



**صناديق الثروة السيادية ودورها في تحقيق الاستقرار الاقتصادي
بدول مجلس التعاون الخليجي- دراسة قياسية**
**Sovereign wealth funds and their role in
achieving economic stability in the countries of
the Gulf Cooperation Council
econometric study--**

أ.د. علي شريف عبدالوهاب وردة

أستاذ الاقتصاد- وكيل كلية الأعمال
جامعة المنصورة الجديدة

د. محمد سعيد قطارة

مصلحة الجمارك المصرية
وزارة المالية

mohammed.kattara@yahoo.com

د. عصام أحمد البدرى

أستاذ الاقتصاد المساعد- وقائم بعمل رئيس
قسم الاقتصاد

بكلية التجارة- جامعة المنوفية

Esamahmed1981@gmail.com

مجلة الدراسات التجارية المعاصرة

كلية التجارة - جامعة كفر الشيخ

المجلد الثامن . العدد الثالث عشر- الجزء الأول

يناير ٢٠٢٢م

رابط المجلة : <https://csj.journals.ekb.eg>

المخلص:

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل أداء صناديق الثروة السيادية، وتقييم دورها في تحقيق الاستقرار الاقتصادي بدول مجلس التعاون الخليجي، معتمدةً على أدوات المنهج القياسي من أجل تحديد طبيعة العلاقة بين قيمة أصول صناديق الثروة السيادية SWF، والاستقرار الاقتصادي الذي تعبر عنه معدلات النمو الاقتصادي GR، ومعدلات البطالة EMR، ومعدلات التضخم INF، وذلك باستخدام نموذج متجه الانحدار الذاتي VAR Model، مع اتباع بعض الاختبارات الإحصائية والقياسية للتأكد من صحة المعلمات المقدرة، ومدى كفاءة النموذج المتبع، وقد توصلت الدراسة إلى محدودية تأثير صناديق الثروة السيادية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي بدول مجلس التعاون الخليجي.

الكلمات المفتاحية: صناديق الثروة السيادية، الاستقرار الاقتصادي، النمو الاقتصادي.

Abstract:

This study aims to analyze the performance of sovereign wealth funds and assess their role in achieving economic stability in the in the countries of the Gulf Cooperation Council (GCC). Econometrics approach tools were used to determine the nature of the relationship between the value of sovereign wealth funds "SWF" assets and the economic stability. The latter was expressed by economic growth rates (GR), unemployment rates (EMR) and inflation rates (INF). Vector Auto Regressive "VAR Model was applied along with some statistical and econometric tests to ascertain the validity of the estimated parameters and the efficiency of the model. The study found that sovereign wealth funds have limited influence on economic stability in the GCC.

Keywords: sovereign wealth funds, economic stability, economic growth

المقدمة:

تعد صناديق الثروة السيادية أحد أهم الأدوات المالية التي تهدف إلى توجيه النشاط الاقتصادي، ورفع كفاءة إدارة الاحتياطيات النقدية الأجنبية والمحلية، وقد تنوعت مسارات تلك الصناديق حسب السياسات والاستراتيجيات التي تتبناها السلطات النقدية، حيث توجد صناديق يتم إنشاؤها من أجل الحفاظ على حقوق الأجيال القادمة حال نضوب أحد الموارد الطبيعية، وهناك صناديق تهدف إلى تمويل عجز الموازنة العامة للدولة، وتوفير فرص العمل، وزيادة معدلات النمو الاقتصادي، بجانب حماية الاقتصاد الوطني من الصدمات العالمية وبخاصة البلدان التي يعتمد اقتصادها على العوائد النفطية في تمويل عملية التنمية الاقتصادية لديها، وهي تؤدي بشكل مباشر إلى تدهور أو تباطؤ أداء الاقتصاد الكلي في تلك البلدان جراء الخلل في أسعار النفط العالمية، وبالتالي يلجأ العديد من الحكومات في هذه الحالة إلى تلك الصناديق لكي تعزز من الإنفاق العام، ومواجهة الآثار السلبية التي خلفتها التقلبات الحادة في أسعار النفط في الأسواق الدولية.

بناءً عليه، فإن ظاهرة صناديق الثروة السيادية ليست حديثة النشأة على مستوى البيئة المالية الدولية، حيث تعود نشأتها إلى خمسينيات القرن العشرين وخصوصاً بدول مجلس التعاون الخليجي التي تعد من الاقتصادات التي تتمتع بوفرة في مواردها الطبيعية، وذلك عندما أنشأت دولة الكويت صندوق هيئة الاستثمار الكويتية عام ١٩٥٣م، والذي كان يعتمد على استثمار إيرادات النفط كمصدر رئيسي للدخل القومي، ومحرك رئيسي لمعدلات النمو الاقتصادي، وقد توالى بعد ذلك على الساحة الدولية والإقليمية نتيجةً للتحديات التي تواجه العديد من الاقتصادات من تراكم الاحتياطيات الأجنبية، وتباطؤ أدوات الاستثمار التقليدية، وظهور صناديق أخرى في سنغافورة والإمارات العربية المتحدة حتى وصلت إلى ٥٣ صندوقاً سيادياً في منتصف عام ٢٠٠٨.

وتشير الدراسات والإحصائيات الحديثة إلى تزايد - بشكل كبير - في أعداد الصناديق السيادية حول العالم بشكل تختلف فيه أهدافها وأغراضها وحجم أصولها واستراتيجياتها الاستثمارية، مع محدودية مصادر تمويلها، ويرجع ذلك إلى تعاضد دور هذه الصناديق داخل العديد من الاقتصادات الوطنية بشكل يعظم من استقرارها الاقتصادي، ويساهم في التقليل من الآثار السلبية للأزمات الدولية حال وقوعها، ويحد من الاختلالات الهيكلية خصوصاً في الاقتصادات النفطية، ومن ثم فإن نجاح صناديق الثروة السيادية في تحقيق أهدافها يتوقف على مدى كفاءة استراتيجيتها دفع الاستثمارات، وذلك إذا توافرت الخبرات والكوادر المؤهلة لإدارة المحافظ الاستثمارية، وتحقيق درجة عالية من تنوع مصادر التمويل، وارتفاع مستويات الشفافية والرقابة والمساءلة حيال استثماراتها.

- مشكلة الدراسة

تتمثل مشكلة الدراسة في أن دول مجلس التعاون الخليجي تعتمد - بشكل رئيسي - على عوائد القطاع النفطي في تعزيز معدلات نموها الاقتصادي، وتحقيق التنمية الاقتصادية لديها، وبالتالي فإن طبيعة الهيكل الاقتصادي لتلك البلدان جعلت صناديق الثروة السيادية تعاني من محدودية أهدافها، ومصادر تمويلها، بالإضافة إلى اقتصر أنشطتها الاستثمارية على أنشطة غير مجدية اقتصادياً نتيجة تمركزها من الناحية الجغرافية خصوصاً أنها تفضل الاستثمار في البلدان التي تقدم مستويات مرتفعة من حماية المستثمرين كالاتحاد الأوروبي عن اقتصادات أخرى لديها معدلات عائد

مرتفعة على الاستثمار، ومن ثم فإن هذه المعطيات تضعف من أداء صناديق الثروة السيادية في المساهمة في تحقيق الاستقرار الاقتصادي بدول مجلس التعاون الخليجي.

- أهمية الدراسة:

تكمن أهمية الدراسة في أنها تناولت أحد أهم الأدوات المالية والظواهر الاقتصادية التي تعاضم دورها داخل العديد من الاقتصادات في تحقيق الاستقرار الاقتصادي خصوصاً في البلدان النفطية خلال الأونة الأخيرة، بل نالت اهتمام المؤسسات المالية والمنظمات الدولية بشكل أدى إلى إنشاء كيانات، وإصدار تقارير ودراسات لرصد تطور تلك الظاهرة.

أما بالنسبة لتزايد الاهتمام بصناديق الثروة السيادية في دول مجلس التعاون الخليجي بصفة خاصة، فيرجع بالأساس إلى التطورات المتسارعة في بيئة الأعمال الدولية، وتزايد حجم أصول تلك الصناديق حول العالم، بالإضافة إلى أنها إحدى الأدوات المهمة المعول عليها في استثمار الأصول والممتلكات والموارد الطبيعية، بجانب دورها في دعم الاقتصاد الوطني، والاستغلال الأمثل للموارد، وتوجيه السياسات والأنشطة الاقتصادية، وتحقيق الاستقرار الاقتصادي في دول مجلس التعاون الخليجي وخصوصاً أثناء وقوع الأزمات الدولية.

- أهداف الدراسة:

تسعى هذه الدراسة إلى تحقيق هدف رئيسي يتمثل في "تقييم أداء صناديق الثروة السيادية ودورها في تحقيق الاستقرار الاقتصادي بدول مجلس التعاون الخليجي"، وذلك من خلال تحديد ملامحها، وطبيعة استثماراتها، ومصادر تمويلها، بجانب تحديد أثرها على معدلات النمو الاقتصادي والبطالة والتضخم كمؤشرات على الاستقرار الاقتصادي.

- فرضية الدراسة

تم وضع فرضية الدراسة في ضوء الفكر الاقتصادي والدراسات التطبيقية التي تتعلق بظاهرة صناديق الثروة السيادية، وعليه تقوم الدراسة باختبار فرضية أساسية ألا وهي: " أن صناديق الثروة السيادية ذات تأثير معنوي في تحقيق الاستقرار في اقتصادات دول مجلس التعاون الخليجي".

- منهجية الدراسة

بغية تحقيق أهداف الدراسة، وتحليل أبعاد الظاهرة لاختبار فرضية الدراسة تم استخدام المنهج التحليلي لتتبع الظاهرة وتوصيفها، بجانب المنهج القياسي في محاولة لتحديد دور صناديق الثروة السيادية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي بدول مجلس التعاون الخليجي العربية.

بناءً عليه جاءت الدراسة ضمن ثلاثة محاور رئيسية وخاتمة:

يتناول الجزء الأول الإطار النظري لظاهرة صناديق الثروة السيادية من خلال عرض المفاهيم الأساسية، ونشأة وتطور تلك الصناديق، واستعراض الدراسات السابقة التي تتناول ظاهرة أو حالة الدراسة أو الدراسات ذات الصلة.

ويتطرق الجزء الثاني من الدراسة إلى تحليل واقع صناديق الثروة السيادية في دول مجلس التعاون الخليجي العربية، وذلك من خلال تطورها من حيث نشأتها، وحجمها، وطبيعة استثماراتها. في حين يتناول الجزء الثالث من الدراسة تقييم أداء صناديق الثروة السيادية، ودورها في تحقيق الاستقرار الاقتصادي بدول مجلس التعاون الخليجي.

وفي الجزء الرابع تختتم الدراسة بالاستنتاجات والتوصيات على صعيد السياسات المقترحة لتطوير أداء صناديق الثروة السيادية الخليجية، وزيادة مساهمتها في تحقيق الاستقرار الاقتصادي بدول مجلس التعاون الخليجي.

