

استثمارات الصناديق السيادية ودورها في مؤشرات النمو الاقتصادي - صندوق الثروة السيادي النرويجي أنموذجاً

أ.د. جليل كامل غيدان⁽²⁾

مرودة واسط كاظم⁽¹⁾

المستخلص:

يهدف البحث إلى إبراز الدور الذي لعبته صناديق الثروة السيادية باعتبارها أحد أهم الأطراف الفاعلة في النظام المالي العالمي المعاصر، لأنها تشكل أداة استراتيجية للحكومات لتحقيق أهداف سياستها الاقتصادية الكلية، ومن أجل ذلك تناول البحث تحليل دور صناديق الثروة السيادية في تحقيق النمو الاقتصادي، مع التركيز على صندوق التقاعد الحكومي النرويجي العالمي كنموذج ناجح، وتم تقسيم البحث إلى مطلبين رئيسيين: الأول يتناول الإطار المفاهيمي لصناديق الثروة السيادية من خلال دراسة تطور صناديق الثروة السيادية وأهدافها وأهميتها الاقتصادية، والمطلب الثاني تطرق إلى دراسة صندوق التقاعد النرويجي وتحليل استراتيجياته في تنويع المحفظة الاستثمارية ودور الصندوق في تحقيق النمو الاقتصادي وأستند البحث على بيانات سنوية من التقارير الرسمية لصندوق الثروة السيادي النرويجي والبنك الدولي خلال المدة من (2004-2022) توصلنا من خلال البحث إلى عدة نتائج مهمة، نجاح الصندوق النرويجي في تحقيق عوائد مرتفعة من خلال استراتيجية استثمارية متنوعة تشمل الأسهم والسندات والعقارات والبنية التحتية، مما ساهم في نمو أصوله لتصل إلى 1.26 تريليون دولار عام 2022، بالإضافة إلى فاعلية صندوق التقاعد الحكومي في تحقيق النمو الاقتصادي في النرويج من خلال زيادة الدخل القومي والناتج المحلي الإجمالي، وخفض معدلات البطالة، وزيادة تراكم رأس المال، وتوصل البحث إلى مجموعة من التوصيات أهمها تعد صناديق الثروة السيادية أدوات استراتيجية فعالة لإدارة الفوائض المالية، خاصة في الدول الغنية بالموارد الطبيعية، حيث تساهم في تحقيق الاستقرار الاقتصادي وحماية الثروة للأجيال القادمة، وأن الصندوق النرويجي يعد نموذجاً ناجحاً في إدارة الموارد النفطية، حيث تميز بالشفافية والحوكمة الفعالة، مما مكنه من تحقيق عوائد مرتفعة والمساهمة في النمو الاقتصادي.

الكلمات المفتاحية: الصناديق السيادية ، النمو الاقتصادي

مشكلة البحث:

ما مدى فعالية استراتيجيات الاستثمار التي يتبعها صندوق الثروة السيادية النرويجي، وهل كان لها أثر إيجابي على تحقيق النمو الاقتصادي للاقتصاد النرويجي؟

للإجابة على السؤال الرئيسي تم تقسيمة إلى أسئلة فرعية على النحو التالي:

- ما هو الإطار المفاهيمي والنظري لصناديق الثروة السيادية، وما هي أهدافها.
- ما أهمية صناديق الثروة السيادية، وكيف تُسهم في تحقيق النمو الاقتصادي.
- ما هي القطاعات الاقتصادية الرئيسية التي استثمر فيها صندوق التقاعد الحكومي النرويجية العالمي.
- ما مدى فعالية استراتيجيات الاستثمار التي يتبعها صندوق التقاعد الحكومي العالمي، وهل حققت النتائج المرجوة.

فرضية البحث:

ينطلق البحث من فرضية مفادها

- أن لصناديق الثروة السيادية أهمية كبيرة في أداء الاقتصاد العالمي.
- تساهم استراتيجيات الاستثمار المتنوعة والشفافة لصناديق الثروة السيادية في النمو الاقتصادي كصندوق التقاعد الحكومي العالمي من خلال توليد عوائد مالية مرتفعة، وتنويع القاعدة الاقتصادية، وحماية الاقتصاد من التقلبات الخارجية.

أهمية البحث :

أستمد البحث أهميته من تناوله لموضوع بالغ الأهمية وهو صناديق الثروة السيادية وتتجلى أهميتها، من ندرة الدراسات التي تربط بين استراتيجيات الاستثمار المحددة لصناديق الثروة وتأثيرها المباشر على النمو الاقتصادي ، وسنركز في هذا البحث على صندوق الثروة السيادية النرويجي باعتباره من أبرز الصناديق السيادية، ورائداً في ابتكار استراتيجيات جديدة لاستثمار فوائدها المالية، بالإضافة إلى كونه من الصناديق السيادية المعترف لها بالشفافية والحوكمة في إدارة الأصول المالية.

أهداف البحث:

يهدف البحث الى :

- تناول الأسس النظرية لصناديق الثروة السيادية ، ومبررات وأهداف إنشاء صناديق الثروة السيادية.

- تحليل الاستراتيجية الاستثمارية التي تتبعها صناديق الثروة السيادية في تخصيص محافظها الاستثمارية ودورها في تحقيق النمو الاقتصادي.
- تقييم أداء الصندوق النرويجي من خلال عوائد استثماراته.
- قياس أثر استثمارات الصندوق على مجموعة من مؤشرات النمو الاقتصادي مثل الناتج المحلي الإجمالي، والدخل القومي، وتراكم رأس المال.

خطة البحث:

لتحقيق الأهداف المرجوة من هذه الدراسة قمنا بتقسيمها إلى مطلبين رئيسيين:

المطلب الأول: الأطار المفاهيمي لصناديق الثروة السيادية.

المطلب الثاني: صندوق التقاعد الحكومي العالمي النرويجي ودوره في النمو الاقتصادي.

منهج البحث:

لتحقيق أهداف البحث وخطة البحث اعتمد البحث على المنهج الاستقرائي وذلك من خلال تحليل البيانات قيد البحث وتتبع تطوراتها ومن ثم استنتاج الآثار والنتائج.

المطلب الأول: الأطار المفاهيمي لصناديق الثروة السيادية

أولاً: مفهوم صناديق الثروة السيادية:

هناك اختلافات في الأدبيات المتوفرة حول مفهوم ودور صناديق الثروة السيادية، ولا يوجد تعريف متفق عليه من قبل الاقتصاديين أو المنظمات الدولية لما يسمى بصناديق الثروة السيادية، حيث يعرف معهد صناديق الثروة السيادية بأنها "الصناديق أو الوحدات الاستثمارية المملوكة للحكومة والناشئة عن فوائض ميزان المدفوعات واحتياطات النقد الأجنبي وإيرادات الخصخصة ومدفوعات التحويلات الحكومية وعائدات تصدير السلع الأساسية، ويستثنى من هذا التعريف الأصول الاحتياطية من النقد الأجنبي التي تحتفظ بها السلطات النقدية وصناديق التقاعد الحكومية والأصول التي تدار لصالح الأفراد" (Cheraghlou 2017,P3).

أما صندوق النقد الدولي (IMF) فقد عرف صناديق الثروة السيادية "بأنها صناديق استثمار عامة أو كيانات محدودة الغرض تملكها الحكومات وتديرها، وتُنشأ هذه الصناديق من عمليات النقد الأجنبي وعائدات الخصخصة والفوائض المالية وعائدات تصدير السلع الأساسية" (Bahgat 2010,P163).

وقد عرفت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (Organization for Economic Cooperation and Development) صناديق الثروة السيادية بأنها "أدوات استثمارية مملوكة للحكومة يتم تمويلها من احتياطات النقد الأجنبي المستمدة من بيع النفط أو غيره من الموارد القابلة للنضوب أو من الإيرادات العامة أو غيرها من إيرادات الدولة" (Antolin and C 2008,P4).

وتُعرّف وزارة الخزانة الأمريكية (U.S. Department of the Treasury) صناديق الثروة السيادية بأنها "أدوات استثمارية حكومية يتم تمويلها بأصول بالعملة الأجنبية وتدار هذه الأصول بشكل منفصل عن الاحتياطات الرسمية للسلطة النقدية"، ويهدف تعريف وزارة الخزانة الأمريكية في المقام إلى تمييز استثمارات صناديق الثروة السيادية عن الاحتياطات الرسمية التي يديرها البنك المركزي للبلد، نظراً لأن الغرض الرئيسي من احتياطات النقد الأجنبي هو السيولة والأمان، وان استثمارات احتياطات النقد الأجنبي قصير الأجل، أما استثمارات الصناديق السيادية طويلة الأجل (Martin 2010,7).

ومما سبق يتبين بأن الصناديق السيادية هي صناديق استثمار مملوكة للدولة لها أصول مالية مختلفة (أسهم، سندات، عقارات، معادن ثمينة) تقوم باستثمارات محلية ودولية طويلة الأجل بحثاً عن عوائد تجارية يتم أنشأها لأغراض الاقتصاد الكلي، وبالتالي فإن الصناديق السيادية تتمتع بالخصائص التالية (دهان وآخرون 2019:346):

1. صناديق مملوكة للدولة معيارها السيادة هو الذي يميزها عن باقي الصناديق.
2. تهدف الى تحقيق أغراض اقتصادية بحتة.
3. تتبع استراتيجيات استثمار طويلة الأجل.
4. تستثمر في أصول أجنبية.

