

أثر العوائد المالية والمخاطر على إنشاء صناديق الثروات السيادية

**The Impact of Financial Revenue & Risks on  
The Creation of Sovereign Wealth Funds**

إعداد  
زكي عبد السلام الكوبري

إشراف  
الأستاذ الدكتور قحطان السامرائي

قدمت هذه الأطروحة استكمالاً لمتطلبات منح درجة دكتوراه الفلسفة في التمويل  
كلية الأعمال - قسم التمويل والمصارف

كلية الأعمال  
جامعة عمان العربية

2011

## التفويض

أنا زكي عبد السلام الكوبري أفوض جامعة عمان العربية بتزويد نسخ من أطروحتي للمكتبات أو المؤسسات أو الهيئات أو الأشخاص عند طلبها.

الاسم: زكي عبد السلام الكوبري

التوقيع:



التاريخ: 2012/3/5

## قرار لجنة المناقشة

نوقشت هذه الأطروحة وعنوانها اثر العوائد المالية والمخاطر على إنشاء صناديق الثروة السيادية  
وأجيزت بتاريخ 2011/12/11

التوقيع  
  
  
  


### أعضاء لجنة المناقشة:

الأستاذ الدكتور مهند الروسان

رئيساً

الأستاذ الدكتور ناظم الشمري

عضواً

الدكتور أرشد التميمي

عضواً

الأستاذ الدكتور قحطان السامرائي

عضواً ومشرفاً

## شكر وتقدير

يسعدني وقد انتهيت من إعداد هذه الرسالة بأن أتقدم بالشكر وعظيم الامتنان إلى الأستاذ الدكتور قحطان السامرائي الذي أشرف على هذه الرسالة لما قدمه من توجيه وإرشاد أثناء إعداد هذه الرسالة وحرصه على الإجابة عن استفساراتي، وتنسيق الرسالة حتى خرجت بهذا الشكل.

كما أود أن أتوجه بالشكر إلى أعضاء لجنة المشاركة المكونة من:

الأستاذ الدكتور: مهند الروسان

الأستاذ الدكتور: قحطان السامرائي

الأستاذ الدكتور: ناظم أشمري

الدكتور: ارشد التميمي

على ما بذلوه من جهد في دراسة وتقويم هذه الدراسة ولا يفوتني أن اشكر أيضا عميد كلية الأعمال في جامعة عمان العربية الأستاذ الدكتور مهند الروسان وأعضاء الهيئة التدريسية الذين قدموا لي المعرفة خلال سنوات دراستي.

كما أتقدم بجزيل الشكر والامتنان إلى الأستاذ الدكتور شوقي جواد والدكتور عماد مسعود في جامعة عمان العربية اللذين قدما لي الدعم المتواصل في تقييم الاستبانات والتحليل والتعديل عليها وأخيرا أتقدم بالشكر إلى جميع الذين ساعدوني من أجل إخراج هذه الرسالة إلى حيز الوجود.

## الإهداء

إلى روح..... والدي ووالدي..... رحمهما الله...  
إلى روح..... د. محمد وهيب جمال العلمي ... رحمه الله...  
إلى من تقف الأقلام عاجزة عن وصفها ... وتتمرد السطور إلا لمدها... إلى من تذوب في حروف اسمها  
معاني الدفء والحنان.... زوجتي...  
إلى زينة حياتي وفرحتي.... أبنائي وبناتي....  
إلى من يسكنون القلب ... محبتي لكم تسري في دمي... انتم الزاد الطيب المليء بالخير الذي اجله لكم  
دائماً... أهل زوجتي... أصدقائي...

## فهرس المحتويات

ب	التفويض	.....
ج	قرار لجنة المناقشة	.....
د	شكر وتقدير	.....
هـ	الإهداء	.....
و	فهرس المحتويات	.....
ز	قائمة الجداول	.....
ط	قائمة الملاحق	.....
ي	قائمة الأشكال	.....
ك	ملخص	.....
ل	Abstract	.....
1	الفصل الأول المدخل إلى الدراسة	.....
1	مقدمة:	.....
4	مشكلة الدراسة:	.....
5	فرضيات الدراسة:	.....
16	أهمية الدراسة:	.....
18	الفصل الثاني الإطار النظري والدراسات ذات الصلة	.....
63	الدراسات السابقة:	.....
75	الفصل الثالث الطريقة والإجراءات	.....
75	منهجية الدراسة	.....
75	مجتمع الدراسة:	.....
88	الفصل الرابع نتائج الدراسة	.....
122	الفصل الخامس مناقشة النتائج والتوصيات	.....
122	نتائج الدراسة:	.....
126	التوصيات:	.....
128	قائمة المراجع	.....
134	-الملاحق	.....