أولاً: الإطار النظري لدراسة صناديق الثروة السيادية

تحظى صناديق الثروة السيادية باهتمام بالغ خلال الآونة الأخيرة بشكل ساهم في تطورها، وتزايد حجمها الذي بلغ ٧,٣ تريليون دولار أمريكي وفقاً لتصنيف معهد صناديق الثروة السيادية Sovereign Wealth Fund عام ٢٠١٨، وبالرغم من تعاضد دور هذه الظاهرة داخل العديد من الاقتصادات النامية والمتقدمة نتيجة سيطرتها على كبريات المؤسسات الدولية واستثماراتها، بالإضافة إلى مساهمتها في تحقيق الاستقرار الاقتصادي بالعديد من البلدان، إلا أن التفاؤل بتطور هذه الظاهرة، وتضخم حجمها يكتنفه بعض القلق جراء ما يثار بشأنها من أن أنشطة تلك الصناديق ودورها مدفوع بأغراض سياسية تتمثل في السيطرة على القرار السياسي، واستلاب حقوق الملكية الفكرية، وذلك من خلال تكثيف الاستثمارات في قطاع الصناعات الاستخراجية، وهو ما يجعل الأمن القومي لتلك الدول من حين لآخر عرضة للعديد من التهديدات والمخاطر السياسية أو الاقتصادية (Greene and Yeager, 2008).

١- مفاهيم صناديق الثروة السيادية

على الرغم من أن الاهتمام بظاهرة صناديق الثروة السيادية ليس حديثاً، وذلك إذا ما عدنا إلى جذور نشأتها التاريخية، إلا أنه من الصعب التوافق على مفهوم محدد وشامل ينطبق على جميع صناديق الثروة السيادية في دول العالم، ويرجع ذلك بالأساس إلى تعقد أهدافها، ومصادر تمويلها، وقد عرّفت مجموعة العمل الدولية (IWG) International Working Group الصناديق السيادية بأنها "صناديق استثمار أو ترتيبات ذات غرض خاص تملكها حكومات الدول التي تقوم بإنشاء هذه الصناديق من أجل تحقيق أهداف اقتصادية كلية، وهي تحتفظ بالأصول، أو تتولى توظيفها أو إدارتها لتحقيق أهداف مالية مستخدمة استراتيجيات استثمارية تتضمن الاستثمار في الأصول المالية والأجنبية"، وتتنوع مصادر تمويل تلك الصناديق ما بين تدفقات ناتجة عن فوائض في موازين المدفوعات، أو تغيير نظم الصرف، أو إيرادات من حصيلة الخصخصة، أو فائض الميزانية العامة للدولة، أو إيرادات ناجمة عن صادرات المواد الأولية (IWG, 2008).

أيضاً عرفت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD صناديق الثروة السيادية بأنها إحدى الأدوات المهمة التي يستخدمها العديد من الحكومات في تحقيق أهداف السياسة العامة للدولة، ومن ثم فهي مملوكة أو مراقبة من طرف الحكومات الوطنية، وتمول من فائض موجودات النقد الأجنبي (OECD, 2008).

بناءً على ما سبق يمكننا القول بأن صناديق الثروة السيادية عبارة عن صناديق للأصول المالية وغير المالية مملوكة للدولة، وتسعى الحكومات من خلالها إلى تحقيق أغراض معلنة "اقتصادية"، أو أهداف كامنة "سياسية أو أمنية"، وتمول من خلال قنوات عدة، ومنها: فائض ميزان المدفوعات أو الفوائض المالية من احتياطات النقد الأجنبي لدى البنك المركزي، أو عائد عمليات الخصخصة، أو فائض الميزانية العامة للدولة، أو الإيرادات المحققة من الصادرات السلعية وغير السلعية، أو من كل هذه المصادر مجتمعة، وبالتالي فإن أهم ما يميز صناديق الثروة السيادية لدولة ما هو مصادر تمويلها، والأهداف المرجوة منها، وذلك حسب طبيعة الهيكل الاقتصادي لكل دولة، وظروفها الاقتصادية والسياسية في محيطها الإقليمي.

٢- الدراسات السابقة والفجوة البحثية

تتعدد وتتوغل الدراسات السابقة حول صناديق الثروة السيادية ودورها في تحقيق الاستقرار الاقتصادي، وتباين وجهات النظر حول دورها داخل العديد من الاقتصادات في دفع عجلة التنمية المستدامة، وتحقيق الاستقرار الاقتصادي، وأهداف السياسة العامة للدولة، وقد أوضحت دراسة Osama (2018) دور صناديق الثروة السيادية في تعزيز الاستقرار الخارجي للاقتصادات، وذلك باستخدام نموذج Arellano- Bond لعينة شملت ١٠٦ دول خلال الفترة ١٩٩٧-٢٠١٥، حيث تلعب الصناديق السيادية دوراً مهماً داخل العديد من الاقتصادات غير النفطية، وذلك من خلال زيادة تدفقات العوائد على الاستثمارات الخارجية لكي تحقق التوازن في الحساب الجاري.

وأشارت دراسة Kamirar and Mehdi (2013) إلى أن عدم استقرار شروط التجارة السلعية تؤثر سلباً على معدلات النمو الاقتصادي نتيجة انخفاض معدلات التراكم الرأسمالي، إلا أن صناديق الثروة السيادية تلعب دوراً مهماً في تخفيف حدة هذه الآثار في البلدان التي لديها مؤسسات مالية ذات جودة مرتفعة، حيث استطاعت تلك البلدان التي تتمتع بوفرة عالية في مواردها الطبيعية توجيه فوائضها المالية إلى تلك الصناديق لاستثمارها في أنشطة اقتصادية ذات عوائد مرتفعة، وهذا ما جعلها تتمتع باستقرار نسبي في اقتصادها الكلي، حيث اتبعت هذه الاقتصادات سياسة انكماشية حال حدوث زيادة في أسعار المواد الأولية، أو سياسة توسعية في حالة تراجع تلك الأسعار في الأسواق العالمية.

أيضاً تناولت دراسة Jan and Kateria (2021) دور صناديق الثروة السيادية في الاقتصادات المتعلمة، وانتهت الدراسة إلى أن صناديق الثروة السيادية تقوم بدور بالغ الأهمية في بعض البلدان التي تعاني من انخفاض في معدلات السيولة في ظل ارتفاع مستويات المخاطر، وهو ما يجعل معظم استثمارات الصناديق السيادية تتجه إلى الاقتصادات المتقدمة كالولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا واليابان نتيجة عمق أسواقها المالية، وارتفاع معدلات السيولة لديها، وبالتالي فإن تزايد معدلات الاستثمار طويل الأجل يساهم بشكل ملحوظ في ارتفاع مستويات الاستقرار الاقتصادي في الأسواق المالية.

كذلك هدفت دراسة Amar and France; et al (2018) إلى تقييم الاستراتيجية الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية لدول مجلس التعاون الخليجي العربية، وذلك باستخدام نماذج Ordered Logit Model Logit and خلال الفترة ٢٠٠٦-٢٠١٥، وخلصت الدراسة إلى أن

تأسيس الصناديق السيادية يرجع بالأساس إلى أهداف سياسية تسعى بلدان دول مجلس التعاون الخليجي إلى تحقيقها، وهو ما يجعل استثمارات تلك الصناديق تتجه إلى القطاعات غير الاستخراجية من خلال الاستحواذ على حصص كبيرة من الشركات العالمية التي تتمركز بها أنشطتها في القطاعات ذات الرفاهية المرتفعة، بالإضافة إلى أن صناديق الثروة السيادية الخليجية تفضل الاستثمار في البلدان التي تقدم مستويات مرتفعة من حماية المساهمين كالاتحاد الأوروبي.

وقامت دراسة باقر كرجي حبيب (٢٠١٨) بتقييم دور صناديق الثروة السيادية في تحقيق النمو الاقتصادي- صندوق التقاعد السيادي في النرويج نموذجًا، ومدى ارتباط أداء تلك الصناديق بأسعار النفط في الأسواق العالمية، والدور الذي تلعبه صناديق الثروة في الحد من الاختلالات الهيكلية، وقد توصلت الدراسة إلى أن صندوق الثروة السيادي بالنرويج له دور إيجابي داخل الاقتصاد الكلي من خلال مساهمته في تنويع مصادر الدخل القومي، وتقليل الاعتماد على الإيرادات النفطية عند تمويل الموازنة العامة للدولة.

وفي دراسة أجراها بن عوالي خالدية (٢٠١٦) عن كيفية الاستغلال الأمثل للفوائض النفطية، بالاستعانة بتجربة صندوق معاشات التقاعد في النرويج لرفع كفاءة صندوق ضبط الموارد بالجزائر، والذي يهدف إلى المحافظة على حقوق الأجيال القادمة من مورد الغاز الطبيعي الناضب، وقد خلصت الدراسة إلى أن صندوق ضبط الموارد الجزائري يعاني من مشكلات عديدة منها البيروقراطية، وانخفاض كفاءة الاستخدام الأمثل للعوائد النفطية.

أيضًا هناك دراسة بن فليح نبيل (٢٠١٠) عن دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية- الجزائر نموذجًا، وقد خلصت الدراسة إلى محدودية دور صناديق الثروة السيادية في تمويل عجز الموازنة العامة، والمساهمة في تخفيض الديون بدولة الجزائر.

وقد اتفقت دراسة كل من صندوق النقد الدولي- IMF (٢٠٠٨) ومنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD مع الدراسات السابقة، حيث توصلت دراسة صندوق النقد الدولي إلى أن آثار الصناديق السيادية ينتقل بشكل مباشر إلى أي اقتصاد من خلال أربع قنوات رئيسية، وهي: السياسة المالية أو السياسة النقدية والسياسات التجارية وأنشطة القطاع العام، ومن أهم القنوات التي تشكل الاستقرار الخارجي التوازن في الحساب الجاري، وحساب رأس المال، وأوصى الصندوق بأن الدول التي لديها وفرة في مواردها الطبيعية يمكنها أن تحقق الاستقرار الاقتصادي من خلال توجيه الفوائض النفطية إلى الحساب الجاري، واتباع السياسات الاقتصادية التي تتماشى مع الدورات الاقتصادية.

أما بالنسبة لمنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD، فقد قامت بدراسة عن أثر صناديق الثروة السيادية على تنمية ونمو العديد من الدول وبخاصة البلدان الناشئة، وتوصلت الدراسة إلى أن هذه الصناديق لعبت دورًا مهمًا في صعود أسواق مالية قوية في شنغهاي وسنغافورة ودبي، وأصبحت تلك الأسواق الناشئة تضاهي وتنافس الأسواق المتقدمة في نيويورك وواشنطن ولندن، وأن تلك الصناديق ساهمت في تحقيق التنويع الاقتصادي، والحد من الاختلالات الهيكلية، وبناء مؤسسات قوية ذات جودة مرتفعة، وهو ما جعل تلك الصناديق تحقق عوائد كبيرة نتيجة استراتيجياتها الاستثمارية التي تركز على الاستثمار في الأنشطة الاقتصادية المجدية اقتصاديًا، وقد

أوصت الدراسة بضرورة توجيه جزء من موارد هذه الصناديق للاقتصادات النامية التي تعاني من انخفاض في مستويات التمويل، وتعتمد على القروض والمعونات الأجنبية، حيث إن استثمار ١٠٪ من موارد تلك الصناديق يحقق عوائد تفوق حجم المعونات التي تقدمها الدول أعضاء منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية مجتمعة للدول النامية.