ثانياً: نشأة صناديق الثروة السيادية :

تعتبر صناديق الثروة السيادية ظاهرة ليست جديدة في الساحة المالية العالمية حيث برزت كلاعب رئيسي في الاسواق المالية العالمية، وفي الادبيات الاقتصادية يعتبر الصندوق السيادي الكويتي أول صندوق ثروة سيادي أسس عام 1953 لإدارة فوائض الإيرادات النفطية تم تأسيسه رسمياً ككيان حكومي يسمى بالهيئة الكويتية العامة للاستثمار عام 1983 (Velayutham 2021 and Hasan:141)، ونتيجة للطفرة النفطية التي حدثت خلال سبعينيات القرن الماضي أنتشرت صناديق الثروة السيادية على نطاق أوسع، مما أدى إلى ظهور صناديق نوعيه أبرزها جهاز أبوظبي للاستثمار الذي تأسس عام 1976، واستخدمت دول المصدرة للنفط مثل الإمارات العربية المتحدة والمملكة العربية السعودية وألبرتا صناديق الثروة السيادية الخاصة بها كوسيلة لامتصاص السيولة الفائضة، وفي الآونة الأخيرة ادت ظهور صناديق الثروة السيادية الى تحفيز مجموعة جديدة من البلدان ليست مصدرة للسلع الأساسية، ولا تواجه بالضرورة سيولة مالية مفرطة ولا تزال في كثير من الأحيان متخلفة اقتصاديا تماما وهي بعيد كل البعد عن سيناريوهات الوفرة الزائدة، وهذه البلدان هي كوريا الجنوبية وفنزويلا

وإيران والجزائر (Balin 2008:2)، وتعاضم دور صناديق الثروة السيادية خلال الأزمة المالية العالمية عام (2007-2009) لمساعدة المؤسسات المالية المتعثرة والتي دفعت الصناديق السيادية إلى صدارة أسواق رأس المال، وذلك بسبب النجاحات التي حققتها صناديق الثروة السيادية قد شجعت العديد من الدول العالم على تأسيس صناديق الثروة السيادية بمختلف أنواعها واحجامها(Cheraghrou 2017:726).

ثالثاً: مبررات إنشاء صناديق الثروة السيادية

أن دوافع إنشاء هذه الصناديق تتباين من بلد الى آخر حسب مميزات وخصائص الهيكل الاقتصادي ومصدر الفائض المالي المتحقق ومن هذه الدوافع مايلي (مبروك 2009:19):

1. التحسب لنضوب الموارد الطبيعية والحاجة لبناء أصول أخرى تدر دخلاً يعوض نضوب الاصل الحالي وهو ما أصطلح عليه بتحقيق العدالة بين الأجيال.
2. الطاقة الاستيعابية للاقتصاد الوطني وامكانات تنويع قاعدته وهي تعتمد على حجم الاحتياط والانتاج ومن ثم حجم عائدات الفرد وكذلك حجم الاقتصاد مقارنة بتلك العائدات.
3. إنشاء آلية للادخار المالي وأستثماره خارجياً للحفاظ على أستقرار النشاط الاقتصادي وحماية القطاعات الاقتصادية.
4. ارتباط أحتياطيات الصرف الاجنبي بمخاطر مرتبطة بتقلبات أسعار الفائدة وان سعر الصرف الاجنبي يفرض على الدولة تنويع مجالات توظيف هذه الاحتياطيات في اصول ماليه متنوعه للتقليل من المخاطر.
5. يمكن لصناديق الثروة السيادية أن تساعد في نقل التكنولوجيا الى الدولة المالكة اذ تؤدي استثمارات الصناديق في الدولة المتقدمة الى توسيع حجم المبادلات الاقتصادية.
6. تساهم صناديق الثروة السيادية في التنمية الاقتصادية من خلال خلق موجودات تدر عائد مربح طويل الامد ودعم برامج تساعد على تنويع أقتصاداتها من أجل تقليل الاعتماد على النفط.
7. يمكن الدولة من أستخدم الأموال في حالة عدم الأستقرار المالي والحفاظ على التوازن الاقتصادي والتزامات الدولة على المدى الطويل(Adomako-kwakye 2023:2).

رابعاً: أهمية الصناديق السيادية

تكمن أهمية صناديق الثروة السيادية في عدة جوانب(قدي 2009:6-7):

1. المساهمة في التوازن المالي العالمي والقيام باستثمارات خارجية وتمويل المؤسسات والشركات في حالات الاضطرابات المالية.
2. تساهم في تنويع مصادر الناتج المحلي من خلال تطوير أنشطة جديدة كما هو حال صندوق أبوظبي بتطويره للسياحة والصناعة.
3. تزويد الدول المالكة لها بموارد دائمة ومنظمة غير مرتبطة بالمواد الخام الناضبة.

4. امتصاص الصدمات الناجمة عن الانخفاض المؤقت في أسعار المواد الخام وضمان عدم ارتباط الدخل السنوي بأسعار المواد الخام من خلال إنشاء صندوق ثروة سيادي ليكون بمثابة وسادة ضد الصدمات الاقتصادية السلبية.
5. المساهمة في تحقيق الاستقرار الاقتصادي للبلدان من خلال تنويع الاقتصاد والتوسع في الأنشطة غير النفطية وتقليل الاعتماد على الواردات من السلع الاستهلاكية والحد من التضخم.
6. تعمل كاحتياطي للبلد الذي يمتلكها من خلال تحويل جزء من أرباحها إلى الأجيال القادمة بعد استنفاد المواد الخام.
7. المساهمة في تنمية الدول المستقبلية لاستثمارات الصناديق بتمويل الهياكل القاعدية.

خامساً: مساهمة صناديق الثروة السيادية في تحقيق النمو الاقتصادي :

تشكل صناديق الثروة السيادية أدوات قوية لتعزيز النمو الاقتصادي من خلال الاستثمارات الاستراتيجية المحلية والدولية، فعلى الصعيد الوطني تعطي للدولة المالكة القدرة على إدارة تدفقات رؤوس الأموال في اتجاه يخدم حل المشكلات الهيكلية المستمرة مما يساعد على المساهمة في تحقيق النمو الاقتصادي خاصة في الدول الناشئة، أما على المستوى الدولي يسمح الحجم الكبير لصناديق الثروة السيادية واستراتيجياتها الاستثمارية على المدى الطويل من توفير السيولة لمختلف القطاعات المالية في ظل النقص الحاد في السيولة والمساهمة في حل الأزمات التي تعرفها الأسواق المالية العالمية وتتضح أهمية الصناديق السيادية في النمو الاقتصادي من خلال :

1. **امتصاصها للصدمات الناجمة من الانخفاض المؤقت في أسعار المواد الأولية:** توفر صناديق الثروة السيادية لهذه البلدان هامش أمان يسمح لها بالحفاظ على استقرار الموازنة العامة من خطر الصدمات الخارجية، وتحقيق استقلالية نسبية في سياستها المالية تمكنها من تنفيذ سياساتها وبرامجها التنموية دون خوف من خطر تقلبات أسعار المواد الأولية.
2. **التخفيف من حدة الأزمات الاقتصادية وإنعكاساتها على بلدانها:** ومنع الأسواق المحلية المالية من الإنهيار، وذلك عبر ضخها استثمارات وأموال في صناديق البلدان المتأثرة من الأزمات المالية بشكل مباشر (صالح 96:2024).
3. **إدارة تدفقات رؤوس الأموال:** تسمح صناديق الثروة السيادية بتسهيل إدارة الاقتصاد الكلي في ظل تنامي فوائض الحساب الجاري الناتجة عن زيادة كبيرة في الإيرادات من خلال تحويل هذه الفوائض إلى استثمارات، وتعمل الصناديق على استثمار هذه الفوائض بدلاً من أن تكون عاملاً في زيادة الضغوط التضخمية ورفع سعر الصرف الاسمي، كما تسمح باحتواء الطلب على الواردات أو الحفاظ على قيمة الصادرات عند مستوى معتدل وذلك من خلال امتصاص هذه الصناديق هذه الفوائض بدلاً من توجيهها نحو الواردات المفرطة، كما أنه يمكن أن تكون عاملاً مهماً في تحقيق استقرار سعر الصرف وتجنب الصدمات الشديدة.
4. **تُسهم استراتيجية الاستثمار طويل الأجل لصناديق الثروة السيادية في تحقيق الاستقرار في النظام الدولي:** أن هذه الصناديق يُمكن أن تلعب دوراً مهماً في تحقيق الاستقرار المالي والنقدي في الاقتصاد العالمي، من خلال توفير السيولة في

الأسواق المالية العالمية وتوفير رأس المال لمختلف المؤسسات والقطاعات التي هي بحاجة إليها على شكل استثمارات وتمويلات طويلة الأجل، فإنه يساهم بذلك في حل مشكلة نقص السيولة في الأسواق المالية العالمية وتحقيق الاستقرار في النظام المالي والنقدي العالمي، وتجنب التقلبات الاقتصادية الناجمة عن توترات أسواق رأس المال بسبب نقص السيولة.

5. **تأثير صناديق الثروة على أسعار الأصول المالية** تُسهم صناديق الثروة السيادية في تسهيل عمل الأسواق المالية الدولية، والتوزيع الملائم للفوائض المالية الناتجة عن الموارد الأولية بين الدول، وزيادة السيولة في الأسواق، لا سيما خلال فترات الاضطرابات، وتعتبر صناديق الثروة السيادية صناديق طويلة الأجل، وهي مثل غيرها من المستثمرين الأجل الطويل على استعداد للتدخل في حالة هبوط أسعار الأصول وهذا ما يمارس على الأرجح تأثير إيجابي على استقرار النظام المالي (عكاش: 432020).

6. **حماية الدولة من المرض الهولندي** : ظهر مصطلح المرض الهولندي لأول مره في مجله اكونست البريطانيه عام 1977 ، وهو يشير إلى المشاكل الهيكلية الخطيرة التي تعرض لها الاقتصاد الهولندي نتيجة للطفرة الكبيرة في عائدات النفط بعد تطوير حقول النفط والغاز الطبيعي خلال سبعينيات القرن الماضي، مما أدى إلى تباطؤ ملحوظ في أنشطة التصدير التقليدية كالزراعة والصناعة ورغم أن هذا المصطلح ارتبط بطفرة عائدات النفط الهولندية، إلا أنه قد يحدث في الواقع مع أي تدفق نقدي كبير إلى الاقتصاد المعني، و يمكن تلخيص ظاهرة المرض الهولندي في أن الانتعاش الاقتصادي الناتج عن زيادة مفاجئة في الدخل نتيجة اكتشاف موارد طبيعية ضخمة أو ارتفاع كبير في أسعار الموارد الطبيعية في الأسواق العالمية القائمة سيؤدي إلى تأثيرات وخيمة على القطاعات الإنتاجية وخاصة الأنشطة الصناعية والزراعية مما يؤدي إلى تدهورها وانخفاض إنتاجها، ومن العوامل التي ساهمت في ظهور المرض الهولندي هو فشل السياسات الاقتصادية، ففي أغلب البلدان التي أصيبت اقتصاداتها بأعراض المرض الهولندي وخاصة البلدان النامية حيث لم تكن هناك أهداف واستراتيجيات واضحة للتنمية، ولم توجة الموارد النفطية والطبيعية إلى القنوات المهمة التي من شأنها إحداث تغيير جذري في الاقتصاد، وعليه يساهم إنشاء صندوق الثروة السيادي في تحديد تأثير المرض الهولندي من خلال امتصاص الجزء الزائد من الأصول المتأثرة من صادرات المواد الأولية واستثمارها في الأسواق المالية الدولي(عكاش 43:2020) .