## قائمة الجداول

رقم الجدول	المحتوى	الصفحة
1	حجم استثمارات صناديق الثروة السيادية لدول مجلس التعاون الخليجي للعام 2008	32
2	صناديق الثروة السيادية لباقي دول العالم للعام 2008.	33
3	أصول بعض صناديق الثروة السيادية الخليجية بعد الأزمة العالمية للعام 2009.	45
4	أهم صناديق الثروة السيادية في دول الخليج العربية حتى عام 2007	71
5	الفائض الاحتياطي في آسيا الناشئة والاقتصاديات المصدرة للنفط	81
6	تخصيص احتياطات العمليات الأجنبية في صناديق الثروة السيادية	82
7	تدفقات رؤوس الأموال الإضافية للاحتياطات لإعادة التخصيص نحو صناديق الثروة السيادية	84
8	الاستبانات الموزعة والمستردة من وحدة التحليل.	109
9	قيم معامل الثبات لأداة الدراسة.	113
10	التوزيع الطبيعي لجميع متغيرات الدراسة.	115
11	مجموع رأس مال صندوق الثروة السيادية.	120
12	الوظيفية الحالية لمعبي الاستبانة.	121
13	العمر لمعبي الاستبانة.	121
14	المستوى التعليمي لمعبي الاستبانة.	122
15	المؤهل العلمي لعينة الدراسة.	122
16	المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية ومستوى الموافقة لإجابات عينة الدراسة عن المخاطر الاقتصادية.	124
17	المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية ومستوى الموافقة لإجابات أفراد الدراسة عن المخاطر السياسية.	127
18	المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية ومستوى الموافقة لإجابات عينة الدراسة عن المخاطر التشريعية.	128
19	المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية ومستوى الموافقة لإجابات عينة الدراسة عن المخاطر الإدارية.	130
20	المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية ومستوى الموافقة لإجابات عينة الدراسة عن المخاطر الديمغرافية.	132
21	المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية ومستوى الموافقة لإجابات عينة الدراسة عن تدفقات رأس المال.	135
22	المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية ومستوى الموافقة لإجابات أفراد عينة الدراسة عن الاحتياطي الأجنبي.	137
23	المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية ومستوى الموافقة لإجابات عينة الدراسة عن الإطار القانوني.	138

140	المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية ومستوى الموافقة لإجابات عينة أفراد الدراسة عن الإطار المؤسسي.	24
142	المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية ومستوى الموافقة لإجابات عينة الدراسة عن إطار الاستثمار وإدارة المخاطر.	25
144	نتائج تحليل الانحدار لبيان تأثير المخاطر على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة.	26
145	نتائج اختبار الانحدار البسيط للمخاطر الاقتصادية على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة.	27
147	نتائج اختبار الانحدار البسيط للمخاطر السياسية على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة.	28
148	نتائج اختبار الانحدار البسيط للمخاطر التشريعية على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة.	29
149	نتائج اختبار الانحدار البسيط للمخاطر البيئية الإدارية على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة.	30
150	نتائج اختبار الانحدار البسيط للمخاطر الديمغرافية على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة.	31
151	نتائج تحليل الانحدار البسيط لبيان تأثير العوائد المالية على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة.	32
152	نتائج اختبار الانحدار البسيط لتأثير تدفقات رأس المال على صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة.	33
153	نتائج اختبار الانحدار البسيط لتأثير الاحتياطات الأجنبية على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة.	34
154	نتائج اختبار الانحدار البسيط لتأثير أسعار الأصول الأجنبية على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة.	35
155	نتائج تحليل الانحدار لبيان تأثير المخاطر على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة على الإطار القانوني.	36
157	نتائج تحليل الانحدار لبيان تأثير المخاطر على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة على الإطار المؤسسي.	37
159	نتائج تحليل الانحدار لبيان تأثير العوائد المالية على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة على الإطار القانوني.	38
161	نتائج تحليل الانحدار لبيان تأثير العوائد المالية على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة على الإطار المؤسسي.	39
162	نتائج تحليل الانحدار لبيان تأثير العوائد المالية على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة على إطار الاستثمار.	40



## قائمة الملحق

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
168	عدد صناديق الثروة السيادية	1
169	أسماء صناديق السيادية	2
170	أسماء السادة محكمي الاستبانة	3

## قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
10	نموذج الدراسة	1
183	Correlation of Sector returns with Oil Prices	2
189	Share of Oil Company stocks in total Market Capitalization	3

## ملخص

أثر العوائد المالية والمخاطر على إنشاء صناديق الثروة السيادية

إعداد

زكي عبد السلام الكوبري

إشراف

أ.د. قحطان السامرائي

هدفت هذه الدراسة إلى بيان أثر العوائد المالية والمخاطر على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة. وتم اختبار عينة الدراسة بتحديد عدد صناديق الثروة السيادية في دولة الإمارات العربية المتحدة وعددها سبعة صناديق بالإضافة إلى تحديد عدد الموظفين في كل صندوق وعددهم مائة وواحد وثمانون موظفاً، أي ما نسبته 100% من مجتمع الدراسة للعام 2009 ولتحقيق أهداف الدراسة والإجابة عن أسئلتها فقد تم استخدام:

- التكرارات، النسب المتدنية لوصف أفراد مجتمع الدراسة وفقاً لخصائصها.
- المتوسطات الحسابية، الانحرافات المعيارية للحكم على استجابة عينة الدراسة على متغيرات الدراسة.
- اختبار الانحدار البسيط والمتعدد لقياس تأثير العلاقة بين أكثر من متغير مستقل والمتغير التابع.

وخلصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج المهمة، من أبرزها وجود علاقة ذات دلالة إحصائية للمخاطر الاقتصادية والسياسية والتشريعية والإدارية والديمقراطية على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة. كذلك خلصت الدراسة على أنه يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لتدفقات رأس المال والاحتياجات الأجنبية وأسعار الأصول الأجنبية على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة.

وأوصت الدراسة بما يلي:

- 1- الدعوة إلى إنشاء صناديق ثروة سيادية لشراء حصص في الشركات المعرضة إلى الانهيار من أجل حمايتها ومنعاً من أن تؤول بعض أصولها إلى صناديق سيادية لدول أجنبية.
- 2- دعوة صناديق الثروة السيادية لإعداد دراسات تحليلية قطرية، ودراسة كل قطاع من القطاعات الاقتصادية على حدة لفترة لا تقل عن خمس سنوات حتى تكون هناك نتائج عملية مبنية على فترة زمنية معقولة يمكن القياس عليها وتحليل نتائج الاستثمار وأثاره على اقتصاديات هذه الدول.
- 3- أن تعزز صناديق الثروة السيادية استثماراتها الأجنبية على قطاعات تعزز استراتيجيات النمو الاقتصادي المحلي من خلال نقل المعرفة والاستثمارات الأجنبية المباشرة.
- 4- زيادة الاهتمام بمستوى الشفافية من خلال مراعاة موثيق سلامة الحوكمة ومراجعة الحسابات عن طريق شركات خاصة حسنة السمعة وملزمة بالمعايير الدولية.
- 5- العمل على تحسين أداء السياسة الاقتصادية والكلية والإطار التشريعي والخدمات الحكومية.

## Abstract

### The Impact of Financial Revenues and Risks on The Creation of Sovereign Wealth Funds

By  
Zaki Abdul Salam Kobari

Supervised By:  
*Dr. Kahtan Al Samaraie*

This study aimed at studying the impact of financial Revenues and risks on the establishment of sovereign wealth funds in the U.A.E. Markets. The sample of the study was tested by the determination of the number of sovereign wealth funds in the U.A.E. totaling to seven funds, in addition to the determination of the number of employees in each fund totaling to one hundred eighty one employees i.e. 100% of the study community of 2008. In order to achieve the study aims and to answer the questions raised by the study, suitable statistical methods were adopted.

The study reached several important results, the most important of which were:

- The existence of statistical significant relationship between the economic, political, legislative, administrative and demographical risks and the establishment of sovereign wealth funds in the U.A.E. Markets.
- There is statistical significant impact of the foreign capital and reserves flow and the prices of foreign assets on the establishment of sovereign wealth funds in the U.A.E. Markets.

The study suggests the following recommendations:

1. To call for the establishment of sovereign wealth funds for buying equity in the companies on the verge of collapsing so as to protect such companies and to prevent the transmission of substantial part of their assets to foreign sovereign funds.

2. To call the sovereign wealth funds to prepare regional analytical studies and to study each and every economic sector independently for a period of not less than 5 years so as to reach practical results based on a reasonable time period and to analyze the results of the investments and their impact on the economies of such countries.
3. The sovereign wealth funds should support their foreign investments in sectors supporting local economic development strategies through transfer of knowledge and direct foreign investments.
4. To focus on raising the level of transparency through observing the corporate governance best practices and auditing the accounts through well reputed private companies observing international standards.
5. To Endeavour to enhance and improve the performance of the economic policy as well as the legislative frame work and the government services.

## الفصل الأول

### المدخل إلى الدراسة

#### مقدمة:

تشهد دولة الإمارات العربية المتحدة تطورات اقتصادية واجتماعية متسارعة منذ منتصف السبعينات أدت إلى تحقيق مستويات عالية وبالتالي زيادة معدلات الدخل لتسهم في دفع المستوى الاستهلاكي والمعيشي للمواطنين والوافدين المقيمين في جميع أرجاء الدولة. وقد حققت جميع القطاعات الاقتصادية، الإنتاجية والخدمية، معدلات نمو عالية نسبياً لتسهم مباشرة في رفع معدلات النمو الاقتصادية الكلية.