وقد اختلفت هذه الدراسة عن الدراسات السابقة في استعراض نشأة وتطور صناديق الثروة السيادية في العالم، مع التركيز على دول مجلس التعاون الخليجي، بالإضافة إلى استخدام أحد أهم الأدوات القياسية شائعة الاستخدام في قياس أثر صناديق الثروة السيادية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي، وتقييم أداء تلك الصناديق، مع تحديد نقاط الضعف التي تقوض من دورها في تحقيق الاستقرار، وتضعف من أدائها داخل اقتصادات دول مجلس التعاون الخليجي.

ثانياً: واقع ظاهرة صناديق الثروة السيادية في دول مجلس التعاون الخليجي العربية

مما لا شك فيه أن تزايد الاهتمام بالصناديق السيادية في الاقتصاد العالمي وبخاصة البلدان الخليجية ظهر جلياً خلال العقدين الماضيين، خصوصاً عندما ارتفعت أسعار النفط العالمية في الأسواق الدولية بصورة ملحوظة تجاوزت المائة دولار أمريكي للبرميل، وما صاحبها من ارتفاع في الفوائض المالية للدول المنتجة للنفط، والمتاحة للاستثمار عبر هذه الصناديق، حيث أصبحت هذه الصناديق إحدى الأدوات المهمة لاستثمار فائض الإيرادات النفطية بفاعلية وكفاءة عالية في الأسواق المحلية والدولية، بالإضافة إلى دورها في جذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة، والحد من الصدمات الاقتصادية الناجمة عن التقلبات الدولية في عوائد النفط، وبالتالي مع تصاعد دور صناديق الثروة السيادية داخل العديد من البلدان النامية والمتقدمة تزايدت رغبة العديد من الحكومات في لعب تلك الصناديق دوراً واسع النطاق في رفع درجة الشفافية في إدارة أعمالها، وتطبيق الحوكمة الجيدة، وتنويع مصادر الدخل القومي بما يساعد على استقرار المناخ الاقتصادي، وتحقيق العدالة عند توزيع الثروة بين الأجيال لتستفيد الأجيال المتتالية من عوائد النفط أو الغاز الطبيعي حال نضوبه.

١- نشأة صناديق الثروة السيادية في دول مجلس التعاون الخليجي

من الجدير بالذكر أن دول مجلس التعاون الخليجي لديها ١٠ صناديق سيادية رئيسية تقدر أصولها بحوالي ٢٦٤,٩ مليار دولار أمريكي عام ٢٠١٦، أي حوالي ٣٧٪ من إجمالي صناديق الثروة السيادية في العالم، نصفها تمتلكه دول مجلس التعاون الخليجي.

وقد كانت البداية الحقيقية لترسيخ فكرة ظاهرة صناديق الثروة السيادية في دول مجلس التعاون الخليجي عندما تم تأسيس أول صندوق للثروة السيادية بالمملكة العربية السعودية "ساما الأجنبية القابضة عام ١٩٥٢"، وتبلغ قيمة أصولها حوالي ٦٣٢,٣ مليار دولار أمريكي عام ٢٠٢٠م، ويهدف إلى استثمار الاحتياطات النقدية من العوائد النفطية، بالإضافة إلى دعم الاقتصاد الوطني، وتحقيق الاستقرار الاقتصادي، ولدى الصندوق شركة واحدة للقيام بتلك المهمة وهي شركة استثمار سنابل.

أيضاً يعتبر صندوق الهيئة العامة للاستثمار الكويتية ثاني الصناديق السيادية بدول مجلس التعاون الخليجي من حيث النشأة، إذ تأسس هذا الصندوق قبل ثمانية أعوام من استقلال الكويت، وكان يتبع مجلس الاستثمار الكويتي في عام ١٩٥٣ قبل أن يتطور لاحقاً ليصبح تابعاً للهيئة العامة

للاستثمار، وتدير الهيئة من خلال هذا الصندوق السيادي في الوقت الراهن أصولاً تبلغ ٥٣٤ مليار دولار أمريكي وفقاً لأحدث بيانات معهد صناديق الثروة السيادية عام ٢٠٢٠م.

ومن الجدير بالذكر أن لدى صندوق الهيئة العامة للاستثمار الكويتية ثلاث شركات تابعة تسعى إلى تحقيق الأهداف العامة للصندوق، وهي: شركة مارينز العقارية، وصندوقاً احتياطي الأجيال القادمة والاحتياطي العام، ويتمثل الهدف الرئيسي للصندوق في استثمار الاحتياطيات والفوائض النقدية من القطاع النفطي، وذلك من أجل مواجهة الآثار السلبية الناجمة عن التقلبات الحادة في عوائد النفط في الأسواق العالمية، وتحقيق العدالة بين الأجيال المتلاحقة حال نزوب النفط أو الغاز الطبيعي.

جدول رقم (1)

واقع صناديق الثروة السيادية في دول مجلس التعاون الخليجي

الدولة	الصندوق	النشأة	الشركات التابعة	الأصول	أهداف الصندوق
البحرين	صندوق ممتلكات	٢٠٠٦	البحرين للاستثمار العقاري أكاديمية الخليج للطيران البحرين B.S.C	١١,١	استثمار الاحتياطيات
الكويت	هيئة الاستثمار الكويتية	١٩٥٣	صندوق احتياطي الأجيال القادمة صندوق الاحتياطي العام شركة مارينز العقارية	٥٩٢	استثمار الاحتياطيات
عمان	صندوق الاستثمار العام صندوق الاحتياطي العام	٢٠٠٦ ١٩٨٠	- -	٦ ٩	استثمار الاحتياطيات دعم الاقتصاد المحلي الادخار
قطر	هيئة الاستثمار القطرية	٢٠٠٥	الخطوط الجوية القطرية قطر للاستثمار الرياضي قطر القابضة	٢٥٦	استثمار الاحتياطيات
السعودية	شركة المملكة القابضة الاستثمارات العامة ساما الأجنبية القابضة	١٩٨٠ ٢٠٠٨ ١٩٥٢	استثمار سنابل	٢٥ ١٦٠ ٦٣٢,٣	استثمار الاحتياطيات دعم الاقتصاد المحلي
الإمارات	شركة أبوظبي الدولية جهاز أبو ظبي للاستثمار مجلس أبو ظبي للاستثمار شركة مبادلة للتنمية هيئة الاستثمار الإمارتية	١٩٨٤ ١٩٧٦ ٢٠٠٧ ٢٠٠٢ ٢٠٠٧ ٢٠٠٦	نوبا للكيماويات- آبار للاستثمار مارينا المحدودة- توريد للاستثمار مصرف الهلال- مبادلة العقارية مبادلة للتمويل التجاري والتكنولوجيا	٦٦,٣ ٧٧٣ ١١٠ ٦٦,٣ ١٥ ١٨٣ ١,٢	استثمار الاحتياطيات استثمار الاحتياطيات استثمار الاحتياطيات

الدولة	الصندوق	النشأة	الشركات التابعة	الأصول	أهداف الصندوق
	مؤسسة دبي للاستثمار هيئة رأس الخيمة للاستثمار	٢٠٠٥	دبي القابضة- موانئ دبي- عالم دبي المنطقة الحرة- طيران الإمارات كهرباء الغيل		دعم الاقتصاد المحلي استثمار الاحتياطيات استثمار الاحتياطيات دعم الاقتصاد المحلي

المصدر : Sovereign Wealth Fund Ranking (2020).

كذلك احتل صندوق جهاز أبوظبي المرتبة الثالثة عندما تأسس عام ١٩٧٦ ليدير أصولاً تقدر بحوالي ٧٧٣ مليار دولار أمريكي عام ٢٠٢٠م، ويهدف هذا الصندوق إلى استثمار الاحتياطيات والفوائض المالية عن القطاع النفطي، ويمتلك العديد من الشركات التي تسعى إلى تحقيق عدد من الأهداف العامة والمتنوعة، ومن أهم هذه الشركات مارينا المحدودة، وتوريد للاستثمار.

وتأسيساً على ما سبق، سارعت بقية دول مجلس التعاون الخليجي إلى إنشاء صناديق الثروة السيادية، فتوالى بصندوق الاحتياطي العام العماني، وشركة المملكة القابضة بالمملكة العربية السعودية عام ١٩٨٠م، ثم سارت بقية البلدان الخليجية على نفس الدرب خلال الفترات اللاحقة.

جدول رقم (٢)

حجم صناديق الثروة السيادية الخليجية ووزنها النسبي

الدولة	عدد الصناديق	حجم الأصول	التوزيع النسبي %
دولة الإمارات العربية المتحدة	٧	١٢٦٥,٨	٤٣,٣
المملكة العربية السعودية	٢	٧٥٨,٤	٢٦,٨
سلطنة عمان	٢	٤٠	١,٣
دولة الكويت	١	٥٩٢	٢٠,٣
دولة قطر	١	٢٥٦	٨,٧
دولة البحرين	١	١٠,٦	٠,٣
إجمالي	١٤	٢٩٢٢,٨	١٠٠

المصدر: WWW.swfinstitute.org - Index Sovereign Wealth Fund

ويتضح من الجدول رقم (٢) أن هناك اختلافاً بين صناديق الثروة السيادية بدول مجلس التعاون الخليجي من حيث العدد، والوزن النسبي لتلك الصناديق عام ٢٠١٨، إذ احتلت دولة الإمارات العربية المتحدة المرتبة الأولى بقيمة ١٢٦٥,٨ مليار دولار أمريكي، بنسبة ٤٣,٣٪ من

إجمالي قيمة أصول صناديق الثروة السيادية الخليجية، تليها المملكة العربية السعودية بحجم أصول بلغ ٧٥٨,٤ مليار دولار أمريكي، بنسبة ٢٦,٨٪، تليها دولة الكويت بقيمة ٥٩٢ مليار دولار أمريكي، بنسبة ٢٠,٢٪، تليها دولة قطر بحوالي ٢٥٦ مليار دولار أمريكي، بنسبة ٨,٧٪، وتأتي سلطنة عمان والبحرين في المرتبة الأخيرة نتيجة صغر حجم أصول صناديق الثروة السيادية لديهما، وبالتالي استحوذت دولة الإمارات العربية المتحدة والمملكة العربية السعودية على النصيب الأكبر، ويقدر بنحو ٧٠٪ من إجمالي قيمة أصول صناديق الثروة السيادية الخليجية.

٢- طبيعة صناديق الثروة السيادية في دول مجلس التعاون الخليجي

تشير إحصائيات معهد الثروة السيادية SWF Institute إلى أنه يوجد نحو ٧٨ صندوق ثروة سيادية في العالم تتبع خمسين دولة، بإجمالي استثمارات تقدر بـ ٧ تريليونات دولار أمريكي، وتتركز معظم الاستثمارات في قطاعي النفط والغاز بحوالي ٤ تريليونات دولار أمريكي، أي بنسبة ٥٧٪ من إجمالي قيمة استثمارات صناديق الثروة السيادية، بينما تتجه الاستثمارات المتبقية التي تقدر بـ ٣ تريليونات دولار أمريكي، بنسبة ٤٣٪ من إجمالي قيمة الاستثمارات، إلى القطاعات غير النفطية.