المبحث الثاني : صندوق التقاعد الحكومي العالمي النرويجي ودوره في النمو الاقتصادي

أولاً: استراتيجيات استثمار الصندوق السيادي النرويجي العالمي:

بدأت فكرة الصندوق عام ١٩٩٠ عندما أقرّ البرلمان النرويجي القانون رقم ٣٦ لإنشاء صندوق نفطي بهدف استثمار الفوائض النفطية، إلا أن التنفيذ الفعلي للصندوق تأخر حتى عام ١٩٩٦ وفي عام ٢٠٠٤ عُدّل النظام القانوني للصندوق بموجب القانون رقم ٢، الذي غيّر اسمه إلى "صندوق التقاعد الحكومي العالمي (Government Pension Fund Global) ، مع الحفاظ على أهدافه الأصلية المتمثلة في تحقيق الاستقرار المالي وحماية الثروة للأجيال القادمة(علي: 382008).

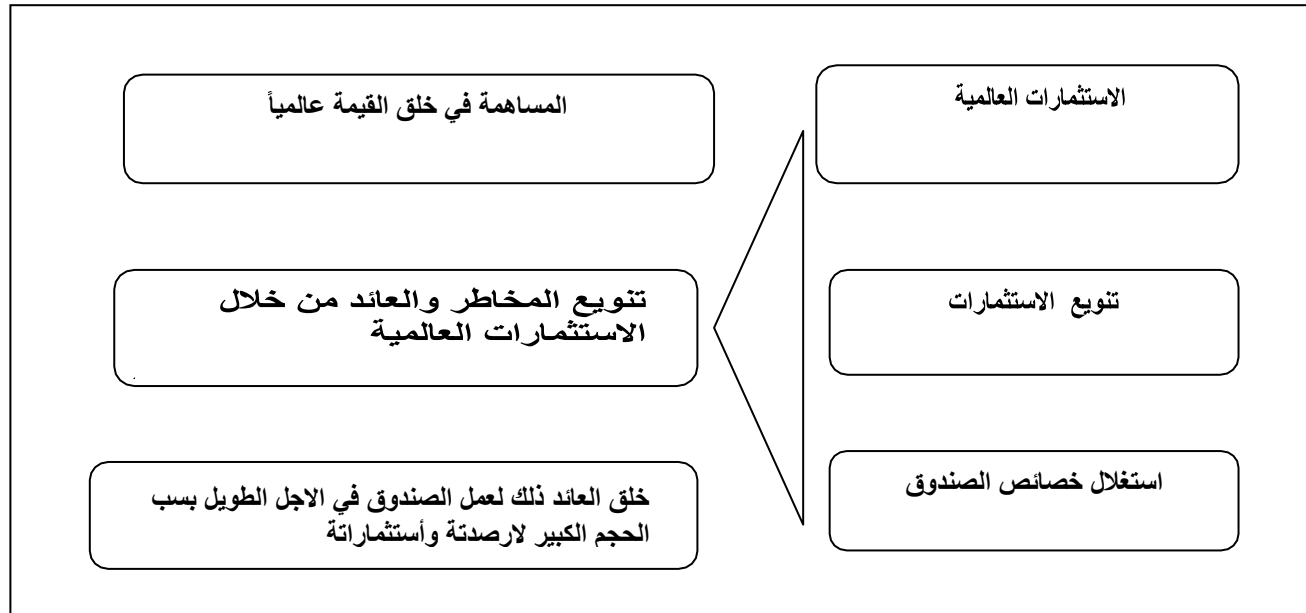
وفيما يتعلق بالاستراتيجية الاستثمارية للصندوق فقد شهدت تطوراً مع مرور الوقت، عمل الصندوق في السنوات الأولى من تأسيسه وفق النموذج الاستثماري التقليدي، حيث كان سلوكه الاستثماري موجهاً نحو المدى الطويل، وتتكون المحفظة المالية للصندوق من أدوات الدخل الثابت وحيازة الأسهم الصغيرة والمتنوعة حيث شمل النشاط الاستثماري للصندوق الأسهم بنسبة 40% والسندات بنسبة 60%، بعد ذلك عملت النرويج على ابتكار نموذج جديد للاستثمار طويل الأجل يختلف تماماً عن النماذج المعروفة مثل نموذج جامعة ييل (Yal Model) والذي يسمى نموذج سوينسن (Swensen Investment Model) الذي يفضل الاستثمار في صناديق التحوط والتي تختلف عن الأسهم والسندات على اعتبار أنها غير قابلة للسيولة، على عكس من ذلك أعتد صندوق التقاعد الحكومي النرويجي على سياسة التنويع في الاستثمار من خلال شراء الأسهم والسندات المتنوعة، وفي هذا السياق يصنف الأكاديميون الطريقة التي يعمل بها صندوق التقاعد الحكومي النرويجي العالمي باعتبارها عملية استثمار نشطة على النقيض من عمليات الاستثمار الخاملة التي يتميز بها (نموذج سوينسن) ففي عمليات الاستثمار النشطة تقوم إدارة صندوق التقاعد الحكومي النرويجي العالمي بإدارة جميع عمليات الاستثمار بشكل مباشر، أما في عمليات الاستثمار الخاملة تقوم إدارة الصندوق السيادي بوضع سياسة استثمارية تهدف إلى محاكاة مؤشرات التداول في الأسواق المالية بشكل كامل من أجل تجنب المخاطر، وفي هذا السياق تعرضت النرويج للعديد من الانتقادات نظراً للمخاطر المالية الكبيرة التي قد يتعرض لها صندوق التقاعد الحكومي النرويجي العالمي بسبب السياسة المعتمدة في إدارة الصندوق، وتعتبر وزارة المالية الجهة المسؤولة عن إعداد الاستراتيجية الاستثمارية للصندوق والتي يلتزم البنك النرويجي باحترامها علماً أنه يتم تعديلها وتكون هذه الاستراتيجية متوافقة مع الظروف الاقتصادية السائدة، وتركز هذه الاستراتيجية الاستثمارية على المبادئ التالية (القاسم: 4052010):

1. يجب أن يسعى الصندوق السيادي إلى تحقيق أعلى الأرباح الممكنة بأقل المخاطر مع إلزام الصندوق بممارسة استثماراته خارج النرويج.
2. يجب على الصندوق السيادي تجنب المشاريع الاستثمارية التي تضر بحقوق الإنسان أو تضر بالبيئة، أي أن الصندوق يلتزم بالقيم الإنسانية والأخلاقية في استثماراته، ولدعم هذه الفكرة وتطويرها تم إنشاء مجلس الأخلاقيات في عام 2004 بهدف المساعدة في تقديم المشورة والحفاظ على المبادئ التوجيهية والأخلاقية للصندوق وبالتنسيق مع وزارة المالية النرويجية.
3. ألا تزيد نسبة الاستثمارات في الأسهم التجارية عن 40% من إجمالي الاستثمارات، مع إمكانية زيادة هذه النسبة مستقبلاً إلى 60% وفي هذا السياق قررت وزارة المالية النرويجية في العام 2007 زيادة حصتها في صندوق استثمار الأسهم إلى 60%.
4. تتوزع الاستثمارات جغرافياً بين أوروبا (50%) وأمريكا وأفريقيا (35%) وآسيا وأوقيانوسيا (أستراليا ونيوزيلندا) 15%.
5. تشكل الودائع الثابتة 60% من استثمارات الصندوق السيادي وقد تنخفض هذه النسبة إلى 40% وتتوزع في أوروبا 60% وأمريكا وإفريقيا 35% وآسيا وأوقيانوسيا 5%.

بدأ صندوق التقاعد الحكومي النرويجي العالمي الاستثمار في السندات الأوروبية، وبناء على ذلك أضافت الحكومة النرويجية الأسهم الأوروبية إلى استثمارات الصندوق، ثم استهدف الصندوق الأسواق الناشئة من خلال الاستثمار في الأسهم

والسندات معاً بهدف تنويع القاعدة الاستثمارية للصندوق وتعزيز عوائده، حيث تم رفع نسبة الأسهم في المحفظة وبلغت نسبة استثمار الصندوق 60% وفي عام 2010 تم توسيع النشاط الاستثماري للصندوق ليشمل القطاع العقاري وفي عام 2012 أعلنت وزارة المالية عن خطط لخفض حصة الحيازات الأوروبية تدريجياً إلى نحو 40% من الأموال وزيادة الاستثمارات في الأسواق الناشئة إلى 10%، وفي عام 2021 أضاف الصندوق إلى استثماراته مجال البنية التحتية للطاقة المتجددة من خلال إعلانها عن أول استثمار لها في البنية التحتية للطاقة المتجددة حيث وقعت اتفاقية لشراء 50% من مزرعة الرياح بورسيل في هولندا، والشكل (1) يوضح أهداف الاستراتيجية الاستثمارية للصندوق الثروة السيادي العالمي النرويجي: 263(2023) ساخي.

الشكل (2) أهداف الاستراتيجية الاستثمارية للصندوق الثروة السيادي النرويجي



Source: EGIL Matsen, management of the government pension funds global, Norway

Bank, 3 May 2016, P11.