يمتاز اقتصاد دولة الإمارات العربية المتحدة بعدة خصائص رئيسة تجعله مختلفاً عن معظم اقتصاديات الدول النامية. ويأتي في مقدمة هذه الخصائص، إتباع نظام الاقتصاد الحر، الاعتماد على النفط، الاعتماد على القوى العاملة الوافدة، ضيق السوق المحلي، والموقع الجغرافي. اختلافاً مع معظم الاقتصاديات النامية فقد تبنت دولة الإمارات العربية المتحدة منذ نشأتها نظام الاقتصاد الحر الذي يعتمد على نظام السوق حيث تحدد فيه قوى الطلب والعرض المعطيات الاقتصادية الأساسية والتي تتمثل في الأسعار والاستثمار في القطاعات الاقتصادية، الإنتاجية والخدمية والتجارة الخارجية والداخلية بدون أي تدخل يذكر من جانب الحكومة. فقد تبنت دولة الإمارات العربية المتحدة سياسة اقتصادية منفتحة تعتمد على حرية الاستثمار والتجارة في جميع المجالات ويكون للقطاع الخاص دور الريادة في الاقتصاد الوطني حيث اقتصر دور الحكومة على رسم السياسات الاقتصادية الكلية التي تعكس الإستراتيجية العامة للاقتصاد الحر ويمتاز اقتصاد دولة الإمارات العربية المتحدة بالاعتماد الكبير على الريع النفطي حيث يشكل النفط ومشتقاته العنصر الرئيس في إيرادات دولة الإمارات العربية المتحدة اللازمة لتغطية الإنفاق العام، الجاري والإجمالي، المتزايد منذ منتصف السبعينات. فلا شك بأن الإيرادات النفطية قد مكنت دولة الإمارات العربية المتحدة من الإنفاق المباشر على تنفيذ المشاريع الإنمائية، الإنتاجية والخدمية، ومشاريع البنية التحتية، الطرق، الموانئ، المطارات، الاتصالات، المستشفيات، المدارس.

هذا بالإضافة إلى إنفاقها الجاري على الرواتب والأجور والمشتريات من السوق المحلي وتقديم الدعومات والتحويلات بدون مقابل في مختلف المجالات، وبالتالي تفعيل أنشطة القطاع الخاص في جميع القطاعات الاقتصادية الأمر الذي يؤدي إلى رفع معدلات النمو القطاعي والكي. ولكن يجب الإشارة في هذا السياق بأن للاعتماد على النفط سلبات تتمثل بأن النفط مورد ناضب وغير متجدد الأمر الذي يحتم إيجاد مصادر بديلة للدخل للاعتماد عليها مستقبلاً عند نفاد هذا المورد. وكذلك فإن إيرادات النفط تعتمد على الطلب في أسواق النفط العالمية وتقلبات الأسعار فيها مما يؤدي إلى عدم الاستقرار في تدفق هذه الإيرادات لينعكس سلباً على الإنفاق الحكومي الكلي وبالتالي تتأثر الأنشطة الاقتصادية في القطاع الخاص بشكل عام. ويمتاز اقتصاد دولة الإمارات العربية المتحدة أيضاً بالاعتماد الكبير على العمالة الوافدة لعدم توافر القوى العاملة المواطنة لتنفيذ المشاريع الإنمائية، الإنتاجية والخدمية، والتي هدفت إلى ضمان استمرار عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية الشاملة التي تنفذها دولة الإمارات العربية المتحدة منذ إنشائها. وعلى الرغم من إيجابيات استخدام العمالة الوافدة المتأتية من خلال إسهامها الفاعل في التطور الاقتصادي والاجتماعي والحضاري الذي تحقق خلال فترة وجيزة وخلقها سوقاً لتنشيط مختلف قطاعات الاقتصاد الوطني، فإن الاعتماد على هذه العمالة بحد ذاته يعتبر مؤشراً سلبياً حيث أخذت تتزايد بشكل ملحوظ إلى درجة أصبح الاستغناء عنها صعباً جداً من الناحية الاقتصادية لعدم توافر العمالة المواطنة لديه عنها ولتنامي اعتماد الاقتصاد الوطني عليها. كما وتمتاز دولة الإمارات العربية المتحدة بصغر حجم سوقها المحلي الذي يحد من مدى تطور قطاعاتها الاقتصادية. فإن اعتماد الاقتصاد الوطني على سوق محلية ضيقة لا يتيح توسيع المشاريع الإنتاجية والخدمية بشكل كبير حيث لا ينمو الطلب المحلي إلا في إطار هذا السوق. وللتغلب على هذه السلبية فلا مجال أمام الإنتاج الوطني إلا التوجه نحو التصدير للأسواق الخارجية لتوسيع نطاق سوقه المحدود. وكذلك تمتاز دولة الإمارات العربية المتحدة بموقعها الجغرافي الذي يمكنها من إيجاد علاقات اقتصادية متميزة مع مختلف الدول الخليجية والعربية والآسيوية المحيطة مما يؤهلها لخدمة أسواق هذه الدول بسرعة وبتكلفة قليلة نسبياً. وطبيعي أن ذلك يساعد على نمو الصادرات الوطنية، الإنتاجية، والخدمية، الأمر الذي ينعكس إيجابياً على معدلات النمو الاقتصادية الكلية والقطاعية. النفط مورد ناضب وأسعاره تعتمد على الطلب في أسواق النفط العالمية ونتيجة للأموال التي توفرت لدولة الإمارات العربية المتحدة خلال الفترة السابقة ما جعل دولة الإمارات العربية المتحدة أن تفكر بإيجاد بدائل عن النفط لدعم مشاريع التنمية الاقتصادية خدمة للأجيال القادمة ومن هنا جاءت فكرة إنشاء صناديق الثروة السيادية لاستثمار هذه الأموال التي توفرت من ريع النفط في مجالات متعددة خدمة للاقتصاد الوطن ورفعة الشعب الإماراتي.