وبالنسبة لطبيعة استثمارات صناديق الثروة السيادية، فقد أظهرت شركة Preqin الأمريكية المتخصصة في الأصول البديلة أن الجزء الأكبر من استثمارات صناديق الثروة السيادية يتركز في أدوات الدين الحكومي وأسهم الشركات الحكومية، إلا أن هناك تغيرات جوهرية في الأونة الأخيرة بتحول تلك الاستثمارات إلى أصول أخرى، حيث يستثمر نحو ٥٥٪ من صناديق الثروة السيادية في الأسهم الخاصة في عام ٢٠١٦ مقارنة بـ ٤٧٪ في عام ٢٠١٥، بينما يستحوذ القطاع العقاري والبنية التحتية على حوالي ٦٢٪ من إجمالي استثمارات الصناديق السيادية، ويتجه نحو ٣٥٪ إلى أدوات الدين الخاصة.

ويتضح لنا من الجدول رقم (١) أن صندوق جهاز أبوظبي للاستثمار ثاني أكبر صندوق سيادي في العالم يحتل المرتبة الأولى بين صناديق الثروة السيادية بدول مجلس التعاون الخليجي خلال عام ٢٠١٩، حيث قُدر إجمالي أصوله بحوالي ٧٤٥ مليار دولار أمريكي عام ٢٠١٩، يليه صندوق الاستثمارات العامة (ساما) بقيمة ٥١٢,٤ مليار دولار أمريكي، يليهما في المرتبة الثالثة خليجياً صندوق الهيئة العامة للاستثمار الكويتية بقيمة ٥٢٧ مليار دولار أمريكي، ثم جهاز قطر للاستثمار بقيمة ٣٠٤ مليارات دولار أمريكي، وأخيراً كل من صندوق ممتلكات وصندوق الاحتياطي العام بقيمة ١٦,٦ و ٢٥ مليار دولار أمريكي على التوالي.

جدول رقم (٣)

استثمارات صناديق الثروة الخليجية بدول مجلس التعاون الخليجي خلال الفترة ٢٠٠٥ - ٢٠١٨

الصندوق	الصفقات %	الصفقات أقل من ١٠٪	الصفقات أكبر من ١٠٪	الصفقات أكبر من ٥٠٪
شركة أبوظبي الدولية للاستثمار البترولي	١٥,٣	١,٢	١٧,٥	١٧,٦
جهاز أبوظبي للاستثمار	٨,٨	١٦	٢,٥	٥,٨
شركة أبوظبي مبادلة للتنمية	٨,٨	٤	١٢,٥	١١,٧
مؤسسة دبي للاستثمار	١٦,١	١٢	١٥	٢٣,٥
هيئة الاستثمار الكويتية	٤,٨	٦	٥	٢,٩

الصفقات أكثر من ٥٠٪	الصفقات أكثر من ١٠٪	الصفقات أقل من ١٠٪	الصفقات %	الصندوق
٢,٩	٠	٢	١,٦	صندوق الاستثمار العماني
٠	٢,٥	٠	٠,٨	صندوق الاستثمارات العامة (ساما)
٣٢,٣	٤٥	٤٢	٤٠,٣	جهاز قطر للاستثمار
٠	٠	٢	٠,٨	هيئة رأس الخيمة للاستثمار
٠	٠	٢	٠,٨	ساما الأجنبية القابضة
٢,٩	٠	٢	١,٦	صندوق الاحتياطي العام العماني
١٠٠	١٠٠	١٠٠	١٠٠	إجمالي

المصدر:

Jeane, Christelle et al (2018) “GCC Sovereign Wealth Fund: Why do they Take Control?” aix-marseille School of Economics, Working Paper, No. 35.

بينما يتصدر صندوق جهاز قطر للاستثمار المرتبة الأولى بين صناديق دول مجلس التعاون الخليجي من حيث الاستثمارات، إذ قدر إجمالي الصفقات بحوالي ٤٠,٣٪ من إجمالي صفقات صناديق الثروة السيادية الخليجية خلال الفترة ٢٠٠٥-٢٠١٨، يليه صندوق مؤسسة دبي للاستثمار بحوالي ١٦,١٪، يليهما في المرتبة الثالثة خليجياً صندوق شركة أبوظبي الدولية للاستثمار البترولي بحوالي ١٥,٣٪، ثم جهاز أبوظبي للاستثمار، وشركة أبوظبي لمبادلة للتنمية بحوالي ٨,٨٪ لكل منهما، وأخيراً كل من صندوق هيئة الاستثمار الكويتية، وصندوق الاستثمار والاحتياطي العام العمانيين بحوالي ٤,٨٪ و ١,٦٪ على التوالي (جدول رقم ٣).

جدول رقم (٤)

توزيع استثمارات صناديق الثروة الخليجية حسب القطاعات الاقتصادية خلال الفترة ٢٠٠٥-٢٠١٨

القطاع	الصفقات %	الصفقات أقل من ١٠٪	الصفقات أكبر من ١٠٪	الصفقات أكبر من ٥٠٪
الطاقة	٢٤,١	٢٨	٢٢,٥	٢٠,٥
التمويل	١١,٢	١٦	١٠	٥,٨
الصناعة	١٥,٣	١٨	١٧,٥	٨,٨
الترفيه	١٤,٥	١٠	١٠	٢٦,٤
العقارات	٧,٢	٦	٧,٥	٨,١
النقل	٥,٦	١٠	٢,٥	٢,٩
أخرى	٢١,٧	١٢	٣	٢٦,٤
إجمالي	١٠٠	١٠٠	١٠٠	١٠٠

المصدر:

-Jeane, Christelle et al (2018) “GCC Sovereign Wealth Fund: Why do they Take Control?” aix-marseille School of Economics, Working Paper, No. 35.

أما بالنسبة لطبيعة استثمارات صناديق الثروة السيادية بدول مجلس التعاون الخليجي، فنجد أن المحفظة الاستثمارية لتلك الصناديق تتنوع استثماراتها بين القطاعات المختلفة، وإن أعطى الصندوق أهمية بالغة للاستثمار في قطاع الطاقة، حيث استحوذ على حوالي ٢٤٪ من إجمالي استثمارات صناديق الثروة الخليجية، يليه قطاع الصناعة بحوالي ١٥,٣٪، وأنشطة الترف بحوالي ١٤,٥٪، ثم قطاع التمويل بنسبة ١١,٢٪، وأخيراً قطاعا العقارات والنقل بحوالي ٧,٢٪ و ٥,٦٪ على التوالي.

جدول رقم (٥)

توزيع استثمارات صناديق الثروة السيادية الخليجية حسب المناطق الجغرافية

خلال الفترة ٢٠٠٥-٢٠١٨

القطاع	الصفقات %	الصفقات أقل من ١٠٪	الصفقات أكبر من ١٠٪	الصفقات أكبر من ٥٠٪
أفريقيا	٢,٤	٦	٠	٠
وسط آسيا	٤,٨	٦	٢,٥	٥,٨
شرق وجنوب آسيا	١٠,٤	٦	٢٠	٥,٨
أمريكا الشمالية	١٢,٩	٢٠	٧,٥	٨,٨
المحيط الهادي	٦,٤	٨	٥	٥,٨
أمريكا الجنوبية	٠,٨	٠	٢,٥	٠
أوروبا	٦٢,٠	٥٤	٦٢,٥	٧٣,٥
إجمالي	١٠٠	١٠٠	١٠٠	١٠٠

المصدر:

-Jeane, Christelle et al (2018) "GCC Sovereign Wealth Fund: Why do they Take Control?" aix-marseille School of Economics, Working Paper, No. 35.

كذلك يتضح لنا من الجدول رقم (٥) توزيع استثمارات صناديق الثروة السيادية الخليجية حسب المناطق الجغرافية، أن أوروبا تستحوذ على النصيب الأكبر من استثمارات تلك الصناديق بحوالي ٦٢٪، تليها أمريكا الشمالية بحوالي ١٢,٩٪، ثم شرق وجنوب آسيا بحوالي ١٠,٤٪، يليها المحيط الهادي بحوالي ٦,٤٪، في حين استحوذت أمريكا الجنوبية وأفريقيا على أدنى حصة من استثمارات صناديق الثروة السيادية الخليجية بحوالي ٠,٨٪ و ٢,٤٪ من إجمالي استثمارات الصناديق السيادية بدول مجلس التعاون الخليجي.

بناءً عليه، تتنوع المحفظة الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية في بلدان مجلس التعاون الخليجي نسبياً، حيث أعطيت الأهمية الكبرى للاستثمار في قطاعات الطاقة، والصناعة، والأنشطة الترفيهية، والتمويل، والقطاع العقاري، والنقل، بالإضافة إلى تمركز النصيب الأكبر من استثمارات الصناديق في أدوات الدين قصيرة الأجل "الأسهم والسندات"، هذا بجانب تركيز استثمارات تلك الصناديق من الناحية الجغرافية، حيث استحوذت أوروبا على النصيب الأكبر من إجمالي استثمارات

صناديق الثروة السيادية بدول مجلس التعاون في ظل تدني نصيب المناطق الواعدة والأكثر احتياجاً لتلك الاستثمارات، وهذا يدل على ارتفاع درجة المخاطر، وتعرض اقتصادات تلك البلدان للعديد من الصدمات العالمية جراء ارتباطها بشكل مباشر بالاقتصادات المتقدمة التي تتعرض لأزمات مالية، وتعرضت اقتصادية بصفة مستدامة، واعتماد تلك الصناديق السيادية في هذه البلدان على استراتيجية استثمارية تعتمد على الاستثمار في أنشطة غير مجدية اقتصادياً.

ثالثاً: تقييم أداء صناديق الثروة السيادية ودورها في تحقيق الاستقرار الاقتصادي بدول GCC

مما لا شك فيه أن الاختلاف في أداء صناديق الثروة السيادية يعود بالأساس إلى تنوع استراتيجيات الاستثمار، وتطورات الأسواق المالية، وإذا كان الاهتمام بتلك الصناديق ودورها في تحقيق الاستقرار الاقتصادي يرجع بشكل رئيسي إلى الأزمات المالية الدولية، وتراجع حجم أصولها بشكل ملحوظ، فإن هذا يؤثر سلبياً على أسعار النفط في الأسواق العالمية، ويضعف من أداء الاقتصاد الكلي.

وقد قدرت خسائر دول مجلس التعاون الخليجي خلال الأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨-٢٠٠٩ بنحو ٣٥٠ مليار دولار أمريكي، بمعدل ٢٧٪ من قيمة الأصول جراء التدهور في حجمها في الأسواق الرئيسية، وكانت أكبر الخسائر في الاستثمارات في الأسواق المالية بصفقات شراء حصص في بعض البنوك في الدول الصناعية التي قامت بها بعض الصناديق السيادية خلال تلك الفترة كإستثمار هيئة الإستثمار القطرية حصصاً في بنك باركليز، وتدخل هيئة الإستثمار الكويتية في شراء بنك ميرل لينش، وشراء هيئة أبوظبي للإستثمار بيتي جروب، وقدر أحد المصادر خسائر تلك الصفقات بحوالي ٤٠ - ٧٠٪ (ماجد عبدالله، ٢٠٠٩).