حيث يبين الشكل أن الاستثمار العالمي للصندوق يسمح بتحقيق عوائد أعلى وتوزيع المخاطر ومنع تآكل أصوله وحماية الثروات للأجيال القادمة، كما يتم استغلال خصائص الحجم الكبير والطويلة الأجل لاستثماراتها لتحقيق عوائد إضافية والتغلب على الظروف السلبية التي يمر بها الاقتصاد العالمي عادة.

ثانياً: تطور القيمة السوقية لاستثمارات صندوق التقاعد السيادي العالمي النرويجي

يوضح الجدول (1) التطور الكبير الذي شهدته القيمة السوقية لأصول صندوق التقاعد الحكومي العالمي النرويجي، والذي يتكون من الأسهم والدخل الثابت ونسبة أقل من العقارات بالإضافة إلى استثمارات البنية التحتية .

الجدول(1):تطور حجم وأصول صندوق التقاعد الحكومي العالمي للمدة(2004-2022) بالمليون دولار

السنة	أستثمارات الدخل الثابت	أستثمارات الأسهم	أستثمارات عقارية	أستثمارات البنى التحتية	القيمة السوقية
2004	97,794	68,679	-	-	166,473
2005	120,956	85,932	-	-	206,888
2006	169,815	116,231	-	-	286,046
2007	194,570	176,364	-	-	370,934
2008	163,735	161,222	-	-	324,957
2009	172,390	284,551	-	-	456,941
2010	204,076	325,293	-	-	529,369
2011	227,167	325,861	1,857	-	554,885
2012	261,411	419,717	4,513	-	685,641
2013	309,715	512,386	8,542	-	830,643
2014	313,355	530,088	14,195	-	857,638
2015	301,439	522,740	20,342	-	844,521
2016	299,369	551,012	22,151	-	872,532
2017	319,875	691,184	26,731	-	1,037,790
2018	292,497	632,528	28,411	-	953,436
2019	303,803	813,157	31,069	-	1,148,029
2020	314,786	927,998	31,898	-	1,274,682

1,399,312	1,620	35,329	1,006,823	355,540	2021
1,261,705	1,475	33,529	880,336	346,365	2022

المصدر: من اعداد الطلبة بالاعتماد على الموقع الرسمي لبنك إدارة الاستثمارات النرويجي المكلف بإدارة صندوق التقاعد الحكومي

[The fund's market value | Norges Bank Investment Management \(nbim.no\)](https://nbim.no)

حيث يتبين من الجدول(1) أن القيمة السوقية للصندوق النرويجي في زيادة مستمرة حيث ارتفع حجم الأصول من (166,473) مليون دولار عام 2004 إلى (370,934) مليون دولار عام 2007، وهذا يدل على أداء إيجابي لصندوق الثروة النرويجي إضافة الى نجاح ستراتيغيات الاستثمار المتبعة من قبل الصندوق، فيما شهد الصندوق انخفاضاً في حجم الأصول عام 2008 إلى (324,957) مليون دولار مقارنة بعام 2007 نتيجة أزمة الرهن العقاري التي أدت إلى انكماش الأسواق المالية وتراجع أسعار الأصول، ثم شهدت القيمة السوقية ارتفاع مستمر لتصل إلى أعلى قيمة لها بلغت (1,261,705) مليون دولار في العام 2022، حيث يقدر حجم الزيادة في حجم الأصول (1,095,232) مليون دولار خلال تسعة عشر سنة من نشاطه الاستثماري، مما يدل على أن الصندوق حافظ على أداء جيد نتيجة التحويلات الرأسمالية الكبيرة من وزارة المالية بسبب ارتفاع الإيرادات النفطية وهذا يدل على نجاح الصندوق في إدارة عائدات النفط النرويجي، وتجدر الإشارة إلى أن القيمة السوقية للصندوق تتأثر بعوائد الاستثمار وتدفقات رأس المال وتحركات أسعار الصرف، ويوزع صندوق التقاعد الحكومي النرويجي العالمي محفظته الاستثمارية بناءً على ما هو موضح في الجدول التالي:

الجدول(2):توزيع محفظة صندوق التقاعد الحكومي العالمي النرويجي للمدة(2004-2022)

السنة	الأسهم%	الدخل الثابت%	العقارات%	البنية التحتية للطاقات المتجددة%
2004	41.3	58.7	-	-
2005	41.5	58.5	-	-
2006	40.6	59.4	-	-
2007	47.4	52.6	-	-
2008	49.6	50.4	-	-

-	-	37.7	62.3	2009
-	-	38.6	61.4	2010
-	0.3	40.9	58.7	2011
-	0.7	38.1	61.2	2012
-	1	37.3	61.7	2013
-	1.7	36.5	61.8	2014
-	2.4	35.7	61.9	2015
-	2.5	34.3	63.2	2016
-	2.6	30.8	66.6	2017
-	3	30.7	66.3	2018
-	2.7	26.5	70.8	2019
-	2.5	24.7	72.8	2020
0.1	2.5	25.4	72	2021
2.6	0.1	27.5	69.8	2022

المصدر: من أعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول (2)

يتضح من الجدول (2) أن الأسهم تساهم بقوة في الأداء الإيجابي للصندوق السيادي النرويجي، ففي عام 2004 بلغت مساهمة الأسهم في القيمة السوقية للصندوق حوالي 41.3% وزادت هذه القيمة تدريجياً في السنوات التالية، وبحلول عام 2010 ارتفعت مساهمة الأسهم إلى 61.4% من قيمة الصندوق.

ثم شهد الصندوق السيادي النرويجي في عام 2011 انخفاض نسبة مساهمة الأسهم في الصندوق إلى 58.7% بسبب تراجع أداء أسواق الأسهم العالمية نتيجة الأزمة المالية العالمية (2008-2009) وأزمة الديون السيادية في المنطقة الأوروبية، مما دفع الصندوق إلى تغيير سياسته الاستثمارية من خلال زيادة استثماراته في الأصول البديلة مثل العقارات واتباع تنويع المحفظة والتحوط من المخاطر، لكن مساهمة الأسهم في الصندوق زادت سريعاً بعد أن تقرر زيادة التخصيص

الاستراتيجي للأسهم إلى 66.6% في عام 2017، لترتفع إلى 72.8% عام 2020 على الرغم من التقلبات كبيرة في أسواق الأسهم بسبب جائحة كوفيد-19 والانخفاض الحاد في أسعار الأسهم في الربع الأول من عام 2020، وجاء هذا الارتفاع في نسبة مساهمة الصندوق نتيجة قيام الصندوق بزيادة تخصيص الأسهم في محفظته للاستفادة من المشتريات الأسهم بأسعار مخفضة وتعظيم المكاسب عندما ترتفع الأسواق لاحقاً، إضافة إلى انخفاض قيمة العملة النرويجية (الكرونة) هذا العام مقابل العملات الأخرى، وأدى هذا الانخفاض في قيمة العملة إلى زيادة قيمة الأصول الأجنبية للصندوق بما في ذلك الأسهم استمرت مساهمة الأسهم في الارتفاع حتى عام 2021 حيث بلغت 72% وهذا يعكس الأداء القوي لسوق الأسهم العالمية خلال هذه الفترة.

وتأتي مساهمة الدخل الثابت في المرتبة الثانية في توزيع محفظة صندوق تقاعد الحكومة النرويجية، وتتناقص هذه المساهمة باستمرار من سنة إلى أخرى، حيث بلغت مساهمة الدخل الثابت في عام 2004 إلى 58.7% لتصبح عام 2010 إلى 38.6% لتصل إلى أدنى قيمة 24.7% عام 2020، ويرجع ذلك إلى الإستراتيجية التي يتبعها صندوق التقاعد الحكومي النرويجي لتركيز المزيد من الاستثمارات في الأسهم وإعادة توزيع استثماراته، وجاء هذا التحول بسبب انخفاض أسعار الفائدة العالمية، مما أدى إلى انخفاض مساهمة الدخل الثابت في إجمالي عوائد الصندوق، مما دفع الصندوق إلى البحث عن عوائد أفضل على المدى الطويل وتنويع المحفظة.

وفيما يتعلق بمساهمة القطاع العقاري في توزيع محفظة صندوق التقاعد الحكومي النرويجي العالمي، فقد تحرك صندوق التقاعد الحكومي النرويجي العالمي لتغيير استراتيجيته الاستثمارية في عام 2011 من خلال التوجه للاستثمار في قطاع جديد وهو القطاع العقاري، وذلك بتخصيص ما قيمته (1,857) مليون دولار في الجدول (1) موزعة على فرنسا والمملكة المتحدة على التوالي، وهذه القيمة شكلت ما نسبته 0.3% من إجمالي استثمارات صندوق التقاعد الحكومي العالمي النرويجي، واستمرت قيمة الاستثمارات الموجهة لقطاع العقارات بالزيادة، حيث ارتفعت هذه القيمة من (4,513) مليون دولار سنة 2012 إلى ما قيمته (26,731) مليون دولار سنة 2017 لتشكّل الاستثمارات الموجهة لقطاع العقارات مانسبته (2.6%) من إجمالي الاستثمارات في سنة (2017)، لتصل هذه القيمة سنة 2021 إلى (35,329) مليون دولار وهي أكبر قيمة وجهت إلى الاستثمار في قطاع العقارات، ويمكن تفسير ذلك بالتعافي الذي شهده القطاع العقاري الذي أدى إلى زيادة الطلب على الأصول العقارية كملاذ آمن، بعد الأزمة التي شهدتها هذا القطاع والمعروفة بأزمة الرهن العقاري عام 2007 والتي أدت إلى أزمة مالية عالمية عام 2008.

اقتصرت الاستثمارات العقارية على المنطقة الجغرافية لأوروبا من خلال الاستثمار في كل من فرنسا والمملكة المتحدة، وتوسعت هذه المناطق من سنة إلى أخرى لتشمل في عام 2017 معظم المناطق الجغرافية: أوروبا، آسيا، وأمريكا اللاتينية، الشرق الأوسط وأوقيانوسيا وأستراليا ونيوزيلندا، باستثناء المنطقة الجغرافية لأفريقيا التي تغيب عن استثمارات صندوق التقاعد السيادي الحكومي النرويجي في القطاع العقاري (ساخي 2023:265).

