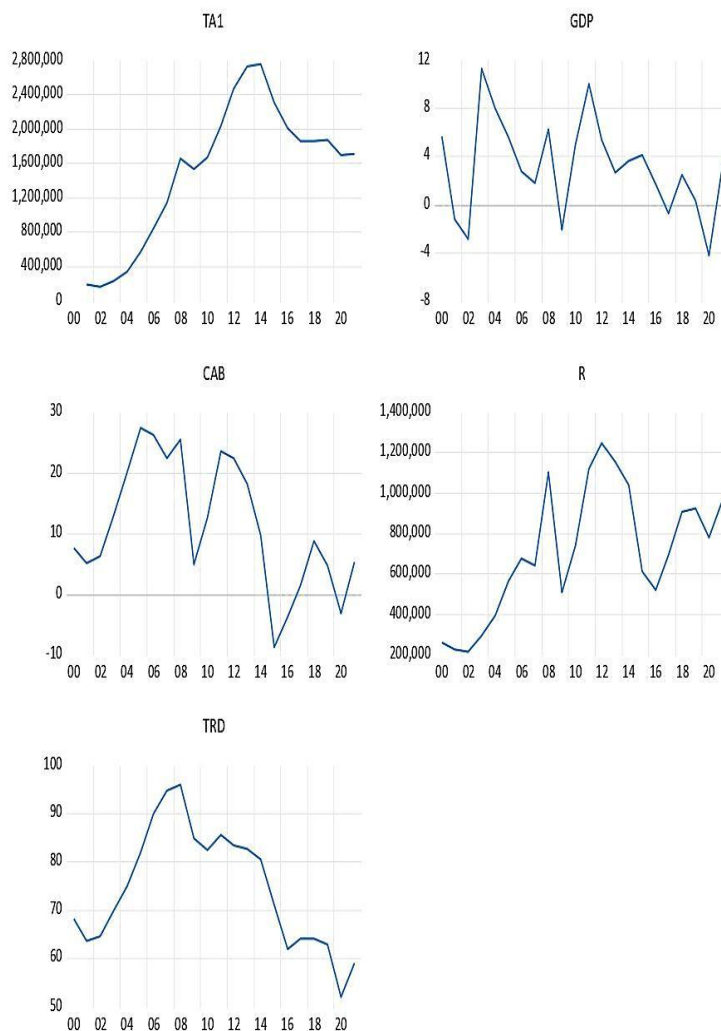
الانفتاح التجاري، التجارة (% من إجمالي الناتج المحلي):

ويقاس بالتجارة وهي مجموع الصادرات والواردات من السلع والخدمات مُقاسة كحصة من إجمالي الناتج المحلي (البنك الدولي، 2011).

4-2-4 الاحصائيات الوصفية والاتجاه العام لمتغيرات النموذج:

يتضح الاتجاه العام لمتغيرات النموذج محل الدراسة في الفترة 2000-2021 من خلال ادراج منحنيات السلاسل الزمنية، حيث يعبر الشكل (1-4) عن التسلسل الزمني في اقتصاد المملكة العربية السعودية للمتغير التابع كفاءة صندوق الاستثمارات العامة كصندوق ثروة سيادي (TA)، والمتغيرات التفسيرية: النمو الاقتصادي (GDP) ورصيد الحسابات الجارية (CAP) والايادات للموارد النفطية (R) والانفتاح التجاري (TRD)، ومن خلال النظر للمنحنيات شكل (1-4) وجدول الاحصائيات الوصفية رقم (1-4) يتضح أن الاتجاه العام لمنحنى الأصول الاحتياطية يأخذ الشكل التصاعدي إلى أن وصل إلى أعلى قيمة له خلال الفترة في عام 2014 حيث بلغ 227173.4 مليار ريال، كما أن المنحنى الذي يعبر عن النمو الاقتصادي شديد التذبذب خلال الفترة حيث وصل معدل النمو الاقتصادي إلى أعلى قيمه له التي بلغت 11.24206% في عام 2003، وتمثيل الفترة جاء بناء على توافر البيانات حيث يصعب تحديد وجود تلاؤم نوعاً ما بين تذبذبات المتغير التابع والمتغيرات المستقلة.