١- قياس أداء صناديق الثروة السيادية في دول مجلس التعاون الخليجي العربية

بالرغم من أهمية صناديق الثروة السيادية، وتنوعها، وجورها التاريخية، إلا أنه لا تزال مؤشرات قياس أدائها ودورها داخل العديد من الاقتصادات النامية والمتقدمة في مراحلها الأولية، ويرجع ذلك إلى اختلاف أهدافها المعلنة والكامنة، ولكن أولى الخطوات نحو وضع معايير استثمارية لتقييم أداء الصناديق السيادية يرجع بالأساس إلى وزارة الخزانة الأمريكية عام ٢٠٠٨ عندما وقعت بروتوكولاً مع هيئة أبوظبي للإستثمار وصندوق التقاعد الحكومي النرويجي، وذلك بغرض التوافق على بعض المعايير التي وضعتها مجموعة العمل الدولية عند تقييم أداء صناديق الثروة السيادية.

وقد توالى العديد من الإرهاصات والأفكار حول المعايير والأسس التي يجب مراعاتها عند تقييم أداء صناديق الثروة السيادية، إلا أنها لم تلقَ اهتماماً واسعاً باستثناء مؤشر ترومان Truman الذي أُعد من قبل Edwin Truman عام ٢٠٠٨ في دراسته التي تحاول تقييم أداء صناديق الثروة السيادية لعينة شملت ٤٤ صندوقاً سيادياً حول العالم، ويتكون هذا المؤشر من بعض المؤشرات الفرعية المركبة التي تعطي وزناً نسبياً لكل مؤشر حسب أهميته.

جدول رقم (٦)

معايير تقييم أداء صناديق الثروة السيادية في دول مجلس التعاون الخليجي عام ٢٠٢٠ م

الصندوق	الهيكلية	الحوكمة	الشفافية والمساءلة	السلوك	التقييم العام
جهاز أبو ظبي للاستثمار	٢	٠	٠,٥	٠,٥	٣,٠
صندوق الاستثمارات العامة	٤	٢	٣	٠	٩,٠
هيئة الاستثمار الكويتية	٦	٤	٥,٧٥	٠	١٥,٧٥
هيئة الاستثمار القطرية	٢,٧٥	٠	٠,٢٥	٠	٣,٠
صندوق الاحتياطي العام	٤	٠	٢,٥	٠	٦,٥
صندوق ممتلكات	٣	٠	٢	٠	٥,٠
متوسط أداء الصناديق	٥,٤	٢	٦,٢	١,٥	١٥,١
صندوق التقاعد الحكومي النرويجي	٧,٥	٥	١٤	٤	٣٠,٥

المصدر: اعتمادًا على مؤشر ترومان

ويتضح من الجدول رقم (٦) معايير تقييم أداء صناديق الثروة السيادية في دول مجلس التعاون الخليجي عام ٢٠٢٠، أن مستويات الهيكلية منخفضة بين صناديق الثروة السيادية الخليجية باستثناء صندوق هيئة الاستثمار الكويتية مقارنة بصندوق التقاعد الحكومي النرويجي، ويرجع ذلك إلى أن معظم صناديق الثروة السيادية الخليجية تشكل جزءًا من الموازنة العامة للدولة، وبالتالي هناك تداخل بين وظائف الصناديق السيادية والموازنة العامة للدولة، وهو ما يمثل خللاً في استقلالية تلك الصناديق، وانخفاض كفاءتها أثناء التصدي للآزمات الاقتصادية والمالية الدولية جراء ارتفاع/ انخفاض أسعار النفط في الأسواق العالمية، بالإضافة إلى أن غلبة الطابع الحكومي على معظم صناديق الثروة السيادية الخليجية يجعل جميع الأنشطة الاستثمارية لتلك الصناديق مرهونة باعتبارات سياسية، وليست مصالح اقتصادية.

أما بالنسبة لمؤشر الحوكمة، فيتضح من الجدول رقم (٦) تدني مستوى صناديق الثروة السيادية الخليجية في معايير تطبيق مفردات الحوكمة فيما عدا هيئة الاستثمار الكويتية، ويرجع ذلك إلى عدم امتثال الصناديق السيادية لدول مجلس التعاون الخليجي لمبادئ سانتياغو (٢٤)، حيث إن هذه المبادئ هي مفرزات مجموعة العمل الدولية المكونة من ٢٦ دولة أعضاء في صندوق النقد الدولي، وتتعلق بطبيعة عمل وأهداف صناديق الثروة السيادية، وتحديد إطار يعبر بدقة عن متطلبات الشفافية والإفصاح والحوكمة والمساءلة وإدارة المخاطر.

ويتضح من الشكل رقم (١١) بالملحق) أن هناك ثلاث مجموعات رئيسية لتصنيف صناديق الثروة السيادية وفقًا لمبادئ سانتياغو؛ المجموعة الأولى صناديق الثروة التي تتوافق بدرجة عالية

مع مبادئ سانتياغو، وقد بلغت نسبتها حوالي ٨٠٪ معظمها من الصناديق السيادية التي تنتمي إلى الأنظمة الديمقراطية، ومنها صندوق معاشات التقاعد الحكومي النرويجي. أما الفئة الثانية فهي الصناديق أو الدول التي تقع على خط الوسط، بمعنى الصناديق السيادية التي تتوافق نسبياً مع مبادئ سانتياغو، وتتمتع نسبياً بمعدلات ديمقراطية منخفضة، ومنها مؤسسة الاستثمار الحكومية السنغافورية، ومؤسسة الاستثمار الصينية. أما الفئة الثالثة فهي الصناديق السيادية التي لم تتوافق مع مبادئ سانتياغو، ودولها تكاد تنعدم لديها ملامح الديمقراطية، وبالتالي عدم إتاحة البيانات بقدرٍ كافٍ أو انعدامها بشكل كبير، والتي منها صناديق الثروة السيادية بدول مجلس التعاون الخليجي.

ويعود انخفاض معدلات الشفافية والمساءلة بين الصناديق السيادية باستثناء صندوق الكويت مقارنة بصندوق التقاعد الحكومي النرويجي بالأساس إلى غياب الرقابة المستقلة ممثلة في المجالس التشريعية أو البرلمانية، حيث إن الكويت لديها برلمان منتخب من طوائف الشعب، ومن ثم يمكنه تصويب الانحرافات الحكومية وأنشطة الصندوق، بينما تفتقر بقية دول مجلس التعاون الخليجي إلى توافر تقارير دورية مفصلة عن الصناديق السيادية مقارنة بصندوق التقاعد النرويجي، وبالتالي يُحرم الرأي العام في تلك الدول من متابعة أنشطة الصناديق، وتقييم وضع أنشطتها الاستثمارية، وإدارة الصندوق من حين لآخر.

أما بالنسبة لمعيار سلوك صناديق الثروة السيادية، فيتضح منه انخفاض قيمتها النسبية نتيجة انخفاض كفاءة تلك الصناديق من الناحية الاستثمارية، حيث إن معظم أصولها تتجه إلى أنشطة استثمارية غير مجدية اقتصادياً، ولا تتمتع بالكفاءة الاستثمارية.

2- دور صناديق الثروة السيادية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي في GCC

تحاول بلدان مجلس التعاون الخليجي العربية اتباع سياسة اقتصادية ذات كفاءة مرتفعة من أجل تحقيق الاستقرار الاقتصادي، والحد من التقلبات المالية الحادة في الأسواق العالمية، وذلك من خلال استثمار الفوائض النفطية بشكل يتمشى مع الدورات الاقتصادية، وتحقيق التنويع الاقتصادي بين الأنشطة الإنتاجية بعيداً عن الاعتماد على القطاع النفطي ومشتقاته، وتعتبر صناديق الثروة السيادية أحد أهم الأدوات الديناميكية التي تعتمد عليها البلدان الخليجية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي، والحد من الاختلالات الهيكلية، وجعل المخاطر الاقتصادية عند حدها الأدنى.

بناءً عليه يركز هذا الجزء من الدراسة على المنهج القياسي من أجل تحديد دور صناديق الثروة السيادية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي بدول مجلس التعاون الخليجي العربية، وقد اعتمدت الدراسة على نموذج متجه الانحدار الذاتي VAR Model في تقدير العلاقة بين إجمالي أصول صناديق الثروة السيادية SWF والاستقرار الاقتصادي ممثلاً في معدلات النمو الاقتصادي GR، ومعدلات البطالة EMR، ومعدلات التضخم INF لعينة شملت دول مجلس التعاون الخليجي. وللتعرف على خصائص السلسلة الزمنية لهذه المتغيرات تم استخدام بعض الاختبارات الإحصائية والقياسية للتأكد من صحة المعلمات المقدرة، وتطبيق اختبار استقرار السلاسل الزمنية لكل من Philips- Perron Test, Dicky- Fuller.

١- بناء النموذج:

يتكون هيكل النموذج لمتجه الانحدار الذاتي VAR من المعادلة الآتية:

$$Y_t = a_0 + a_{1t} + \sum_{j=1}^p \mu_j + Y_{t-1} + u_t \dots (1)$$

حيث إن:

Y_t : تمثل متجه المتغيرات الداخلية في النموذج (SWF, GR, EMP, INF)، وهي المتغيرات الكلية في النموذج (n X 1)

a_0 : متجه الحد الثابت (n X 1) u_t : متجه حدود الحد العشوائي

a_{1t} : الاتجاه العام للنموذج P : فترة الإبطاء المثلى

μ : مصفوفة المعاملات التي تمثل المتغيرات في الأجل القصير (n X 1)

بناءً على ما تقدم تكون معادلة النموذج المختزل وفقاً لنمذجة المعادلات الآتية على الشكل

الآتي:

$$SWF_t = C + \beta_1 \sum_{j=1}^n GR + \beta_1 \sum_{j=1}^n EMR + \beta_1 \sum_{j=1}^n INF + \xi_{1t}$$

حيث إن:

SWF_t : تشير إلى إجمالي أصول الصناديق السيادية GR_t : معدلات النمو الاقتصادي

EMR_t : معدلات البطالة INF_t : معدلات التضخم

ξ_{1t} : الخطأ العشوائي C : الحد الثابت

٢- الاختبارات الإحصائية Statistical tests:

تسعى هذه الاختبارات إلى التأكد من صحة وتحديد خصائص البيانات الواردة في النموذج، وعدم وجود أخطاء بها، وذلك من خلال استخدام مقاييس النزعة المركزية، أو مقاييس الموضع أو المتوسطات كما هو موضح في الجدول (م٢).

- التوصيف الإحصائي للبيانات المستخدمة:

يهدف مقياس الانحراف المعياري Standard Deviation إلى قياس التشتت والانحرافات في البيانات، حيث تدل زيادة قيمتها على درجة كبيرة من تشتت أو تذبذب أو تباعد البيانات، والعكس في حالة انخفاض قيمتها، وقد خلصت نتائج الاختبار إلى أن قيمة صناديق الثروة السيادية الخليجية (SWF) بلغت أعلى قيمة لها ٦١٦,٠٠٠ نقطة، وأدنى قيمة لها ١,١٧٣ نقطة خلال الفترة، ومتوسط حسابي ٧٧,٠٨٨، بانحراف معياري بلغ ١٦٩,٨٪، بينما بلغ معدل النمو الاقتصادي (GR) أعلى

قيمة له ٨,٨ نقطة، وأدنى قيمة له -٣,٦ نقطة، بمتوسط حسابي ٣,٣، وانحراف معياري ١,٣٪. أما معدلات البطالة (EMP) فكانت أعلى قيمة لها ٥,٢ نقطة، وأدنى قيمة لها ٤,٥ نقطة، بمتوسط حسابي ٤,٨، وانحراف معياري ٠,٢٣٦٪، وأخيراً بلغت معدلات التضخم (INF) أعلى قيمة لها ١١,٥ نقطة، وأدنى قيمة ٠,٥٠٠٠ نقطة، بمتوسط حسابي ٣,٥٣١، وانحراف معياري ٣,٢٣٩٪.