وفيما يتعلق بالاستثمار في البنية التحتية للطاقة المتجددة اتجه صندوق التقاعد الحكومي العالمي النرويجي الى تنويع استراتيجيه الاستثماريه وتوسيعتها عن طريق تخصيص 0.1% من المحفظه للاستثمار بالبنية التحتية للطاقة المتجددة ، من خلال التركيز على الطاقة الشمسية وطاقة الرياح بقيمة ماليه تقدر (1,620) مليون دولار عام 2021 والموجه للاستثمار بهولندا.

ثالثاً: عوائد أستثمارات صندوق التقاعد الحكومي العالمي النرويجي:

يستثمر صندوق التقاعد الحكومي العالمي في الأوراق المالية الدولية يتم قياس العوائد عمومًا بالعملة الدولية وهي مجموعة متراكمة من العملات في المؤشر المرجعي للصندوق للأسهم والسندات، وتتكون سلة العملات من 34 عملة في نهاية عام 2016 (NIBM 2016:16) ، ويسعى الصندوق للحصول على أعلى عائد على المدى الطويل مع مخاطر مقبول، وكما هو موضح في الجدول (3):

الجدول (3): العائد السنوي والمتراكم لصندوق الثروة السيادي حسب فئة الأصول للمدة (2004-2022)

السنة	استثمارات الأسهم %	استثمارات العقارات %	توظيفات الدخل الثابت %	البنية التحتية للطاقات المتجددة %	العائد السنوي %	العائد السنوي المتراكم %
2004	13	-	6.1	-	8.94	5.29
2005	22.49	-	3.82	-	11.09	6
2006	17.04	-	1.93	-	7.92	6.21
2007	6.82	-	2.96	-	4.26	6.02
2008	-40.71	-	-0.54	-	-23.31	2.94
2009	34.27	-	12.49	-	25.62	4.66
2010	13.34	-	4.11	-	9.62	5.04
2011	-8.84	-4.37	7.03	-	-2.54	4.48
2012	18.06	5.77	6.68	-	13.42	5.05

5.70	15.95	-	0.10	11.79	26.28	2013
5.81	7.58	-	6.88	10.42	7.90	2014
5.64	2.74	-	0.33	9.99	3.83	2015
5.70	6.92	-	4.32	0.78	8.72	2016
6.09	13.7	-	3.31	7.52	19.44	2017
5.47	-6.12	-	0.56	7.53	3.58	2018
6.09	19.95	-	7.56	6.84	26.20	2019
6.29	10.86	-	7.46	-0.08	12.14	2020
6.62	14.51	4.15	-1.94	13.64	20.76	2021
5.7	-14.41	5.12	-12.11	0.07	-15.36	2022

Source: NBIM, Government Pension Fund Global Annual Reports from 2004 to 2022.

يمكن تقسيم مراحل تطور العوائد الى مدد مختلفة كالتالي :

المدة الأولى 2004-2010: أن العائد السنوي لصندوق التقاعد الحكومي العالمي حقق في معظم سنوات هذه المدة صافي أرباح مضافة إلى أموال الصندوق، ففي عام 2004 نجد أن صندوق الثروة السيادية النرويجي حقق عائدا سنويا تراكميا يقدر بـ 5.29%، في حين قدر العائد السنوي بـ 8.94% وأن الجزء الأكبر من العائد المحقق في عام 2004 جاء من عوائد استثمارات الأسهم التي بلغت 13%، وقد شكلت مساهمة الأسهم هذا العام ما نسبته 41.3% من إجمالي استثمارات الصندوق بقيمة (68,679) مليون دولار، كما هومبين في الجدول (3)، وبالتالي فإن العائد المحقق من الأسهم يفوق العائد على السندات (استثمارات الدخل الثابت) الذي بلغ 6.1%.

واستمرت العوائد المتراكمة والسنوية في الارتفاع حتى العام 2008 الذي شهد أداءً سلبياً لصندوق الثروة السيادية النرويجي نتيجة الأزمة المالية العالمية، مما أدى إلى تراجع حاد في أسواق المال العالمية، وتراجع كل من الطلب العالمي والإنتاج الصناعي وانخفاض أسعار النفط، وكان لذلك تأثير سلبي على صندوق الثروة السيادية النرويجي أدى الى انخفاض العائد السنوي التراكمي إلى 2.94% وحقق الصندوق عائداً سنوياً سلبياً قدره -23.3%، حيث حققت محفظة الأسهم عائداً سلبياً قدره -40.71% فعلياً مقارنة بـ -19.93% كمؤشر مرجعي، في حين شكلت مساهمة الأسهم 49.6% من إجمالي

الاستثمارات بقيمة (161,222) مليون دولار، يقابلها عائد سلبي في محفظة الدخل الثابت يقدر بـ 0.52%- فعلي مقابل 6.08 كمؤشر مرجعي، ويعود الأداء الضعيف في المقام الأول إلى استثمارات محفظة الدخل الثابت التي أظهرت تنوعاً أقل مما كان متوقعاً (NBIM 2008:3).

مع بداية تعافي الاقتصاد من الازمة المالية العالمية حقق الصندوق العالمي النرويجي عوائد سنوية إيجابية لم يسجلها الصندوق طيلة نشاطه الاستثماري مقدارها (25.65% و 9.62%) على التوالي عامي 2009 و 2010.

المدة الثانية 2011-2016: شهدت هذه المدة تعديل الاستراتيجية الاستثمارية بأضافة الأصول العقارية الى محفظة الصندوق، حيث سجل الصندوق عائد سنوي سلبي عام 2011 مقداره 2.54%- مقابل 2.42%- كمؤشر مرجعي نتيجة لازمة الديون السيادية الأوروبية التي أدت الى تباطؤ اقتصادي وانخفاض في أسعار النفط والغاز، وانخفض عائد محفظة الأسهم المملوكة للصندوق 8.84%- بسبب تراجع أسهم المؤسسات المالية خاصة في أوروبا بسبب توقعات تباطؤ النمو الاقتصادي، ومن ناحية محفظة الدخل الثابت حققت عائد 7.03% مع ارتفاع أسعار السندات وشكلت السندات الحكومية 46.1% من استثمارات الدخل الثابت في الصندوق، أما من حيث محفظة الاستثمارات العقارية فقد حققت عائد سلبي 4.37%- راجع لحدثة استثمار الصندوق في هذا المجال، ليشهد الصندوق بعد ذلك تحسن في العوائد لتصل عام 2013 الى 15.95% وفي عام 2014 شهدت أسواق النفط أزمة تهاوي الأسعار حقق الصندوق خلالها عائداً سنوياً منخفضاً 7.58%.

المدة الثالثة 2017-2022: شهد الصندوق خلال هذه المدة تعديل آخر في الاستراتيجية الاستثمارية برفع وزن الاسهم الى 70% وتقليل السندات الى 30%، كما أضيفت استثمارات البنى التحتية الى المحفظة الاستثمارية عام 2021، حقق الصندوق عائداً سالباً عام 2018 بلغ 6.12%- نتيجة الانخفاض الحاد في أسواق الأسهم العالمية ليحقق الصندوق بعدها أكبر عائد سنوي قدر بـ 14.51% وعائد سنوي متراكم قدرة بـ 6.62% سنة 2021، والمتأثية من عوائد الاستثمار في الأسهم والعقارات والدخل الثابت والبنى التحتية والمقدرة 20.76% و 13.64% و 1.94%- و 4.15% على التوالي وفي هذه السنة زادت نسبة استثمارات الأسهم حيث أصبحت تشكل نسبة 72% من أجمالي استثمارات الصندوق بقيمة تقدر (1,006,823) مليون دولار.

وفي عام 2022 هو العام الذي يمكن اعتباره أسوأ عام لأداء صندوق الثروة السيادية النرويجي حقق الصندوق السيادي النرويجي عوائد سلبية، وأن العائد السنوي حقق خسائر تقدر بـ 14.41%- ناتجة عن العوائد السلبية المتحققة في الأسهم واستثمارات الدخل الثابت ونسبة 15.36%- و 12.11%- على التوالي، وترجع هذه النتائج السلبية إلى ارتفاع مستويات التضخم في اقتصادات معظم الدول وخاصة اقتصادات الدول الأوروبية ودول أمريكا الشمالية الناتجة عن الحرب الدائرة بين روسيا وأوكرانيا مما كان له أثر سلبي على أداء هذه الاقتصادات، بالإضافة الى الانعكاسات السلبية لازمة الطاقة على بقية القطاعات الاقتصادية، مما أدى إلى تراجع مؤشرات التداول في الأسواق المالية (Bache 2022:6)، وعلى الرغم من أن العائد كان سلبي إلا أن قيمة الصندوق بالكرونة النرويجية زادت خلال هذا العام كان ذلك بسبب انخفاض قيمة الكرونة مقابل العملات التي يستثمر فيها الصندوق، وادى ارتفاع أسعار مبيعات النفط والغاز الى تدفق راس مال الحكومة بقيمة صافية

قدرها (1.085) مليار كرونة بعد دفع رسوم الإدارة وهو أكبر تدفق سنوي منذ تأسيس الصندوق وتم أذخار رأس المال الجديد الى الصندوق بطريقة فعالة (NIBM 2020,8).