شكل (4-1): التسلسل الزمني لمتغيرات الدراسة في اقتصاد المملكة العربية السعودية خلال فترة الدراسة (2000-2021)



المصدر: من اعداد الباحث بواسطة برنامج Eviews 12.

TA1: أصول الصندوق مقاسًا بإجمالي أصول صناديق الاستثمارات.

GDP: النمو الاقتصادي مقاسًا بمعدل النمو السنوي من الناتج المحلي الإجمالي.

CAP: رصيد الحسابات الجارية مقاسًا برصيد الحسابات الجارية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي.

R: الإيرادات مقاسًا بإيرادات الموارد النفطية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي.
TRD: الانفتاح التجاري مقاسًا بمجموع الصادرات والواردات كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي.

جدول (4-1): الإحصاءات الوصفية للمتغيرات Descriptive Stats

Variables	Mean	Maximum	Minimum
TA1	150871.	274632.4	38556.00
GDB	3.135554	11.24206	-4.137670
CAP	11.35088	27.39765	-8.669786
R	708056.4	1246538..	213000.0
TRD	74.51454	96.10264	52.07659

المصدر: من اعداد الباحث بواسطة برنامج Eviews 12.

4-2-5 منهجية نموذج محددات كفاءة صندوق الاستثمارات العامة كصندوق ثروة سيادي في المملكة العربية السعودية:

يقوم النموذج على اختيار 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 بالتذبذب العشوائي بشكل منفرد بالتالي اهمية تحليل التكامل المشترك في دراسة العلاقات الاقتصادية في المدى الطويل (علي، 2013).

التحليل القياسي للدراسات التجريبية يقوم بتحليل العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية عن طريق اجراء تحليل الانحدار لبيانات تلك المتغيرات التي هي عبارة عن سلسلة زمنية، حيث يتم على هذه التحليل على خطوتين لكل خطوة منهما منهجيتها، وهي كالتالي:

الخطوة الاولى: التأكد من سكون بيانات السلاسل الزمنية لكل من هذه المتغيرات:

يعد الاجراء الأولي في تقدير وقياس العلاقات بين المتغيرات الاقتصادية في إطار 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، ويختبر وجود جذر الوحدة (Unit root) في بيانات السلاسل الزمنية للمتغيرات المدروسة لإتخاذ الإجراءات الكفيلة بمعالجة السلاسل الزمنية لجعلها ساكنة من خلال الفرق الأول أو الفرق الثاني والتخلص من الانحراف الزائف.

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)، وجميعها قائمة على اختبار القيمة الإحصائية للاختبار (ADF) و (PP) للتأكد من إمكانية سكون السلاسل الزمنية للمتغيرات المدروسة من عدمه ويتم التحقق من الاختبار بالمقارنة بين القيمة المحسوبة للاختبار مع القيمة الحرجة عند مستويات معنوية (1%, 5%, 10%)، وذلك لقبول فرضية العدم التي تنص على عدم سكون السلاسل الزمنية أو الفرضية البديلة التي تنص على سكون السلاسل الزمنية للمتغيرات. ويعد اختبار (PP) ذا إمكانية اختبارية إحصائية أدق من (ADF) خصوصاً عندما يكون حجم العينة صغيرة.

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

قام كل من (Pesaran (1997، Shinand and Sun (1998، 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). ويمتلك نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (ARDL) عدة خصائص تميزه عن باقي النماذج وهي كالتالي:

- 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.

3-4 نتائج التحليل القياسي لنموذج محددات كفاءة صندوق الاستثمارات العامة كصندوق ثروة سيادي في المملكة العربية السعودية:

1-3-4 نتائج اختبارات جذر الوحدة (unit root Tests):

توضح نتائج الجدول (2-4) اختبار ديكي - فولر الموسع (ADF) لمتغيرات السلاسل الزمنية لكل من (كفاءة صندوق الاستثمارات، والنمو الاقتصادي، ورصيد الحسابات الجارية، والايرادات، والانفتاح التجاري)، ويتضح من الجدول أن سلاسل المتغيرات ساكنة بعد أخذ الفرق الأول وهذا ما تدل عليه القيمة الاحتمالية لاختبار (ADF) التي كانت أقل من مستوى المعنوية (5%)، بالتالي نقبل الفرض البديل مما يعني أنها ساكنة ومستقرة عند الفرق الأول وبالتالي تكاملها من الدرجة الأولى (1)، ما عدا النمو الاقتصادي فهو ساكن عند المستوى.