تعرف الصناديق الاستثمارية بصفة عامة على أنها هيئات للاستثمارات العامة التي تضطلع بإدارة جزء من الأصول (الأجنبية) الخاصة بالدولة. وبالرغم من أن الكثير من تلك الأدوات الاستثمارية الوطنية كانت تدار بواسطة كثير من الدول لعقود من الزمن، إلا أن حديثاً أصبحت ذات أهمية في أسواق المال العالمية، حيث يعود تاريخ صناديق الثروة السيادية في الدول العربية إلى عام 1953 على الأبعد عندما تم طبقاً لهيئة الاستثمار الكويتية" تأسيس مجلس الاستثمار الكويتي

بهدف استثمار فوائض العائدات النفطية للتقليل من اعتماد الكويت على مصادرها النفطية المحدودة المدة. ( Kimmitt, 2008 ). وتعود الزيادة في قيمة صناديق الثروة السيادية نتيجة لتراكم احتياطات كبيرة من العملات الأجنبية لدى اقتصاديات الأسواق الناشئة، إذ قام خلال السنوات القليلة الماضية عدد متزايد من تلك الدول بإنشاء صناديق ثروة سيادية لمراكمة الأصول الأجنبية وتحسين العائد على الاحتياطات من العملات الأجنبية ومن هذه الدول ( الكويت وسنغافورة و الإمارات العربية المتحدة والنرويج و ماليزيا و قطر و إيران و روسيا). وبالرغم من عدم وجود تعريف متفق عليه لصناديق الثروة السيادية، إلا أن هناك ثلاثة عناصر يمكن تحديدها على أنها عناصر مشتركة في تلك الصناديق.

أولاً: جميع صناديق الثروة السيادية مملوكة للحكومات.

ثانياً: إن صناديق الثروة السيادية ليس عليها أية التزامات أو ربما التزامات محدودة جداً.

ثالثاً: إن صناديق الثروة السيادية تدار بصفة مستقلة ومنفصلة عن الاحتياطات الرسمية من العملات الأجنبية. فضلاً عن ذلك تشترك معظم صناديق الثروة السيادية في بعض الخصائص المعينة التي تنشأ عن الطبيعة المحددة لتلك الصناديق. على سبيل المثال، نقص الالتزامات الصريحة ( أو الفترات الممتدة بشكل كبير لاستحقاق تلك الالتزامات) ، يشجع على تطبيق استراتيجيات استثمار طويلة الأمد بالطريقة المتبعة بواسطة معظم صناديق الثروة السيادية.

ومن الدول التي قامت بتأسيس صناديق ثروة سيادية تلك الدول التي تتمتع باقتصاديات غنية بالفوائض المالية والتي تستفيد حالياً من ارتفاع أسعار النفط والسلع. وفي تلك الدول الصناعية المنتجة للنفط فقط تخدم صناديق الثروة السيادية أيضاً بشكل جزئي أغراض تثبيت الإيرادات الحكومية وعوائد التصدير التي يمكن في حالة عدم وجود تلك الصناديق أن تعكس هشاشة وتقلبات أسعار النفط والسلع ويتمثل هدف آخر من إنشاء تلك الصناديق في الدول الغنية بالفوائض المالية في تراكم الوفورات والمدخرات للأجيال القادمة، إذ إن الموارد الطبيعية غير متجددة وبناء عليه يكون من المتوقع أن تنفذ بعد فترة معينة من الزمن. حيث جاءت فكرة إنشاء هذه الصناديق خدمة للأجيال القادمة. لذلك سوف تحاول هذه الدراسة تعريف صناديق الثروة السيادية، واستعراض مشهد صعود صناديق الثروة السيادية الخليجية ، كلاعب أساسي ومركزي في الأسواق المالية العالمية، وتقييم المنطق الذي اعتمده استثمارات صناديق الثروة السيادية ، ورصد أهميتها وأدائها على المستوى الدولي بشكل عام والخليجي بشكل خاص،



كما تلقى الدراسة الضوء على أنواع هذه الصناديق ومزاياها وأحجامها، ومن ثم تشير إلى المخاوف الغربية بشأن استثمارات هذه الصناديق في الغرب. كما تستعرض الخطوات والتدابير وردود الفعل التي اتخذتها الولايات المتحدة الأمريكية والاتحاد الأوروبي وصندوق النقد الدولي بشأن هذه الصناديق، كذلك سوف تحاول هذه الدراسة الكشف عن العوامل التي تؤثر على العوائد المالية والمخاطر على إنشاء صناديق الثروة السيادية في دولة الإمارات العربية المتحدة. وتكمن أهمية هذه الدراسة في بيان دور هذه الصناديق في تعزيز سيولة الأسواق المالية بشكل عام خاصة في فترة الضغوط المالية العالمية وتجنب دورات الكساد والإسهم في رفع الكفاءة التوزيعية للإيرادات الخاصة بالدول المختلفة.