رابعاً: دور صندوق التقاعد الحكومي العالمي النرويجي في تحقيق النمو الاقتصادي

يلعب صندوق التقاعد الحكومي العالمي دوراً رئيسياً في النمو الاقتصادي في النرويج وفي التأثير على الاقتصاد العام، ويتجلى هذا الدور بطريقتين رئيسيتين: الأولى من خلال مساهمة الصندوق الفعلية في التغيرات التي تطرأ على أرقام ومؤشرات التنمية والنمو الاقتصادي في النرويج، والأخرى بشكل غير مباشر من خلال الحفاظ على الاستقرار الاقتصادي وامتصاص الصدمات التي تؤثر على الاقتصاد، ويُقاس النمو الاقتصادي بمجموعة من المؤشرات الكمية والنوعية والتي تعكس أداء الاقتصاد وقدرته على التوسع بالإضافة إلى تحسين مستوى معيشة السكان، ومن أبرز هذه المؤشرات: الناتج المحلي الإجمالي والدخل القومي ونصيب الفرد من الدخل القومي ومعدل البطالة وأجمالي تراكم رأس المال والجدول (4) يوضح ذلك:

السنة	الناتج المحلي الأجمالي بالاسعار الثابتة بالدولار الأمريكي لعام 2015	معدل نمو الناتج المحلي الأجمالي	أجمالي الدخل القو مي بالاسعار الثابتة بالدولار الأمريكي لعام 2015	معدل نمو أجمالي الدخل القومي	نصيب الفرد من اجمالي الدخل القومي بالاسعار الثابتة للدولار الامريكي لعام 2015	معدل نمو نصيب الفرد من أجمالي الدخل القومي	معدل البطالة من أجمالي القوى العاملة%	أجمالي تراكم رأس المال بالاسعار لثابتة للدولار الأمريكي لعام 2015	معدل نمو أجمالي تكوين رأس المال
2004	331,035	-	311,098	-	67.749	-	4.256	76.367	—
2005	339,924	%2.68	342,075	9.95%	73.989	9.21%	4.381	84.481	10.6%
2006	348,291	%2.46	363,622	6.29%	78.019	5.44%	3.399	94.258	11.5%
2007	358,440	%2.91	369,681	1.66%	78.502	0.61%	2.493	104.910	11.30%
2008	360,167	%0.48	391,501	5.90%	82.106	4.59%	2.55	105.492	0.55%

-14.17%	90.538	3.103	-9.74%	74.105	-8.59%	357,836	%-1.94	353,179	2009
3.23%	93.466	3.521	2.38%	75.872	3.66%	370,960	%0.78	355,959	2010
4.79%	97.950	3.215	3.25%	78.390	4.59%	388,020	%1.10	359,894	2011
3.78%	101.653	3.123	2.06%	79.959	3.41%	401,280	%2.71	369,676	2012
6.81%	108.577	3.423	-0.155%	79.835	1.05%	405,532	%1.01	373,433	2013
-0.94%	107.546	3.484	0.57%	80.297	1.72%	412,507	%2.04	381,081	2014
-2.84%	104.488	4.296	-2.98%	77.899	-2.01%	404,192	%1.85	388,159	2015

2.25%	106.841	4.679	-3.04%	75.526	-2.18%	395,345	%1.16	392,680	2016
3.71%	110.811	4.162	2.74%	77.599	3.57%	409,488	%2.46	402,355	2017
3.87%	115.104	3.8	3.91%	80.634	4.59%	428,323	%0.83	405,690	2018
4.74%	120.565	3.687	-3.30%	77.672	-3.02%	415,385	%1.12	410,249	2019
-3.19%	116.718	4.422	-6.63%	72.521	-6.08%	390,126	%-1.28	405,005	2020
-1.94%	114.451	4.369	15.81%	83.993	16.44%	454,263	%3.91	420,836	2021
8.01	123.620	3.233	25.01%	105.006	26.14%	573,031	%3.01	433,484	2022

--	--	--	--	--	--	--	--	--	--

جدول(4)المؤشرات الاقتصادية في النرويج من(2004-2022) بالمليون دولار

المصدر: من أعداد الباحث بالاستناد الموقع الالكتروني بيانات البنك الدولي [/https://data.worldbank.org](https://data.worldbank.org)

1. **الناتج المحلي الإجمالي:** شهد الاقتصاد النرويجي نموًا إيجابيًا في الناتج المحلي الإجمالي خلال المدة من 2004 - 2022، باستثناء بعض التقلبات التي تأثرت بتداعيات الأزمات العالمية، وبلغ متوسط معدل النمو السنوي خلال هذه المدة 1.72%، وهو معدل معتدل يعكس مرونة الاقتصاد النرويجي، وفي عام 2004 بلغ إجمالي الناتج المحلي الإجمالي حوالي (331,035) مليون دولار وارتفع الناتج المحلي الإجمالي ليصل إلى (360,167) مليون دولار بمعدل نمو بلغ 0.48% في عام 2008، في حين سجل الناتج المحلي الإجمالي انخفاضاً في عام 2009 حيث وصل إلى (353,179) مليون دولار بمعدل نمو سلبي بلغ -1.94% نتيجة الأزمة المالية العالمية والتي انعكس أثرها في انخفاض الناتج المحلي الإجمالي، اتخذت النرويج سلسلة من التدابير التحفيزية لمواجهة الأزمة المالية العالمية، مع التركيز على زيادة الإنفاق على البنية الأساسية، وتقديم تخفيضات ضريبية للشركات، وزيادة فرص العمل في القطاع العام، واستخدام عائدات الصندوق لمعالجة العجز الهيكلي غير النفطي (IMf 2010:4)، وشهد الاقتصاد النرويجي ارتفاعاً تدريجياً في الناتج المحلي الإجمالي مما يشير إلى تعافيه واستمر الناتج المحلي الإجمالي في الارتفاع، إلا أنه انخفض بشكل طفيف في عام 2020، مسجلاً معدل نمو سلبي بلغ -1.28%. ويعود ذلك إلى أزمة كوفيد-19 (انتشار فيروس كورونا)، التي أدخلت الاقتصاد العالمي في أزمة عميقة، حيث شهدت الأسواق المالية تقلبات كبيرة، مما دفع معظم دول العالم إلى مواجهة تقلبات أسواق المال (NBIM 2020,29). ليسجل بعدها الناتج المحلي الإجمالي أعلى قيمة له (433484) مليون دولار وبمعدل نمو 3.01% عام 2022 مما يشير إلى تعافي الاقتصاد النرويجي.

2. **أجمالي الدخل القومي:** ظل الدخل القومي الإجمالي في النرويج في تطور مستمر منذ عام 2004 حتى عام 2022 باستثناء بعض الانخفاضات الطفيفة، ففي عام 2004 بلغ الدخل القومي الإجمالي (311,098) مليون دولار واستمر في الارتفاع، وفي عام 2009 أنخفض الدخل القومي ليصبح (357,836) مليون دولار، بسبب الأزمة الاقتصادية (أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة) والتي أثرت على الاقتصاد العالمي وأدت إلى تراجع الطلب العالمي وانخفاض أسعار النفط والغاز مما أثرت على النرويج وعلى مختلف القطاعات الاقتصادية وأدت إلى انخفاض إجمالي دخلها وبمعدل نمو سالب بلغ -8.59%، ثم تعافى الاقتصاد النرويجي وبدأ الدخل القومي في الارتفاع ليصل إلى حوالي (412,507) مليون دولار في عام 2014 وبمعدل نمو بلغ 1.72% ثم انخفض بعدها بشكل طفيف عام 2015 ليصل إلى (192,404) وبمعدل نمو سالب -2.01%، واستمر في الانخفاض حتى عام 2016 حيث قدر إجمالي الدخل حوالي (395,345) مليون دولار وبمعدل نمو بلغ -2.18% ويمكن تبرير هذا الانخفاض بسبب الأزمة التجارية التي حدثت بين الصين والولايات المتحدة التي أثرت على الأسواق العالمية، إضافة إلى استمرار انخفاض أسعار النفط وتباطؤ الاقتصاد العالمي، وفي عامي 2019 و2020 أنخفض إجمالي الدخل القومي إلى (415,385) و(390,126) مليون دولار وبمعدل نمو سالب بلغ -3.02% و-6.08% على التوالي، ويفسر هذا الانخفاض بالأزمة الصحية العالمية وانتشار فيروس كورونا التي قوض الاقتصاد العالمي، مما أثر سلباً على أسعار النفط وأدى إلى تراجع كبير في كافة جوانب الاقتصاد العالمي، ثم ارتفع مرة أخرى ليصل إلى أعلى قيمة له عام 2022 لتصل إلى (573,031) مليون دولار وبمعدل نمو بلغ 26.14% ويرجع ذلك إلى انتعاش الاقتصاد العالمي بعد جائحة كورونا وزيادة الطلب العالمي على الطاقة نتيجة الغزو الروسي لأوكرانيا، مما أدى إلى ارتفاع أسعار الطاقة على مستوى العالم.

3. **نصيب الفرد من إجمالي الدخل القومي:** يتضح من الجدول أن نصيب الفرد من الدخل القومي الإجمالي ينمو بصورة تدريجية ويعاني من بعض التراجع لكنه سرعان ما يرتفع مرة أخرى، وفي عام 2004 وصل إلى (67.749) دولاراً واستمرت حصة الفرد من الدخل القومي النرويجي في الارتفاع حيث بلغت (82.106) دولاراً وبمعدل نمو وصل إلى 4.52% في عام 2008 ثم سجل انخفاضاً في عام 2009 وصل إلى (74,105) دولاراً وبمعدل نمو سالب وصل إلى -9.74% بسبب الآثار السلبية للأزمة المالية التي أدت إلى انخفاض نصيب الفرد من الدخل القومي، وفي عامي 2015 و2016، حقق الاقتصاد النرويجي معدل نمو سلبي وصل إلى -2.98% و -3.04% في حين بلغ نصيب الفرد من الدخل القومي (77,899) و (75,526) دولاراً بسبب أزمة انخفاض أسعار النفط ثم واصل الارتفاع تدريجياً ليصل إلى (80,634) دولاراً في عام 2018، وفي عامي 2019 و2020 انخفض نصيب الفرد من الدخل القومي النرويجي قليلاً حيث وصل إلى (77,672) و (72,521) دولاراً وبمعدل نمو سالب -3.30% و -6.63% نتيجة تراجع إيرادات القطاع النفطي بسبب تراجع الأسعار والطلب العالمي مما أثر على نصيب الفرد من الدخل القومي، إضافة إلى تفشي فيروس كورونا مما أدى إلى أزمة اقتصادية، ثم سجل الدخل القومي النرويجي ارتفاعاً ملحوظاً في العام 2022 ليصل إلى (105.006) دولاراً في حين سجل أعلى معدل نمو لنصيب الفرد من الدخل القومي بلغ 25.01% نتيجة ارتفاع أسعار النفط وانتعاش الاقتصاد العالمي بالإضافة إلى ارتفاع معدلات التوظيف وانخفاض معدلات البطالة.