جدول (2-4): اختبار (ADF) لبيانات السلسلة الزمنية

مستوى الاستقرار	الفرق الأول		المستوى		المتغيرات
	Prob.	ADF قيمة	Prob.	ADF قيمة	
الفرق الأول	0.032	-2.162	0.587	-0.236	كفاءة الصندوق TA1

المتغيرات	المستوى		الفرق الأول		مستوى الاستقرار
	ADF قيمة	Prob.	ADF قيمة	Prob.	
النمو الاقتصادي GDP	-3.860	0.008	-6.136	0.000	المستوى
رصيد الحسابات الجارية CAB	-1.863	0.341	-4.015	0.006	الفرق الأول
الإيرادات R	-1.168	0.666	-4.080	0.006	الفرق الأول
التجارة TRD	-0.769	0.807	-3.042	0.042	الفرق الأول

المصدر: من اعداد الباحث بواسطة برنامج 12 Eviews.

كما توضح نتائج الجدول (3-4) اختبار فيليبس بيرون (PP) لمتغيرات السلاسل الزمنية لكل من (كفاءة صندوق الاستثمارات، والنمو الاقتصادي، ورصيد الحسابات الجارية، والإيرادات، والانفتاح التجاري)، ويتضح من الجدول أن سلاسل المتغيرات ساكنة بعد أخذ الفرق الأول وهذا ما تدل عليه القيمة الاحتمالية لاختبار (PP) التي كانت أقل من مستوى المعنوية (5%)، بالتالي نقبل الفرض البديل مما يعني أنها ساكنة ومستقرة عند الفرق الأول وبالتالي تكاملها من الدرجة الأولى (1)، ما عدا النمو الاقتصادي فهو ساكن عند المستوى.

جدول (3-4): اختبار (PP) لبيانات السلسلة الزمنية

المتغيرات	المستوى		الفرق الأول		مستوى الاستقرار
	PP قيمة	Prob.	PP قيمة	Prob.	
كفاءة الصندوق TA1	-0.082	0.697	-2.162	0.032	الفرق الأول
النمو الاقتصادي GDP	-3.833	0.009	-10.941	0.000	المستوى
رصيد الحسابات الجارية CAB	-1.863	0.341	-3.974	0.007	الفرق الأول
الإيرادات R	-1.128	0.613	-4.078	0.006	الفرق الأول
التجارة TRD	-0.972	0.743	-3.042	0.042	الفرق الأول

المصدر: من اعداد الباحث بواسطة برنامج 12 Eviews.

4-3-2 نتائج تحديد فترة الإبطاء (Lag Order Selection)

توضح نتائج الجدول (4-4) أنه عند الترتيب الأول في الإبطاء تكون أقل قيمة لمؤشرات التحديد في الجدول وهي معيار إحصائية LR للتسلسل المطور Sequential Modified LR Test Statistic، ومعيار خطأ التنبؤ النهائي (FPE) Final Prediction Error، وبناء على ذلك يتم اعتماد اختيار فترة واحدة كأفضل إبطاء عند إجراء الاختبارات القياسية اللازمة.

جدول (4-4): نتائج تحديد فترة الإبطاء Lag Order Selection

Lag	FPE	LR
0	3.81e+26	NA
1	1.98e+23*	133.9467*
2	2.49e+23	24.89948

المصدر: من اعداد الباحث بواسطة برنامج Eviews 12.

4-3-3 نتائج اختبار الحدود للتكامل المشترك (Bounds Test):

توضح نتائج الجدول (4-5) أن القيمة الإحصائية F بلغت (60.00167) وهي أعلى من جميع القيم الجدولية للحدود العليا (1) I (Upper Critical Bounds) وذلك عند جميع مستويات المعنوية (10%، 5%، 1%)، مما يعني قبول فرضية التكامل المشترك، أي أن هناك علاقة توازنه طويلة الأجل تتجه من المتغيرات التفسيرية (النمو الاقتصادي، ورصيد الحسابات الجارية، والإيرادات، والانفتاح التجاري) إلى المتغير التابع (كفاءة صندوق الاستثمارات).