- اختبار الاستقرارية Unit Root Test:

يهدف هذا الاختبار إلى التأكد من أن السلسلة الزمنية ساكنة أو مستقرة إلى أي مدى، بمعنى هل المشاهدات تتذبذب بصورة عشوائية أو منتظمة حول متوسط وتباين ثابتين، أي إذا ما كان المتوسط والتباين لقيم السلسلة لا يتغيران عبر الزمن، وليان ما إذا كانت السلسلة مستقرة من عدمه فإن هذا الأمر يتطلب اختبار جذر الوحدة Unit Root Test الذي يهدف إلى التأكد من مدى استقرارها، وتحديد رتبة تكامل كل متغير على حدة، وكذلك تحديد رتبة الفروقات التي تحتاجها (Ross 2005)، ويعتبر اختبار ديكي فولير Dickey and Fuller، واختبار فيليب بيرون Phillip and Perron من أهم الأدوات المستخدمة، وأكثرها شيوعاً فيما يتعلق باختبار الاستقرارية.

ويتضح من الجدول رقم (3م) اختبار جذر الوحدة لاستقرار المتغيرات باستخدام اختبار ADF عند المستويين (Level)، والفرق الأول (First Difference)، والقيمة الحرجة عند مستوى معنوية ١٪، ٥٪ و ١٠٪، أن السلسلة الزمنية لمتغيري معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي GR، ومعدل التضخم INF ذات معنوية إحصائية عند المستوى، أي أن السلسلة الزمنية مستقرة، أما بالنسبة لمتغيري إجمالي أصول صناديق الثروة السيادية SWF، ومعدلات البطالة EMP بعد أخذ الفرق الأول يتبين أن السلسلة الزمنية غير مستقرة عند المستوى.

أيضاً يعتبر اختبار فيليب بيرون من الاختبارات غير المعلمية فعلاً، حيث يأخذ بعين الاعتبار التباين الشرطي للأخطاء، فهو يسمح بإلغاء التحيزات الناتجة عن المميزات الخاصة للتذبذبات العشوائية، بالإضافة إلى أنه نفس التوزيعات المحددة لاختبار ديكي فولير (Toma's et al 1994).

ويتضح من الجدول رقم (4م) اختبار جذر الوحدة للتأكد من مدى استقرار متغيرات نموذج الدراسة باستخدام اختبار Phillips- Perron، أن جميع المتغيرات ساكنة عند المستوى (SWF, EMP) فيما عدا المتغيرين INF, GR، حيث أصبح المتغيران ساكنين عند أخذ الفرق الأول.

كما يسعى اختبار فترة الإبطاء إلى تحديد فترة الإبطاء المثلى، وذلك من أجل تجنب الحكم الشخصي فيما يتعلق بطول مدة التباطؤ الزمني. ويتضح من الجدول رقم (5م) معايير اختبار فترة الإبطاء أن المعايير الثلاثة AIC, SC and HQ تشير إلى ضرورة أخذ ثلاث فجوات زمنية، في حين يشير المؤشران LR and FPE إلى ضرورة أخذ فجوتين زمنيتين، وبالتالي حددت فترة إبطاء الثلاثة، حيث إن هذه الفترة تعد ملائمة بما أنها تملك أقل قيمة من المعايير الإحصائية، ولذلك سنعمد على هذه المعايير، ونختار مدة إبطاء الثلاثة لاختبار VAR.

٣- تقدير النموذج:

بعد تحديد مستويات الاستقرارية للسلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة متمثلة في متغير إجمالي أصول صناديق الثروة السيادية SWF، ومعدلات النمو الاقتصادي GR، ومعدلات البطالة EMP، ومعدلات التضخم INF، ننقل إلى مرحلة تقدير المتغيرات، وتحليل العلاقات فيما بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، وبما أن المتغيرات غير متكاملة بنفس الدرجة نتيجة أن المتغيرين INF and GR متكاملان من الدرجة الصفرية، والمتغيرين EMP and SWF متكاملان من الدرجة الأولى، إذن يجب استخدام نموذج VAR الذي يفترض أن متغيرات القياس غير متكاملة بنفس الدرجة.

ويتضح من الجدول رقم (٦م) أنه توجد علاقة عكسية بين قيمة أصول صناديق الثروة السيادية الخليجية SWF ومعدلات النمو الاقتصادي GR في المديين الزمنيين الأول والثاني، بمعنى أنه عند زيادة قيمة SWF بوحدة واحدة تتناقص معدلات النمو الاقتصادي بنسبة ٠,٩٪ و ٠,١٤٪ في المديين على التوالي، وهذا لا يتطابق مع النظرية الاقتصادية؛ لأن ارتفاع الناتج المحلي الإجمالي يعني زيادة التدفقات الرأسمالية إلى صناديق الثروة السيادية بشكل يعزز من ارتفاع معدلات النمو في الاستثمارات المباشرة وغير المباشرة، وهو ما يترتب عليه ارتفاع في عوائد تلك الصناديق التي يصاحبها تطور في معدلات النمو الاقتصادي في دول مجلس التعاون الخليجي.

أما بالنسبة لمتغير معدلات البطالة، فيتضح أنه بالرغم من أن قيمة المعلمة β_2 قريبة من الصفر في المدى الزمني الأول والثاني، إلا أنها تعني أن العلاقة إيجابية ضعيفة بين المتغيرين SWF, EMP. أما العلاقة بين قيمة أصول صناديق الثروة السيادية الخليجية ومعدلات التضخم فكانت سالبة في المدى الزمني الأول والثاني، وهذا يعكس أن أية زيادة في أرصدة صناديق الثروة السيادية SWF تؤدي إلى تفاقم في معدلات التضخم INF، ويرجع ذلك إجمالاً إلى تمركز استثمارات صناديق الثروة السيادية في أنشطة غير مجدية اقتصادياً وبخاصة الأنشطة التي تعتمد على المضاربة وذات المخاطر المرتفعة.

وتعتبر مساهمة (1983) Granger الأبرز بين باقى الدراسات التي تعرضت لمفهوم السببية بين المتغيرات التابعة والمتغيرات المستقلة، بمعنى تحديد ما إذا كان التغير في متغير ما يسبب التغير في متغير آخر، ويُظهر لنا الجدول رقم (٧م) نتائج اختبار العلاقة السببية بين متغيرات النموذج، وهو ما يشير إلى أننا يجب أن نرفض الفرض العدمي، ونقبل الفرض البديل بين كل من معدلات النمو الاقتصادي ومعدلات البطالة، بجانب قبول الفرض العدمي ورفض الفرض البديل بين كل من قيمة أصول الصناديق السيادية ومعدلات البطالة، ومعدلات التضخم، بالإضافة إلى الصناديق السيادية ومعدلات التضخم، وكذلك نرفض الفرض العدمي ونقبل الفرض البديل بين كل من معدلات التضخم والنمو الاقتصادي، وبين كل من معدلات التضخم وقيمة أصول صناديق الثروة السيادية، وهذه النتائج تتطابق مع نتائج نموذج متجه الانحدار الذاتي (VAR).

٤- اختبار النموذج:

تهدف هذه الاختبارات إلى التأكد من أن الافتراضات التي تقوم عليها الدراسة منطقية في الواقع، وإذا كانت هذه الافتراضات متوافرة فإن المعلمات المقدرة تكتسب صفة عدم التحيز والاتساق

والعكس، ومن أهم المعايير المتبعة لإجراء الاختبارات القياسية معايير الارتباط الذاتي، وثبات التباين، والتوزيع الطبيعي للبيانات، ومدى استقرار النموذج من الناحية الهيكلية.

- اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء Autocorrelation:

يهدف هذا الاختبار إلى قياس مدى وجود ارتباط بين القيمة المشاهدة لنفس المتغير، بمعنى إلى أي مدى يوجد ارتباط بين القيم المتتالية للحد العشوائي، ويعد اختبار BG من أهم الأدوات المتبعة في اختبار الارتباط الذاتي من رتبة أعلى من الرتبة الأولى، ويرجع ذلك إلى أن المعادلة الأصلية بالنموذج لديها معلمة تقاطعية، وأن حجم العينة لا يتخطى الأربعة عشر متغيرًا.

ويتبين لنا من الجدول رقم (م٨) الاختبارات التشخيصية لمتغيرات الدراسة، أن القيمة الإجمالية لاختبار الارتباط الذاتي من رتبة أعلى من الرتبة الأولى أكبر من ٥٪، حيث بلغت ٦٪ مما يدل على أن كل قيمة من قيم الحد العشوائي غير مرتبطة بالقيمتين السابقتين، بمعنى أن النموذج لا يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي.

- اختبار ثبات التباين Heteroscedasticity Test:

يسعى هذا الاختبار إلى التأكد من تساوي انحرافات القيم المشاهدة للمتغير التابع عن الخط المقدر عند كل قيم المتغير التفسيري، بمعنى افتراض الانتشار المتساوي بين قيم متغيرات النموذج، ويتضح من الجدول رقم (م٨) أن القيمة الاحتمالية لاختبار BG لعدم ثبات التباين بلغت ٤,٠٠، وهي أكبر من ٥,٠٠٪ مما يدل على تساوي انحرافات القيم المشاهدة للمتغير التابع عن الخط المقدر عن كل قيم المتغير التفسيري، بمعنى تحقيق الانتشار المتساوي.

- اختبار التوزيع الطبيعي Test of Normality:

يهدف هذا الاختبار إلى التحقق مما إذا كانت الأخطاء العشوائية تتبع التوزيع الطبيعي من عدمه، ومن أهم الطرق المستخدمة في اختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية اختبار Jarau- Beraue، فكلما ارتفعت قيمة الاختبار دلت على أن البقايا يتم توزيعها بشكل طبيعي في هذا النموذج.

ويتضح من الشكل رقم (م٢) اختبار Jarau- Beraue للأخطاء العشوائية في نموذج التقديرات العشوائية المصحح، أن قيم الاحتمال في كل من معدلات النمو الاقتصادي ومعدلات البطالة بلغت أكثر من ٥٪ مما يدل على أن البقايا يتم توزيعها بشكل طبيعي في هذا النموذج، بينما انخفضت قيمة اختبار Jarau- Beraue في كل من قيمة أصول صناديق الثروة السيادية ومعدلات التضخم، وهذا لا يؤثر على قيمة المعلمات المقدرة بصفة عامة.