4. **معدل البطالة:** تتراوح معدلات البطالة عادة بين 4% و 3%، وتختلف هذه المعدلات حسب الظروف الاقتصادية العالمية والمحلية، ففي عام 2004 بلغت معدلات البطالة (4.2%) ثم بدأت في الانخفاض حتى وصلت إلى أدنى مستوياتها في عام 2008 وهي نسبة (2.5%) ويمكن تفسير ذلك نتيجة لارتفاع معدلات النمو الاقتصادي وارتفاع أسعار النفط بالإضافة إلى السياسات الحكومية الداعمة للتوظيف ساهمت هذه العوامل في خفض معدلات البطالة في تلك الفترة، ثم استمرت معدلات البطالة في التذبذب حتى وصلت إلى أعلى مستوياتها في عام 2020، حيث وصلت إلى (4.4%) نتيجة لجائحة كوفيد-19 مما أدى إلى توقف العديد من الأنشطة الاقتصادية حيث قامت العديد من الشركات بتخفيض عدد العاملين لمواجهة التحديات مما أدى إلى خسارة العديد من الوظائف واستمرت في التقلب حتى وصلت إلى 3.2% في عام 2022.

5. **إجمالي تراكم رأس المال:** شهد إجمالي تراكم رأس المال تطور مستمر منذ عام 2004-2022 باستثناء بعض الانخفاضات القليلة، ففي عام 2004 بلغ إجمالي تراكم رأس (76.367) مليون دولار وفي عامي 2006 و2007 بلغ إجمالي تراكم الرأسمالي (94.258) و (104.910) مليون دولار في حين حقق أعلى معدل نمو بلغ (11.5%) و (11.30%) على التوالي نتيجة النمو الاقتصادي والأداء القوي الذي شهدته النرويج والأداء الجيد للقطاعات الرئيسية مثل النفط والغاز والصناعات التحويلية، وبعد ذلك انخفض معدل نمو إجمالي تراكم رأس المال وأصبح معدل النمو سالباً في عام 2009 نتيجة الأزمة الاقتصادية، ليصل إلى (-14.17%) في حين بلغ إجمالي تكوين رأس المال النرويجي (90.538) مليون دولار بعدها عاود التعافي بالتدريج، وتميزت الفترة ما بين عامي 2014 و2015 بتباطؤ وتيرة نمو تراكم رأس المال الثابت وتراجع إجمالي تكوين رأس المال النرويجي إلى (107.546) و (104.488) مليون دولار على التوالي نتيجة التباطؤ الاقتصادي الذي شهدته النرويج خلال تلك الفترة، حيث شهدت أسعار النفط تراجعاً كبيراً مما أثر على الاستثمارات في قطاع الطاقة حيث بلغ معدل نمو إجمالي تراكم رأس المال (-0.94%) و (-2.84%) على التوالي، ثم استمر إجمالي تراكم رأس المال في النمو بمعدلات

متفاوتة حتى وصل إلى (120.565) مليون دولار وبمعدل نمو (4.74%) في عام 2019، وبعدها أنخفض ليبلغ سنة 2020 (116.718) مليون دولار وبمعدل نمو سالب بلغ 3.19-% نتيجة انتشار فايروس كورونا التي أثرت سلباً على أسعار النفط ليسجل زيادة ملحوظة سنة 2022 ليصل إلى (123.620) مليون دولار وبمعدل نمو مرتفع بلغ 8.01% مما يدل على تعافي الاقتصاد النرويجي بعد جائحة كورونا.

خامساً: تحليل نسبة مساهمة حجم الصندوق إلى إجمالي الدخل القومي وإجمالي تراكم رأس المال:

1. تحليل نسبة مساهمة الصندوق النرويجي إلى إجمالي الدخل القومي:

من الجدول (5) الذي يوضح نسبة مساهمة الصندوق السيادي النرويجي إلى الدخل القومي الإجمالي في النرويج، ويمكن ملاحظة النسب من عام 2004 حتى عام 2022 نلاحظ أن الصندوق لديه نسبة مساهمة مستمرة ومتزايدة بالارتفاع ، ففي عام 2004 بلغت نسبة مساهمة الصندوق النرويجي في الدخل القومي الإجمالي (53%) وأرتفعت هذه النسبة عام 2007 وسجلت (100%)، ثم عاودت الانخفاض عام 2008 إلى (83%)، لتصل إلى أعلى مستوى لها عام 2020 حيث بلغت نسبة حجم الصندوق إلى الدخل القومي الإجمالي (326%) ، وهذا يعني أن حجم الصندوق يعادل 3.26 أضعاف الدخل القومي، وهذا يدل على تراكم الفوائض السنوية واستثمارها، إضافة إلى قدرة الدولة على إدارة الأصول وتطويرها، وأن الدولة تمتلك أصولاً كبيرة مقارنة بإنتاجها، وهذه النسبة توفر قدراً أكبر من الأمن الاقتصادي في مواجهة الأزمات الاقتصادية إضافة للاستقرار المالي.

جدول (5) نسبة مساهمة حجم الصندوق النرويجي إلى إجمالي الدخل القومي للمدة (2000-2022)

السنة	حجم رصيد الصندوق في النرويج (مليون دولار)	إجمالي الدخل القومي بالسعر الثابت بالدولار الأمريكي لعام 2015 (مليون دولار)	نسبة حجم الصندوق إلى إجمالي الدخل القومي في النرويج %
2004	166,473	311,098	53
2005	206,888	342,075	60
2006	286,046	363,622	78
2007	370,934	369,681	100
2008	324,957	391,501	83
2009	456.941	357,836	127

142	370,960	529,369	2010
143	388,020	554,885	2011
179	401,280	685,641	2012
204	405,532	830,641	2013
207	412,507	857,638	2014
208	404,192	844,521	2015
220	395,345	872,532	2016
253	409,488	1,037,790	2017
222	428,323	953,436	2018
276	415,385	1,148,029	2019
326	390,126	1,274,682	2020
308	454,263	1,399,312	2021
220	573,031	1,261,705	2022

المصدر: من أعداد الباحث بالاستناد الموقع الالكتروني بيانات البنك الدولي [/https://data.worldbank.org](https://data.worldbank.org)

2. تحليل نسبة مساهمة الصندوق السيادي الى إجمالي تكوين رأس مال:

أن تحليل نسبة مساهمة الصندوق السيادي الى إجمالي تكوين رأس مال يعتبر مؤشراً مهماً عن مدى الكفاءة في إدارة الأصول ومدى نجاح استراتيجيات الاستثمار ، يتضح من بيانات الجدول (5) ارتفاع نسبة مساهمة الصندوق السيادي النرويجي الى إجمالي تكوين رأس المال خلال المدة 2004-2007 ، حيث بلغت نسبة مساهمة الصندوق النرويجي الى إجمالي تكوين رأس المال (217%) عام 2004 واستمرت هذه النسبة في الارتفاع لتصل الى (353%) سنة 2007 وان ارتفاع نسبة حجم الصندوق الى إجمالي تكوين رأس مال يعزى لعدة عوامل أهمها النمو الاقتصادي الذي شهدت النرويج خلال تلك الفترة، وارتفاع أسعار النفط أدى الى زيادة الإيرادات الحكومية، ومن ثم استثمار جزء كبير من هذه الإيرادات في صندوق الثروة النرويجي مما ساهم في زيادة إجمالي تكوين رأس المال، ثم انخفضت نسبة مساهمة الصندوق النرويجي الى

أجمالي تكوين راس مال الى(308%) سنة 2008 وان هذا الانخفاض نتيجة الأزمة المالية العالمية التي أصابت الاقتصاد العالمي مما أدت الى ركود اقتصادي أثر سلباً على قيمة الأصول بالإضافة الى انخفاض اسعار النفط وتراجع الإيرادات النفطية وعائدات الصندوق، أما المدة من 2009-2017 فقد شهدت ارتفاع نسبة حجم الصندوق الى إجمالي تكوين راس مال حيث بلغت هذه النسبة (504%) سنة 2009 واستمرت بالارتفاع لتصل الى (936%) سنة 2017 وهذا يشير الى التعافي الذي شهده الاقتصاد العالمي بعد الأزمة المالية العالمية واستراتيجيات الاستثمار الفعالة التي أتبعها الصندوق النرويجي لتنويع محفظة الاستثمارية وتوسيع أسثماراته في الأسواق الناشئة مما أدى الى زيادة العوائد الصندوق النرويجي بالتالي زيادة إجمالي تكوين راس مال، وانخفضت نسبة حجم الصندوق النرويجي الى إجمالي تراكم راس المال سنة 2018 الى (828%) نتيجة التقلبات الكبيرة التي شهدتها الأسواق المالية أهمها تصاعد التوترات التجارية بين الولايات المتحدة والصين مما سبب تقلبات كبيرة في سوق الأسهم، بالإضافة الى أن هذا العام شهد تقلبات كبيرة في أسعار النفط، بالإضافة ارتفاع أسعار الفائدة نتيجة قيام الفيدرالي الأمريكي برفع أسعار الفائدة مما أدى الى تقبات في أسواق السندات والأسهم، بعدها ارتفع نسبة حجم صندوق الى إجمالي تراكم راس المال وصل الى أعلى مستوى له عام 2021 حيث بلغ (1222%) نتيجة العوائد الايجابية التي حققها الصندوق في هذا العام نتيجة تعافي الاقتصاد العالمي من جائحة كورونا.