جدول (4-5): نتائج اختبار الحدود Bound Test

K	قيمة إحصائية F	
4	60.00167	
الحدود العليا I(1)	الحدود الدنيا I(0)	القيم الحرجة
3.09	2.2	%10
3.49	2.56	%5
3.87	2.88	% 2.5
4.37	3.29	%1

المصدر: من اعداد الباحث بواسطة برنامج 12 Eviews.

4-3-4 نتائج تقدير العلاقة طويلة الأجل لنموذج التكامل المشترك (ARDL):

توضح نتائج الجدول (4-6) أن النموذج الأمثل لتقدير العلاقة في الأجل الطويل والذي يعطي أدنى قيمة لمعيار (AIC) هو النموذج $ARDL(1, 0, 1, 0, 1)$ ، وأن معاملات الأجل الطويل تمثل المرونات، ويمكن استنتاج العلاقات التوازنية بين المتغيرات التفسيرية (النمو الاقتصادي، ورصيد الحسابات الجارية، والإيرادات، والانفتاح التجاري) والمتغير التابع (كفاءة صندوق الاستثمارات) لتكون كالتالي:

- أن النمو الاقتصادي تأثيره غير معنوي في الأجل الطويل على كفاءة الصندوق عند مستوى المعنوية 5%.
- أن رصيد الحسابات الجارية تأثيره غير معنوي في الأجل الطويل على كفاءة الصندوق عند مستوى المعنوية 5%.
- أن الإيرادات تأثيرها معنوي ايجابي في الأجل الطويل على كفاءة الصندوق عند مستوى المعنوية 5%، حيث تؤدي زيادة 1% من الإيرادات إلى زيادة قدرها 3.2% في كفاءة الصندوق.
- أن الانفتاح التجاري تأثيره معنوي ايجابي في الأجل الطويل على كفاءة الصندوق عند مستوى المعنوية 5%، حيث تؤدي زيادة 1% من التجارة إلى زيادة قدرها 286.9% في كفاءة الصندوق.

جدول (4-6): نتائج تقدير العلاقات في الأجل الطويل

المتغيرات	المعاملات	القيمة الاحتمالية
النمو الاقتصادي GDP	-13457.09	0.5547
رصيد الحسابات الجارية CAB	373968.52	0.2636
الإيرادات R	3.2301	0.0000
التجارة TRD	28624.93	0.0277

المصدر: من اعداد الباحث بواسطة برنامج Eviews 12.

4-3-5 نتائج تقدير العلاقة في الأجل القصير لنموذج التكامل المشترك (ARDL):

توضح نتائج الجدول (4-7) أن النموذج الأمثل لتقدير العلاقة في الأجل القصير من خلال إضافة حد الخطأ والمتباطئ لمدة سنة واحدة باعتباره متغير تفسيري، اذ يقيس مقدار الاختلال في التوازن في الأجل القصير الذي يجري تصحيحه للعودة للتوازن في الاجل الطويل، وحيث أن معامل حد تصحيح الخطأ (ECM) يأخذ اشارة سالبة وهو معنوي احصائياً عند مستوى 5%، فذلك يعني أنه يتم تصحيح ما قيمته أكبر من (17.5 %) من الاختلال أو الانحراف قصير الأجل في المتغيرات التفسيرية في السنة السابقة الى السنة الحالية، وهي نسبة تصحيح الخطأ للمتغير في الأجل القصير باتجاه قيمته التوازنية في الأجل الطويل.

جدول (4-7): نتائج تقدير العلاقات في الأجل القصير ومعامل تصحيح الخطأ ECT

المتغيرات	المعاملات	القيمة الاحتمالية
D(CAB)	9932.38	0.0000
D(TRD)	444.735	0.0000
ECM	-0.17588	0.0000

المصدر: من اعداد الباحث بواسطة برنامج Eviews 12.