- اختبار ثبات النموذج The Stability of the Model:

يعد نموذج اختبار ثبات البيانات واحدًا من الاختبارات المهمة التي تحدد مدى كفاءة النموذج وصلاحيته للتنبؤ بالمستقبل، ومن أهم الطرق التي تستخدم في اختبار مدى الاستقرار الهيكلي للنموذج اختبار AR Roots Graph، ويتضح من الشكل رقم (م٣) اختبارات الاستقرار الهيكلي للنموذج، أن نموذج البيانات مستقر؛ لأن جميع النقاط مستقرة داخل الدائرة مما يدل على أن النموذج جيد.

النتائج والتوصيات

أولاً: نتائج البحث:

تناول البحث التحليل والقياس لصناديق الثروة السيادية ودورها في تحقيق الاستقرار الاقتصادي بدول مجلس التعاون الخليجي، وفي ضوء فرضية البحث خلصت الدراسة إلى النتائج التالية:

١. تأتي معظم مصادر تمويل صناديق الثروة السيادية الخليجية من الفوائض النفطية، وهو ما يمثل خللاً واضحاً في خريطة استثمارات تلك الصناديق من الناحية القطاعية والجغرافية، حيث استحوذت القطاعات الاقتصادية غير الاستخراجية والأنشطة الترفيهية على النصيب الأكبر من استثمارات تلك الصناديق، إذ تلقى قطاع الطاقة حوالي ٢٤,١٪، والصناعة ١٥,٣٪، والترفيه ١٤,٥٪ من إجمالي الاستثمارات، بينما استحوذت أوروبا على حوالي ٦٢٪ من إجمالي استثمارات أصول صناديق الثروة بدول مجلس التعاون الخليجي في ظل تجاهل الأسواق الواعدة والأكثر احتياجاً لهذا النوع من مصادر التمويل ذات التكلفة المنخفضة، وإذا كانت هذه الأسواق لديها درجة مرتفعة من المخاطر، إلا أنها تتمتع بمعدلات عائد مرتفعة.
٢. انخفاض أداء صناديق الثروة السيادية في دول مجلس التعاون الخليجي نتيجة انخفاض مستويات الهيكلية جراء عدم تكامل أصول تلك الصناديق مع الموازنة العامة للدولة، بالإضافة إلى تدني مستويات الحوكمة بسبب عدم اتباع مبادئ سانتياغو، وغياب الرقابة والأدوات الديمقراطية التي تتيح تداول المعلومات والبيانات بقدرٍ كافٍ.
٣. أخيراً توصلت النتائج القياسية إلى أنه توجد علاقة عكسية بين قيمة أصول صناديق الثروة السيادية الخليجية ومعدلي النمو الاقتصادي والتضخم في المديين الزمنيين الأول والثاني، بينما توجد علاقة إيجابية ضعيفة بين إجمالي أصول صناديق الثروة السيادية ومعدلات البطالة بمجلس التعاون الخليجي، وبالتالي محدودية دور صناديق الثروة السيادية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي داخل الاقتصادات الخليجية، وهو ما لا يتوافق مع فروض الدراسة، ولا يتطابق مع النظريات الاقتصادية المفسرة لمتغيرات الدراسة نتيجة أن جميع أنشطة الصناديق الخليجية لا تزال تعتمد بشكل مباشر على العوائد النفطية عند تمويل مشروعاتها الاستثمارية سواءً بدول مجلس التعاون الخليجي أو خارج محيطها الإقليمي.

ثانياً: توصيات البحث:

- فى ضوء النتائج التي توصل إليها البحث نرى اقتراح عددٍ من التوصيات التي تعظم من عوائد استثمارات صناديق الثروة السيادية، وتعزز من مساهمتها في تحقيق الاستقرار الاقتصادي بدول مجلس التعاون الخليجي، وهي:
- ضرورة الاستفادة من التجارب الرائدة في مجال صناديق الثروة السيادية من أجل تعظيم دورها، وتنوع مصادر تمويلها بدول مجلس التعاون الخليجي.
 - رفع كفاءة الاستراتيجية الاستثمارية لتلك الصناديق من خلال التنوع القطاعي لمحفظه الاستثمارات، مع التركيز على الصناعات الناشئة خصوصاً في الأسواق التي تتمتع بعوائد استثمارية مرتفعة ورائدة.
 - ضرورة الفصل بين صناديق الثروة السيادية والموازنة العامة للدولة، على أن يكون تمويل كل منهما منفصلاً عن الآخر، وفي حالة تمويل جزء من عجز الموازنة يجب أن لا يتجاوز تمويل الصندوق جزءاً من أرباحه، وذلك للحفاظ على استمرارية الصندوق، وعدم تعرضه للخسائر.
 - ضرورة نشر تقارير دورية لأعمال الصناديق على الموقع الإلكتروني لها، وتعزيز مبادئ سانتياغو، وتطبيق مبادئ الحوكمة، وإخضاع جميع الصناديق للمساءلة والمحاسبة البرلمانية، وعرض نتائج أعمالها على الرأي العام لتحقيق الشفافية، وزيادة درجة الثقة لدى المستثمرين.

مراجع البحث

أولاً: المراجع باللغة العربية:

١. إيهاب إبراهيم محمد (٢٠١٩)، "الأثار الاقتصادية المتوقعة لصندوق مصر السيادي في ضوء التجارب العالمية: دوافع التأسيس ومتطلبات النجاح"، ورقة بحثية، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، ص ٢٦٥.
٢. بوفليح نبيل (٢٠١٢)، "دور الذكاء الاقتصادي في تحسين أداء صناديق الثروة السيادية- صندوق الثروة السيادي النرويجي نموذجاً"، الملتقى الدولي السادس حول الذكاء الاقتصادي، والتنافسية المستدامة في منظمات الأعمال الحديثة، جامعة حسين بن بوعلي، الجزائر.
٣. بن عوالي خالدية (٢٠١٦)، "استخدام العوائد النفطية: دراسة مقارنة بين تجربة الجزائر وتجربة النرويج"، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التيسير والعلوم التجارية، جامعة زهران، ص ص ١٥ - ٨٠.
٤. ماجد عبد اللطيف المنيف (٢٠٠٩)، "صناديق الثروة السيادية ودورها في إدارة الفوائض النفطية"، ملتقى الطاقة العربي، بيروت، ص ص ٢١ - ٢٣.

ثانياً: المراجع باللغة الإنجليزية:

1. Biberovic, N. (2008), "A Common European Approach to Sovereign Wealth Funds: Continuity of the Status Quo?" Research Associate Economics.
2. Cromwell, J. B., Hannan M. J., Labys W. C and Terraza M. (1999), "Multivariate Tests for Time Series Models", SAGE Publication, Inc, Carformnia, PP 73- 75.
3. Dewenter, K. L., Hany and Malatesa (2010), "Firm Values and Sovereign Wealth Fund Investments", Journal of Financial Economics, Vol. 9819, PP. 256- 278.
4. Edwin M. Truman (2009), "Project Melleures Pratiques Pour Fundonoms" Soverans Revue Economies Financier Association Economies Financier Numerall, P. 474.
5. Fawcett, M. G. (2013), "Taxes Permanent School Fund", Retrived From: <http://www.Tea.Stat.Tx.us/Index4.aspx?id=2144855&Menu-id-2147>.
6. Green, E. and B. Yeager (2008), "Sovereign Wealth Funds: A Measured Assessment", Capital Markets Law Journal, Vol. 3(3), PP. 247- 274.
7. Givel, J. (2009), "Sovereign Wealth Funds and Global Imbalance", Review of Economic Finance, Vol. 9(1), PP. 163- 177.

8. International Monetary Fund- IMF (2008), “**Sovereign Wealth Fund: A Work Agenda**”, Working Paper, Washington D.C.
9. IWG (2008), “**Sovereign Wealth Funds- Generally Accepted Principle and Practices- Santiago Principles**”, October, Communication de la Commission Europeans, P. 18.
10. IMF (2008), “**Sovereign Wealth Funds- A work Program**”, Prepared by the Monetary and Capital Markets and Policy Development Review Department”, International Monetary Fund, Washington, D.C.
11. Kamiar and Mehdi (2017), “**Do Sovereign Wealth Funds Dam Pen the Negative Effects of Commodity Price Volatility?**”, Federal Reserve Bank of Dallas, Globalization and Monetary Policy Institute, Working Paper, No. 304, PP. 18- 20.
12. Linabury- Meduell, “**Transparency India Sovereign Wealth Fund**”- WWW.swfinstitute.org
13. Jan and Katerina (2012), “**The Importance and Perspectives of Sovereign Wealth Funds in the Globalized Economy**”, Search Paper, SHS Web of Conferences, Globalization and its Social-Economic Consequences, PP. 2- 11.
14. Jeanne Amar, Jean- Francois Carpentier and Christell (2018), “**GCC Sovereign Wealth Funds: Why Do They Take Control?**” <http://halsh.archives-ouvertes.fr/halsh-01936882>.
15. Jeane, Christelle et al (2018) “**GCC Sovereign Wealth Fund: Why do they Take Control?**” aix-marseille School of Economics, Working Paper, No. 35.
16. OECD (2008), “**Sovereign Development Funds: Key Financial Actors of Shifting of Nations**”, Emerging Markets Network Paper, October.
17. Osama El- Baz (2018), “**The Role of Sovereign Wealth Funds in Promoting the Extremely Stability of the Home Economy**”, Schooled International Journal of Management & Development, Vol. 5, PP. 96- 113.
18. OECD (2008), “**OECD Declaration on Sovereign Wealth Funds and Recipient Country Policies**”, WWW.Oced.Org/daf/inv/investment.
19. Ross Ihaka (2005), “**Time Series Analysis**”, Lecture Series, University of Auckland, Statistics Department, PP. 1- 17.

20. Tom's Del, Paulo and A. M. Rebert (2013), “**On the Behavior of Phillips-Perron Test in the Presence of Persistent Cycles**”, Working Paper, Department of Applied Economic, University of the Balearic Island, PP. 1- 18.

الملحق الإحصائي (الجدول والأشكال)

تطور حجم أصول الصناديق السيادية في دول مجلس التعاون الخليجي
خلال الفترة 2005-2020
جدول رقم (ام)

الصندوق	تطور حجم أصول الصناديق السيادية																
	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	التأسيس
دولة الامارات العربية المتحدة	580	745	828	292	792	773	733	450	627	450	875	•	627	875	0.006	800	1976
- جهاز أبوظبي للاستثمار	(110)	(110)	(110)	110	110	15	90	10	10	10	10	•	•	•	•	•	2007
- مجلس أبوظبي للاستثمار	301.5	239.3	230	214	196	183	70	70	70	70	82	•	196	820	•	•	2006
- شركة دبي للاستثمار	(67.6)	(67.2)	(66.9)	67.5	66.3	68.1	68.4	58	58	49	(53.5)	•	14	12	•	•	1984
- شركة أبوظبي للاستثمارات البروقية	332	239.9	226	126.7	66.3	67	60.9	177	177	48.2	36.1	•	13.3	26	•	226	2002
- شركة مبدئة للتنمية	44.5	(26.8)	(92.2)	24.5	34	15	15	10	10	20.10	•	•	•	12	•	•	2007
- جهاز الامارات للاستثمار	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	2	1.2	2	1.2	•	1.20	6	•	•	2005
- هيئة رأس الخيمة للاستثمار	1345.2	1419.4	1419.3	835.9	1265.8	1176.8	1038.5	602.4	933.4	639.2	1087.8	•	675	876	0.006	1026	
إجمالي حجم أصول الصناديق الاماراتية																	
العملة العربية السعودية																	
- محافظة مسقط	509.2	512.4	506	493.1	(748.4)	740	757.2	676.3	533	577.7	433	•	432	330.0	437	•	1982
- صندوق الاستثمارات العامة	3.90	280	350	230	(70.4)	135.6	5.3	3.9	5.3	(4.6)	5.3	•	5.3	•	•	•	2008
إجمالي حجم أصول الصناديق السعودية	513.1	792.4	856	723.1	785.4	875.5	762.2	680.2	538.3	582.3	433	•	437	330	437	•	

جدول رقم (٢م)

البيانات الإحصائية المستخدمة في النموذج ومتوسطاتها وانحرافات المعيارية

Variables	EMP	GR	SWF	INF
Mean	4.856250	3.300000	77.08819	3.531250
Maximum	5.200000	8.800000	616.0000	11.50000
Minimum	4.500000	-3.600000	1.173000	0.500000
Std. Dev.	0.236555	3.179937	169.8389	3.239284

Source: Author's Computation Using E-views 10.