الجدول(5) نسبة حجم الصندوق النرويجي الى إجمالي تراكم راس المال

السنة	حجم رصيد الصندوق في النرويج(مليون دولار)	إجمالي اتراكم راس المال 2015(مليون دولار)	نسبة حجم الصندوق الى إجمالي الدخل القومي في النرويج %
2004	166,473	76367.59	217
2005	206,888	84481.51	244
2006	286,046	94258.96	303
2007	370,934	104910.03	353
2008	324,957	105492.24	308
2009	456.941	90538.18	504
2010	529,369	93466.32	566
2011	554,885	97950.11	566

674	101653.16	685,641	2012
765	108577.61	830,641	2013
797	107546.76	857,638	2014
808	104488.04	844,521	2015
816	106841.41	872,532	2016
936	110811.69	1,037,790	2017
828	115104.26	953,436	2018
952	120565.21	1,148,029	2019
1092	116718.56	1,274,682	2020
1222	114451.87	1,399,312	2021
1020	123620.95	1,261,705	2022

المصدر: من أعداد الباحث بالاستناد الموقع الالكتروني بيانات البنك الدولي [/https://data.worldbank.org](https://data.worldbank.org)

الاستنتاجات

1. صناديق الثروة السيادية ليست ظاهرة جديدة على الساحة الدولية، وتعتبر أدوات استراتيجية لإدارة الفوائض المالية، لا سيما في الدول الغنية بالموارد الطبيعية كالنفط، إذ تُسهم في تحقيق الاستقرار الاقتصادي وحماية الثروة للأجيال القادمة.
2. يعتبر صندوق معاشات الحكومة النرويجية العالمي من أكبر صناديق الثروة السيادية في العالم من حيث الأصول التي يمتلكها، وقد شهدت هذه الأصول نموًا مستمرًا من عام لآخر، حيث سجلت قيمة سوقية تُقدَّر (1,261,705) بمليون دولار أمريكي في عام 2022.
3. يتبنى صندوق التقاعد الحكومي العالمي سياسة استثمارية متنوعة من خلال تنويع محفظته الاستثمارية عبر الأسهم والسندات والعقارات والبنية التحتية، مما يقلل المخاطر ويزيد العوائد.
4. حققت الاستثمارات في الأسهم أداءً قويا مقارنة بفئات الأصول الأخرى، مما يعكس أهمية التركيز على الأسواق المالية العالمية.

5. إن صندوق التقاعد العالمي النرويجي له تأثير إيجابي على النمو الاقتصادي من خلال تمويل المعاشات التقاعدية، مما يزيد من الطلب المحلي، والذي بدوره يشجع على زيادة الناتج المحلي الإجمالي، وبالتالي ارتفاع مستويات الدخل.
6. ساهم الصندوق في زيادة الدخل القومي النرويجي والناتج المحلي الإجمالي، وخفض معدلات البطالة وزيادة تراكم رأس المال، وارتفعت مساهمة الصندوق في الدخل القومي وأجمالي تكوين رأس المال، مما يعكس قدرته على إدارة الأصول وتعزيز النمو الاقتصادي.
7. واجه الصندوق تحديات كبيرة خلال الأزمات العالمية (مثل أزمة 2008 وجائحة كوفيد-19)، لكنه تمكن من التعافي بسرعة بفضل استراتيجياته الاستثمارية المرنة.
8. يتبنى صندوق التقاعد الحكومي العالمي سياسة استثمارية متنوعة من خلال تنويع محفظة الاستثمارية بين الأسهم والسندات والعقارات والبنية التحتية مما قلل من المخاطر وزاد من العوائد.

التوصيات

1. يتطلب بناء صندوق ثروة سيادي وجود هيكل مؤسسي قوي يحدد بوضوح المسؤوليات وأدوات الرقابة.
2. تعتبر التجربة النرويجية من أنجح التجارب العالمية في إدارة الموارد النفطية، وهو ما يمكن الدول العربية من الاستفادة من هذه التجارب من خلال تبني إرادة سياسية صادقة وقوية بهدف وضع سياسات نفطية يمكن من خلالها استغلال عائدات النفط وعدم الاقتصاد على استخراج النفط فقط، بل تعظيم القيمة المضافة للنفط الخام من خلال استثمار الفوائض النفطية.
3. ضرورة الفصل بين القطاع الحقيقي والقطاع النفطي، على أن يكون تمويل أحدهما منفصل عن الآخر.

المصادر

أولاً: المصادر العربية:

1. العقريب، كمال. 2014. "تقييم واقع ودور صناديق الثروة السيادية في تحقيق الاستقرار في الاقتصاد العالمي". *مجلة الاقتصاد الجديد* 1 (10): 115-36.
2. القاسم، فاروق. 2010. *النموذج النرويجي (إدارة المصادر البترولية)*. الكويت: سلسلة عالم المعرفة، العدد 373، سلسلة كتب ثقافية شهرية يصدرها المجلس الوطني للثقافة والفنون والآداب.
3. الموسوي، واثق. 2015. *الاستقرار الاقتصادي (الصناديق السيادية، الربيع، الموازنة العامة، السوق)*، ج1. دار الايام. عمان.
4. حمزة، عبد المهدي رحيم، باسمة نياز، محسن، عباس جليل حسن. 2020. "تأثير الصناديق السيادية في مواجهة الصدمات النفطية (دراسة تحليلية للصناديق السعودية للفترة 2008-2018)". *المجلة العراقية للعلوم الادارية* 16 (63): 213-37.
5. دهان، محمد، محمد بوشريبة، محمد الصالح قريشي. 2019. "أهمية صناديق الثروة السيادية في الاقتصاديات الحديثة". *مجلة العلوم الانسانية لجامعة أم البواقي* 6 (1): 346.
6. ساخي، بوبكر. 2023. "استراتيجيات استثمار صناديق الثروة السيادية -صندوق التقاعد الحكومي النرويجي أنموذجاً". *مجلة*

دراسات اقتصادية 23 (1): 251-75.

7. صالح, أحمد ماهر شمس الدين. 2024. "صناديق الثروة السيادية." *مجلة البحوث والدراسات الأفريقية* 8(1).
8. صوان, أحمد عمر. 2017. "الإستراتيجية الاستثمارية للصناديق السيادية: دراسة اقتصادية شرعية على الصناديق السيادية في الدول العربية." *مجلة ريادة الأعمال الإسلامية* 387 (5737): 1-21.
9. عكاش, مسيفة. 2020. "استثمارات صناديق الثروة السيادية للدول العربية ودورها في تحقيق الاقرار المالي للاقتصاديات المحلية: دراسة مقارنة بين الجزائر-السعودية والامارات، أطروحة دكتوراة." *جامعة الجزائر* 3.
10. علي, رضا عبد السلام. 2008. *اقتصاديات استثمار الفوائض النفطية دراسة تطبيقية على المملكة العربية السعودية*. الامارات العربية المتحدة: مركز الامارات العربية للدراسات والبحوث.
11. قدي, عبد المجيد. 2009. "الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة." *مجلة اقتصاديات شمال أفريقيا* 5 (6): 1-16.
12. مبروك, شريف شعبان. 2009. "صناديق الثروة السيادية بين التحديات الغربية والافاق الخليجية." *مركز الامارات للدراسات والبحوث*. no. 146 ,

ثانياً: المراجع الأجنبية

1. **Adomako-kwaky, Chris.** 2023. "Does Ghana, A Developing Resource-Rich Country, Need Sovereign Wealth Funds? A Case Study of Ghana's Sovereign Wealth Funds." *Journal of Law, Policy and Globalization* 130 (April): 0–10. <https://doi.org/10.7176/jlpg/130-01>.
2. **Al-Hassan, Abdullah, Michael G. Papaioannou, Martin Skancke, and Cheng Chih Sung.** 2013. *Sovereign Wealth Funds: Aspects of Governance Structures and Investment Management*. International Monetary Fund.
3. **Antolin, Pablo, and J. E. L. Classification C.** 2008. "OECD Working Papers on Insurance Pension Fund Performance," no. 20. . <https://doi.org/10.1787/243287223503>.
4. **Bache, Ida Wolden.** 2022. "Monetary Policy Report with Financial Stability Assessment 2/22."
5. **Bahgat, Gawdat.** 2010. "Sovereign Wealth Funds: An Assessment." *Global Policy* 1 (2): 162–71. <https://doi.org/10.1111/j.1758-5899.2010.00008.x>.
6. **Balin, Bryan J.** 2008. "Sovereign Wealth Funds: A Critical Analysis." *SSRN Electronic Journal*, 1–17. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1477725>.

7. **Cheraghlou, Amin Mohseni.** 2017. "Patterns and Trends in Sovereign Wealth Fund Investments: A Post-Crisis Descriptive Analysis." *Iranian Economic Review* 21 (4): 725–63.
8. **IMf.** 2010. "Norway: Staff Report for the 2009 Article IV Consultation." Washington, D.C.
9. **Jory, Surendranath R., Mark J. Perry, and Thomas A. Hemphill.** 2010. "The Role of Sovereign Wealth Funds in Global Financial Intermediation." *Thunderbird International Business Review* 52 (6): 589–604. <https://doi.org/10.1002/tie>.
10. **Martin, Michael F.** 2010. *China's Sovereign Wealth Fund: Developments and Policy Implications*. DIANE Publishing.
11. **Naama, S. A. H., and H. Z. Jasim.** 2020. "Iraq's Sovereign Wealth Fund Is An Economic Necessity For Sustainable Development." *Multicultural Education* 6 (1): 9–18. <https://doi.org/10.5281/zenodo.3708071>.
12. **NBIM.** 2008. "Government Pension Fund Global, Annual Report 2008." <https://www.nbim.no/en/news-and-insights/reports/2008/annual-report-2008/>.
13. **NIBM.** 2016. "Government Pension Fund Global Annual Report 2016."
14. **NIBM.** 2020. "Government Pension Fund Global." *Norges Bank Investment Global*.
15. **Sharma, Rajiv.** 2017. "Sovereign Wealth Funds Investment in Sustainable Development Sectors." *Global Projects Center—Stanford University*, 1–25. <https://doi.org/10.5937/ekonomika1804119c>.
16. **Velayutham, Sivakumar, and Rashedul Hasan.** 2021. "Sovereign Wealth Funds and Corporate Social Responsibility: A Comparison of Norway's Government Pension Fund Global and Abu Dhabi Fund for Development." *Public Administration and Policy* 24 (2): 139–51. <https://doi.org/10.1108/PAP-08-2020-0037>.
17. **Weiss, Martin A.** 2008. "Sovereign Wealth Funds: Background and Policy Issues for Congress."