4-3-6 نتائج الاختبارات التشخيصية لنموذج التكامل المشترك (ARDL):

توضح نتائج الجدول (4-8) الاختبارات التشخيصية التي تم إجراؤها على نموذج التكامل المشترك ARDL للتأكد من جودة النموذج وخلوه من المشاكل القياسية، وتتمثل أهم الاختبارات التشخيصية في التالي:

– اختبار Breusch – Godfrey بالإحصائية الاحتمالية (0.2676) وهي أكبر من 5% بالتالي قبول فرض عدم وجود مشكلة ارتباط ذاتي، أي أنه لا يوجد ارتباط ذاتي تسلسلي للأخطاء في النموذج.

– اختبار Jarque-Ber بالإحصائية الاحتمالية (0.5152) وهي أكبر من 5% بالتالي قبول فرض عدم وجود مشكلة عدم توزيع طبيعي للأخطاء، أي أن الأخطاء العشوائية تتوزع توزيع طبيعي في النموذج.

– اختبار Breusch-Pagan-Godfrey بالإحصائية الاحتمالية (0.2306) وهي أكبر من 5% بالتالي قبول فرض عدم وجود مشكلة عدم تباين، أي أن تباين الأخطاء متجانس في النموذج.

جدول (4-8): نتائج الاختبارات التشخيصية لنموذج ARDL

الاختبار	القيمة الاحصائية	القيمة الاحتمالية
Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test	1.2288	0.2676
Normality (Jarque-Bera)	1.3262	0.5152
Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey	9.3187	0.2306

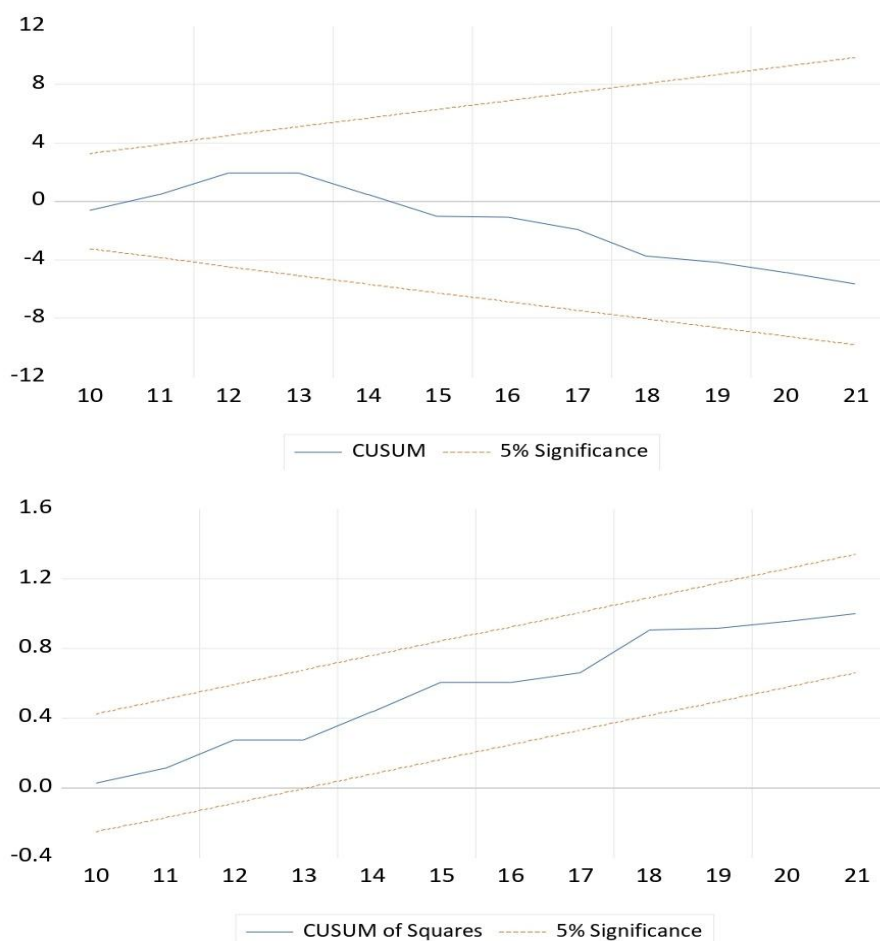
المصدر: من اعداد الباحث بواسطة برنامج Eviews 12.