جدول رقم (٣م)

اختبار جذر الوحدة (ADF) – Dickey – Fuller

Variable	Level					First Difference				
	Critical-test	T-stat	Lag (order)	Prob*	Result	Critical-test	T-stat	Lag (order)	Prob*	Result
SWF	1%	-3.46	(0) [0]	0.0013*	Stationary	-	-	-	-	-
GR	10%	-2.93	(0) [0]	0.0643	Non-Stationary	1%	-5.73	(0) [1]	0.000*	Stationary
EMP	1%	-4.03	(0) [0]	0.0087*	Stationary	-	-	-	-	-
INF	10%	-2.03	(0) [0]	0.2721	Non-Stationary	1%	-3.57	(0) [1]	0.0016*	Stationary

Source: Author's Computation Using E-views 10.

جدول رقم (٤م)

اختبار جذر الوحدة Phillips- Perron Test

Variables	Level			First Difference		
	Lag(order)	T- stat	Prob*	Lag(order)	T- stat	Prob*
SWF	(0) [0]	-4.464	0.0039*	-	-	-
GR	(0) [0]	-2.938	0.0643	(0) [1]	-12.30988	0.0000*
EMP	(0) [0]	-4.031	0.0087*	-	-	-
INF	(0) [0]	-2.125	0.2383	(0) [1]	-3.46853	0.0261**

Source: Author's Computation Using E-views 10.

جدول رقم (٥م)

معايير اختبار فترة الإبطاء

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-149.1223	133.1435	200182.6	23.5528	23.73111	23.52155
1	-137.5708	14.21720	468341.7	24.24166	25.11082	24.06301
2	-50.20858	53.76138*	24.33415*	13.26286	14.82733	12.94129
3	1405.770	0.00000	22.32345	-208.2723*	-206.0125*	-208.7368*

Source: Author's Computation Using E-views 10.

جدول رقم (٦م)

نتائج اختبار متجه الانحدار الذاتي VAR

Variables	SWF	GR	EMP	INF
SWF(-1)	-1.058305	-0.009617	0.000676	-0.007190
	(0.39207)	(0.00756)	(0.00063)	(0.01121)
	[-2.69926]	[-1.27151]	[1.06615]	[-0.64152]
SWF(-2)				
SWF(-2)	-0.629922	-0.001447	0.000176	-0.002495
	(0.29282)	(0.00565)	(0.00047)	(0.00837)
	[-2.15120]	[-0.25615]	[0.37225]	[-0.29808]
GR(-1)				
GR(-1)	36.70870	0.422371	-0.019838	0.300685
	(12.9928)	(0.25065)	(0.02101)	(0.37141)
	[2.82532]	[1.68510]	[-0.94421]	[0.80958]
GR(-2)				
GR(-2)	52.68812	0.891932	-0.074641	0.450479
	(25.1645)	(0.48546)	(0.04069)	(0.71935)
	[2.09375]	[1.83729]	[-1.83427]	[0.62623]
EMP(-1)				
EMP(-1)	53.73196	1.603970	0.033836	1.156466
	(196.171)	(3.78443)	(0.31722)	(5.60773)
	[0.27390]	[0.42383]	[0.10666]	[0.20623]

	EMP(-2)			
EMP(-2)	82.16937	5.014408	0.050166	4.135599
	(188.048)	(3.62774)	(0.30408)	(5.37554)
	[0.43696]	[1.38224]	[0.16498]	[0.76934]
	INF(-1)			
INF(-1)	-34.52059	-0.960376	0.006232	0.404865
	(18.4603)	(0.35613)	(0.02985)	(0.52771)
	[-1.86999]	[-2.69672]	[0.20876]	[0.76722]
	INF(-2)			
INF(-2)	8.426670	1.026583	0.003706	-0.096754
	(16.0076)	(0.30881)	(0.02589)	(0.45759)
	[0.52642]	[3.32431]	[0.14316]	[-0.21144]
	C			
C	-667.3615	-33.27343	4.681705	-24.76550
	(1450.20)	(27.9765)	(2.34505)	(41.4553)
	[-0.46019]	[-1.18934]	[1.99642]	[-0.59740]

Source: Author's Computation Using E-views 10.

جدول رقم (م٧)

اختبار العلاقة السببية بين متغيرات النموذج

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
GR does not Granger Cause EMP	14	4.24926	0.0502
EMP does not Granger Cause GR		0.09200	0.9130
SWF does not Granger Cause EMP	14	0.54860	0.5959
EMP does not Granger Cause SWF		0.37934	0.6948
INF does not Granger Cause EMP	14	1.17906	0.3509
EMP does not Granger Cause INF		0.25713	0.7788
SWF does not Granger Cause GR	14	0.00818	0.9919
GR does not Granger Cause SWF		3.60577	0.0708
INF does not Granger Cause GR	14	4.99453	0.0347
GR does not Granger Cause INF		0.31490	0.7376
INF does not Granger Cause SWF	14	0.39806	0.6829
SWF does not Granger Cause INF		0.00140	0.9986

Source: Author's Computation Using E-views 10.

جدول (م٨)

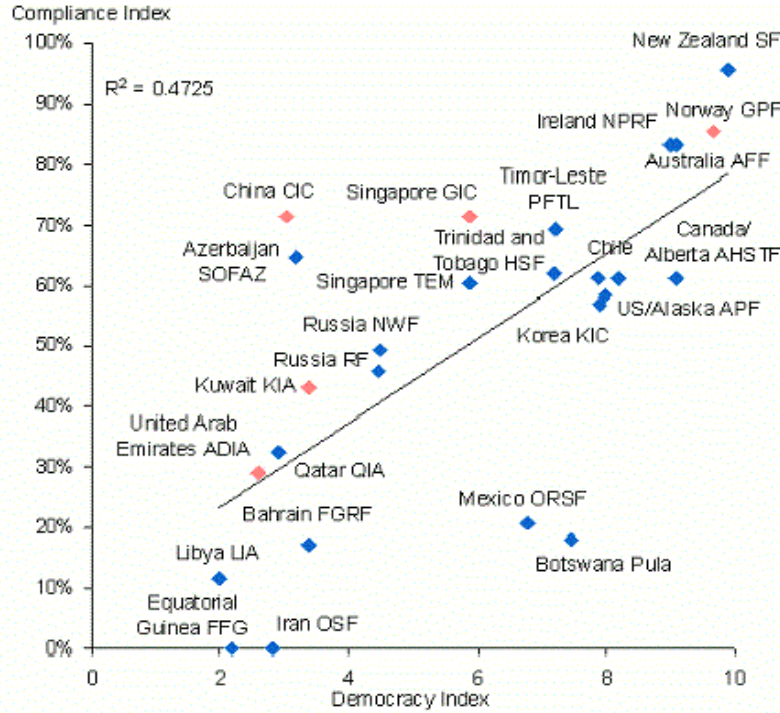
نتائج الاختبارات التشخيصية لمتغيرات الدراسة

Index	Obs*R-Squared	Prob
Serial Correlation: Breusch- Godfrey Serial Correlation LM Test	0.776941	0.651
Heteroskedasticity Test: Breush- Pagan Godfry	13.70079	0.343

Source: Author's Computation Using E-views 10.

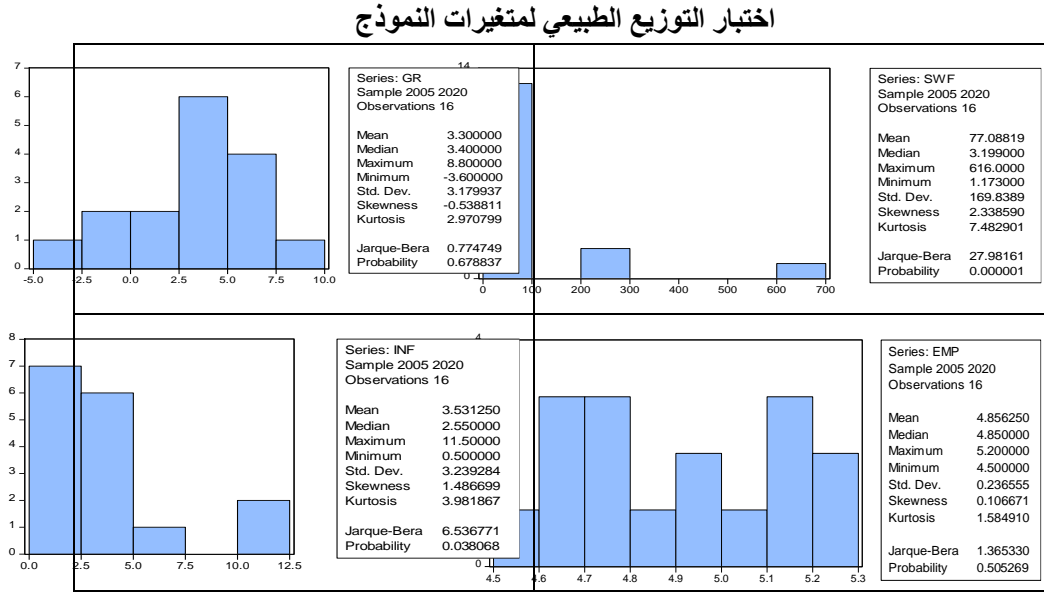
شكل رقم (م١)

امتثال صناديق الثروة السيادية الخليجية لمبادئ سانتياغو عام ٢٠١٩



Source: Economist Intelligence Unit's Index of Democracy

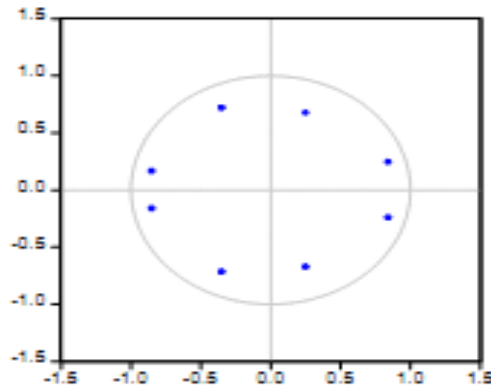
شكل رقم (م٢)



Source: Author's Computation Using E-views 10.

شكل رقم (٣م)

اختبار ثبات النموذج AR



Source: Author's Computation Using E-views 10.