### مشكلة الدراسة:

تعرض صناديق الثروة السيادية باعتبارها أداة استثمار مالي كبير إلى العديد من المخاطر المالية والسياسية العالمية Financial & Political Risk حيث تؤثر تلك المخاطر على العوائد المالية لتلك الصناديق، وقد لوحظ ذلك خلال الأزمة المالية الأخيرة. وقد حدث هذا الأمر للعديد من صناديق الثروة السيادية في العالم. ومن هذه الصناديق التي تأثرت بهذه الأزمة الصناديق السيادية التابعة لدولة الإمارات العربية المتحدة. وعليه تكمن مشكلة الدراسة في تحديد المخاطر التي تؤثر في إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة وقياس أثره على إنشائها، إضافة إلى تحديد العائد المالي المتوقع لتلك الصناديق.

### 3/1 عناصر مشكلة الدراسة:

ويمكن تحقيق الغرض من الدراسة من خلال الإجابة عن الأسئلة التالية:

(1) هل يوجد تأثير للمخاطر على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة، تبنثق عنها التساؤلات الفرعية التالية:-

- هل يوجد تأثير للمخاطر الاقتصادية على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة؟
- هل يوجد تأثير للمخاطر السياسية على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة؟

هل يوجد تأثير للمخاطر التشريعية على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة.؟

- هل يوجد تأثير لمخاطر البيئة الإدارية والجوانب الإجرائية على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة.؟
- هل يوجد تأثير للمخاطر الديمغرافية على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة.؟

(2) هل يوجد تأثير للعوائد المالية على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة؟ ، تبنثق عنها التساؤلات الفرعية التالية:-

- هل يوجد تأثير لتدفقات رأس المال على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة.؟
- هل يوجد تأثير للاحتياطيات الأجنبية على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة.؟
- هل يوجد تأثير لأسعار الأصول الأجنبية على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة.؟

فرضيات الدراسة:

للإجابة على أسئلة الدراسة، تمت صياغة الفرضيات التالية:

الفرضية الأولى الرئيسة:

لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ( $\alpha = 0.05$ ) للمخاطر على إنشاء صناديق الثروة السيادية في دولة الإمارات العربية المتحدة

وتتفرع منها الأتي:

HO1-1: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ( $\alpha = 0.05$ ) للمخاطر الاقتصادية على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة.

HO1-2: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ( $\alpha = 0.05$ ) للمخاطر السياسية على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة.

HO1-3: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ( $\alpha = 0.05$ ) للمخاطر التشريعية على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة.

HO1-4: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ( $\alpha = 0.05$ ) لمخاطر البيئة الإدارية والجوانب الإجرائية على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة.

HO1-5: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ( $\alpha = 0.05$ ) للمخاطر الديمغرافية على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة.

الفرضية الثانية الرئيسة:

HO2: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ( $\alpha = 0.05$ ) للعوائد المالية على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة تتفرع منها الفرضيات الفرعية التالية:

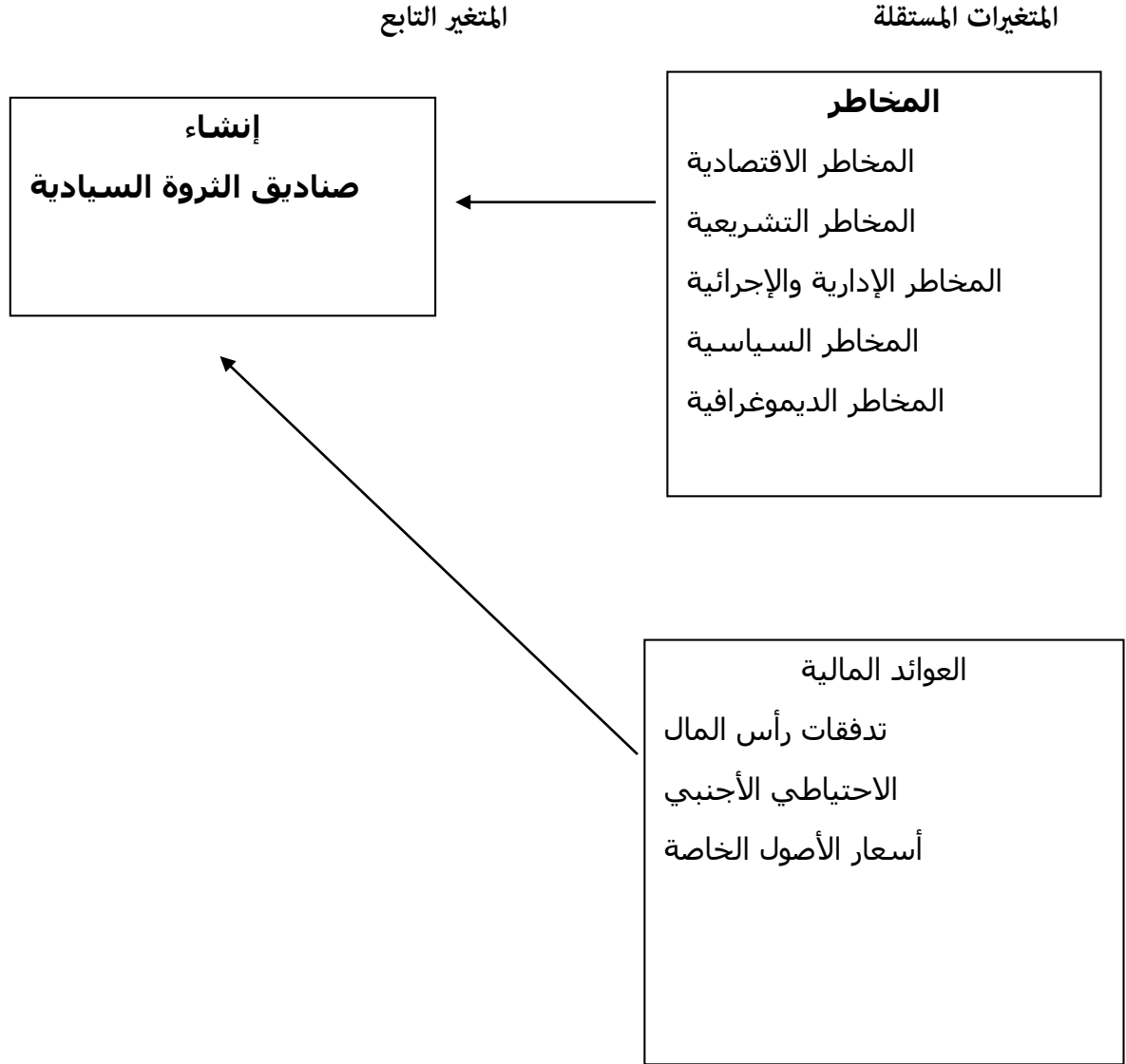
HO2-1: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ( $\alpha = 0.05$ ) لتدفقات رأس المال على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة.

HO2-2: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ( $\alpha = 0.05$ ) للاحتياطيات الأجنبية على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة.

HO2-3: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة  $(\alpha = 0.05)$  لأسعار الأصول الأجنبية على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة.

شكل رقم (1)

5/1 نموذج الدراسة:



يمكن إجمال أهم الحدود والصعوبات التي واجهت الباحث عند إجراء هذه الدراسة بالنقاط الآتية:

- 1) غطت الدراسة فترة زمنية قصيرة 2000 - 2009 وهي الفترة التي توافرت من خلالها الدراسات والتقارير العالمية التي توضح ماهية عمل صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة.
- 2) واجه الباحث صعوبة في الحصول على المعلومات اللازمة لأغراض هذه الدراسة كأنواع هذه الصناديق ومزاياها وأحجامها.
- 3) عدم تفهم بعض المديرين التنفيذيين القائمين على صناديق الثروة السيادية لأهمية موضوع الدراسة والخوف من إعطاء المعلومات الضرورية اللازمة لأغراض هذه الدراسة.
- 4) ندرة الدراسات المنشورة التي تتناول موضوع إنشاء صناديق الثروة السيادية.
- 5) هناك عدم إلمام لدى بعض مديري صناديق التحوط ومديري إدارات الثروات لدى البنوك فيما يخص الفرق بين صناديق الثروة السيادية وصناديق الاستثمار وصناديق التقاعد الأمر الذي انعكس على إجاباتهم عن محتويات الاستبانة والاضطرار إلى تفسير أجزائها أو محتوياتها لعدد كبير منهم.

● صناديق الثروات السيادية: Sovereign Wealth Funds

عرف صندوق النقد الدولي 2008 صناديق الثروة السيادية بأنها صناديق أو ترتيبات ذات غرض خاص تملكها الحكومة العامة. وتنشئ الحكومة صناديق الثروة السيادية لأغراض اقتصادية كلية. وهي صناديق تحتفظ بالأموال أو تتولى توظيفها أو إدارتها لتحقيق أهداف مالية، مستخدمة في ذلك استراتيجيات استثمارية تتضمن الاستثمار في الأصول الأجنبية. وتنشأ صناديق الثروة السيادية في العادة معتمدة على فوائض ميزان المدفوعات أو عمليات النقد الأجنبي الرسمية، أو عائد الخصخصة أو فوائض المالية العامة أو الإيرادات المتحققة من الصادرات السلعية أو من هذه الموارد مجتمعة.