4-3-7 نتائج الإستقرارية الهيكلية لنموذج التكامل المشترك (ARDL):

يوضح الشكل (4-2) الاختبارات التي تم إجراؤها على نموذج التكامل المشترك ARDL للتأكد من خلو البيانات المستخدمة في النموذج من وجود أي تغيرات هيكلية فيها، ويعتبر

Cumulative Sum of Recursive Residual (CUSUM) التراكمي للبواقي المجموع والمجموع التراكمي لمربعات البواقي Cumulative Sum of Square Recursive Residual (CUSUMQ) من أهم الاختبارات لدراسة الاستقرار الهيكلية، ومن الشكل (2-4) نجد أن الرسم وقع ما بين الحدود الحرجة بمستوى 5% بالتالي يتم قبول فرضية العدم التي تنص على عدم وجود مشكلة استقرار، أي ان المتغيرات محل الدراسة ساكنة، ويثبت بذلك سكون المعلمات الطويلة والقصيرة الاجل لنموذج ARDL المقدر.

شكل (2-4): المجموع التراكمي للبواقي (CUSUM) & (CUSUMSQ)



المصدر: من اعداد الباحث بواسطة برنامج Eviews 12.

الفصل الخامس

النتائج والتوصيات

5-1 النتائج:

بعد دراسة وتحليل أثر بعض المحددات على كفاءة صندوق الاستثمارات العامة كصندوق ثروة سيادي في المملكة العربية السعودية، استخدم الجزء التطبيقي للبحث لتحقيق هدفه تقدير النموذج القياسي بطريقة ARDL، فبعد إجراء اختبار جذر الوحدة للسلاسل الزمنية للمتغيرات ثم تحديد النموذج الأمثل بالابطاءات الزمنية الأفضل، تم اجراء اختبار الحدود والتأكد من تكامل النموذج لتقدير العلاقات التوازنية في الاجل الطويل والأجل القصير .

إن النتائج في الاجلين الطويل والقصير لا تتفق مع جميع الافتراضات في النموذج كون المعلمات لكل من النمو الاقتصادي ورصيد الحسابات الجارية غير معنوية التأثير على كفاءة الصندوق، والايادات ترتبط بعلاقة طردية مع كفاءة الصندوق وهي ذات أهمية معنوية عند مستوى 5%، بينما النمو الاقتصادي ليس ذو دلالة احصائية وهذا يختلف مع نتائج (Carpantier & Vermeulen, 2018) التي تستخلص أن نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي وایادات الموارد الطبيعية يؤثران بشكل إيجابي في تحقيق توازن مدخرات الصناديق السيادية. كما جاءت نتائج العلاقات التوازنية بأن الانفتاح التجاري والایادات يرتبطان بعلاقة طردية مع كفاءة الصندوق وأنها ذات أهمية معنوية عند مستوى 5%.

كما أوضحت النتائج القياسية للدراسة وجود استجابة قصيرة الاجل للمتغير التابع (كفاءة صندوق الاستثمارات العامة كصندوق ثروة سيادي في المملكة العربية السعودية) مع المتغيرات النفسيرية (النمو الاقتصادي ورصيد الحسابات الجارية والایادات والانفتاح التجاري)، أي ان النمو الاقتصادي ورصيد الحسابات الجارية والایادات تنتج عنها اثار ايجابية في الاجل القصير وهذا يوافق الدراسة التي تقدم بها (Carpantier & Vermeulen, 2018) التي تشير إلى وجود علاقة إيجابية عالية بين كلا من النمو الاقتصادي وایادات الموارد والصناديق السيادية، وذلك لأن النمو الاقتصادي وایادات الموارد تساهم في تحقيق دخل بسلاسة ينشأ اضافة في صافي الأصول الأجنبية.

بينما تساهم كلاً من رصيد الحسابات الجاري والانفتاح التجاري بشكل ايجابي في صافي الأصول الأجنبية وهو ما يتوافق 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. بناء على النتائج السابقة وباستعراض ملائمة فرضيات الدراسة لها، يتبين عدم تحقق الفرضيات الأولى والثانية من خلال التأثير المعنوي للمحددات النمو الاقتصادي ورصيد الحسابات الجارية على كفاءة صندوق الاستثمارات العامة كصندوق سيادي في المملكة العربية السعودية، بينما تحققت الفرضيتين الثالثة والرابعة في معنوية التأثير الإيجابي لمحدد الإيرادات والانفتاح التجاري على كفاءة الصندوق، بتوافق مع مجموعة من الأدبيات السابقة، الأمر الذي يوضح بشكل جلي أهمية تحديد مؤثرات كفاءة الصناديق السيادية من خلال البحث والتطبيق على أضخم الصناديق السيادية عالمياً صندوق الاستثمارات العامة في المملكة العربية السعودية.

5-2 التوصيات:

تتأثر الأدبيات التجريبية القائمة حول محددات كفاءة الصناديق السيادية في المملكة العربية السعودية إلى حد كبير بالجوانب الإيجابية، وفي هذه الدراسة تبين الآثار الايجابية لمحددات كفاءة صندوق الاستثمارات العامة كصندوق سيادي في المملكة العربية السعودية، وبذلك تخلص الدراسة إلى التوصيات التالية:

- 1) ضرورة أن يتسم الصندوق بشفافية كامله في كافة أنشطته وأعماله وإنجاز أهدافه بما يخدم مصلحة عملية التنمية في المملكة العربية السعودية.
- 2) ضرورة انتقاء العوامل ذات الكفاءات اللازمة التي تعمل على تسير الصناديق بشكل جيد، والارتقاء بمستوى كفاءة الصندوق.
- 3) ضرورة نشر الإنجازات والقوائم المالية وتقارير الأداء الدورية للمساهمة في دعم البحوث والدراسات الخاصة بكفاءة الصندوق، والتي قد تعود بالفائدة على عمل الصندوق في تنفيذ استراتيجياته.

المراجع:

- (1) الراوي، زيد مؤيد والخزعلي، احمد سالم (2019). محددات كفاءة الأداء المالي للصناديق السيادية في دولة الإمارات العربية المتحدة. رسالة جامعية-جامعة آل البيت، 1-80. روجع من: <https://search.mandumah.com/Record/975703>
- (2) الهيئة العامة للإحصاء (2022)، الناتج المحلي الإجمالي و الحسابات القومية للربع الرابع 2022، روجع من: <https://www.stats.gov.sa/ar/823>
- (3) بونحاس، عادل وبلوناس، عبدالله (2017). دور صناديق الثروة السيادية كأداة للسياسة المالية ونموذج لاستثمار الفوائض النفطية في تحقيق التنمية الاقتصادية-صندوق الاستثمارات العامة السعودي كنموذج. مجلة معارف، 23():360-372.
- (4) شريط، حنان (2017). تقييم أداء صناديق الاستثمار الإسلامية- دراسة من الصناديق المدرجة في سوق الأسهم السعودي. مجلة العلوم الانسانية، 8(2):345-359.
- (5) عطية، حليلة وبن سماعيل، حياة(2020). صناديق الاستثمار ودورها في الأسواق المالية- حالة سوق الأسهم السعودي. مجلة دفاتر اقتصادية، 11(1):95-114.
- (6) عطية، حليلة وشوارفية، محمد الأمين (2020). تقييم أداء صناديق الاستثمار بالأسلوب المزدوج-سوق الأسهم السعودي دراسة حالة. مجلة النمو الاقتصادي وريادة الاعمال JEGE، 3(2):70-92.
- (7) صندوق النقد الدولي (2008)، إنشاء مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية تيسيرا للجهود المتعلقة بالمبادئ الطوعية، بيان صحفي رقم 08/97، واشنطن.
- (8) صندوق النقد الدولي (2023)، أفاق الاقتصاد العالمي، روجع من: <https://www.imf.org/ar/Home>

(9) صندوق الاستثمارات العامة (2023)، الموقع الرسمي لصندوق الاستثمارات العامة،

رُوجع من: <https://www.pif.gov.sa/ar/Pages/OurInvestments.aspx>

(10) صندوق الاستثمارات العامة (2021)، تقرير برنامج صندوق الاستثمارات العامة،

رُوجع من: _____

<https://www.pif.gov.sa/VRP%202025%20Downloadables%20AR/>

[PIFStrategy2012-2025-AR.pdf](https://www.pif.gov.sa/VRP%202025%20Downloadables%20AR/PIFStrategy2012-2025-AR.pdf)

11) Acwa Power (2023), PIF's Wholly-Owned Company Badeel and Acwa Power Invest 12.2 SAR Billion into Three New Solar Projects in Saudi Arabia. From:

<https://www.acwapower.com/news/pifs-wholly-owned-company-badeel-and-acwa-power-invest-sar122-billion-into-three-new-solar-projects-in-saudi-arabia/>

12) Bagnall Allie & Edwin M. Truman, 2013. "Progress on Sovereign Wealth Fund Transparency and Accountability: An Updated SWF Scoreboard," Policy Briefs PB13-19, Peterson Institute for International Economics.

13) Carpentier, J.-F. & Vermeulen, W.N., 2018. "Emergence of sovereign wealth funds," Journal of Commodity Markets, Elsevier, vol. 11(C), pages 1-21.

14) Caner, Mehmet; Caner, Turanay; Grennes, Thomas (2009), Determinants of Investment by the Norwegian Sovereign Wealth

- Fund: GDP versus Institutions, Global Economy Journal, from:
<https://www.degruyter.com/document/doi/10.2202/1524-5861.1702/html>
- 15) Caner, Mehmet; Grennes, Thomas (2010), Sovereign Wealth Funds: The Norwegian Experience, The World Economy, doi: 10.1111/j.1467-9701.2009.01235.x, from:
<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1467-9701.2009.01235.x>
- 16) GlobalSWF (2023a), Global Track, from: <https://globalswf.com/>
- 17) GlobalSWF (2023b), 2023 Annual Rrport SOIs in Multipolar World, from: <https://globalswf.com/reports/2023annual#the-world-in-2023-3>
- 18) GlobalSWF (2023c), PIF's Plans to Take Lucid Private Are Part of a Bigger EV Strategy By Saudi SWF, From: <https://globalswf.com/news/pif-s-plans-to-take-lucid-private-are-part-of-a-bigger-ev-strategy-by-saudi-swf>
- 19) Greg N., Gregoiou; Komlan, Sedzro and Joe, Zhu, (2005). Hedge fund performance appraisal using data envelopment analysis. *European Journal of Operational Reseach*, 164(2), 555-571.
- 20) IFSWF (2021), A Record-breaking Year for Investment, from:

<https://ifswfreview.org/record-breaking-investments.html>

- 21) Mehmet Caner & Thomas Grennes, 2010. "Sovereign Wealth Funds: The Norwegian Experience," *The World Economy*, Wiley Blackwell, vol. 33(4), pages 597–614, April.
- 22) Megginson, William; Malik, Asif; Zhou, Xin Yue (2023), Sovereign Wealth Funds in the post-pandemic era, *J int Bus Policy*, 10.1057/s42214-023-00155-2.
- 23) Mohaddes, Kamiar; Raissi, Mehdi (2017), Do Sovereign Wealth Funds Dampen the Negative Effects of Commodity Price Volatility?, Elsevier, Volume 8, from: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S2405851317300181>
- 24) Raj & Goodell, John W., 2018. "Sovereign wealth fund governance and national culture," *International Business Review*, Elsevier, vol. 27(1), pages 78–92.
- 25) Ruiyue, Lina and Qian, Liub, (2021). Multiplier dynamic data envelopment analysis based on directional distance function: An application to mutual funds. *European Journal of Operational Reseach*, 293(3), 1043–1057.
- 26) Stuckelberger, Christoph; Rossouw, Deon; Geerts, Sofie; Chavaz, Pascale; Xinwa, Namhla (2016), Sovereign Wealth Funds An

Ethical Perspective, Globethics.net Global No. 15.

- 27) Truman, Edwin (2010), Sovereign Wealth Funds: Threat or Salvation?, FSC FPO, Peterson Institute for International Economics, 2010031393