## الأسواق المالية: Financial Markets

هي إطار أو نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرون من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال. وإن نمو شبكات ووسائل الاتصال، الإلكتروني خاصة، انخفضت أهمية وجود مكان مركزي يتم التعامل فيه، وبالتالي سمحت بالتعامل من خارج السوق من خلال شركات السمسرة المنتشرة في مختلف الدول أو من خلال شبكة الإنترنت.

## أسواق رأس المال: Capital Markets

هي الإطار الذي تتم فيه جميع التعاملات التي تنصب على الأدوات المالية المتوسطة والطويلة الأجل أي التي تزيد مدة استحقاقها على سنة واحدة ويكون الغرض الرئيس من الأموال المنتحلة، استخدامها في الاستثمارات الحقيقية.

## المخاطر الاقتصادية: Economic Risks

تتمثل في الأخطار الناتجة عن المؤشرات الاقتصادية الكلية كالتضخم، ومعدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي وسعر الفائدة و معدلات البطالة و عدم الاستقرار في سعر الصرف ومعدلات الأجور.

## ● المخاطر التشريعية: Legislation risks

- أ- القوانين والتشريعات التي تضع العديد من القيود على حركة الأموال.
- ب- النظام التشريعي الحاكم للعملية الاقتصادية والاستثمارية والإجراءات الخاصة بالإصلاح الاقتصادي وتأثيراته السلبية على الاستثمار.

## المخاطر المنتظمة: Systematic Risks

وهي المخاطر التي تؤثر على السوق ككل دون استثناء أي بمعنى آخر هي مخاطر عامة شاملة على جميع الأسهم وقد تكون هذه المخاطر بسبب الظروف الاقتصادية كتغير سعر الفائدة والتضخم أو بسبب الظروف السياسية كالإضرابات والحروب أو بسبب ظروف أخرى كالزلازل ولا يمكن تفادي هذه المخاطر بأية طريقة من الطرق وإنما من الممكن تحديد مصادر المخاطر المنتظمة من مخاطر تغير معدل الفائدة أو مخاطر التضخم أو مخاطر السوق.

## ● المخاطر غير المنتظمة: Unsystematic Risks

وهي عبارة عن المخاطر المنفردة التي تقع على شركة محددة يتأثر فيها سعر سهم هذه الشركة والمخاطر المحددة لا يتأثر فيها السوق بشكل عام ويمكن السيطرة على هذا النوع من المخاطر وتفاديها من خلال الإدارة الكفؤة واهم طريقة لتفادي المخاطر غير المنتظمة هو التنويع في الاستثمار وتوزيع رأس المال على عدد كبير من الأوراق المالية المختلفة أو بوساطة تحسين كفاءة الإدارة أو وجود القوانين واللوائح التي تقلل من وجود أخطاء ، ويمكن حصر- مصادر المخاطر غير المنتظمة بالمخاطر الصناعية ومخاطر سوء الإدارة .

## ● الأسواق النقدية: Monetary Markets

هي الأسواق المختصة بتبادل الأدوات المالية القصيرة الأجل بغض النظر عن الجهة التي تصدرها سواء أكانت حكومية أم خاصة.

## العائد على الاستثمار: Return on Investment (ROI)

وهو قياس لقدرة المنشأة على تشغيل الموجودات وتحقيق الأرباح. ويعد من النسب المهمة لقياس الكفاءة التشغيلية.

حيث تم قياسها من خلال المعادلة التالية.

صافي الدخل / مجموع الأصول

- أذونات الخزينة: Treasury Bills

وهي من الأدوات المالية قصيرة الأجل تصدرها الحكومة ولا تزيد مدة استحقاقها على سنة واحدة وهي قابلة للتسويق ولا تحمل سعر فائدة وإنما تباع بخصم عن القيمة الاسمية.

- أوراق الخزينة: Treasury Notes

هي من الأدوات المالية المتوسطة الأجل تصدرها الحكومة وتتراوح مدة استحقاقها من سنة إلى عشر سنوات وتدفع عليها فائدة سنوية أو نصف سنوية وقابلة للتسويق أو التداول.

- سندات الخزينة: Treasury Bonds

وهي من الأدوات المالية طويلة الأجل و تزيد مدة استحقاقها على عشر سنوات وتحمل سعر فائدة أعلى من الأوراق المتوسطة الأجل تصدرها الحكومة وهي أيضا قابلة للتسويق وفئاتها تكون أقل من فئات أذونات الخزينة أو شهادات الخزينة.

- لأغراض الدراسة فقط تم استخدام الأدوات (الحكومية السابقة).

- المخاطر السياسية: Political Risks

تتمثل هذه المخاطر في عدم الاستقرار السياسي والعلاقات المتبادلة مع الأسواق المالية العالمية ومدى تأثير هذه العلاقات على اتخاذ قرار الاستثمار في الأسواق المالية من عدمه.



## المخاطر الإدارية والإجرائية: Administrative Risks

تتمثل هذه المخاطر في مستوى الخدمات الضرورية المتعلقة بتوفير البيانات والمعلومات والإحصائيات الدقيقة والحديثة التي تساعد القائمين على صناديق الثروة السيادية على سرعة اتخاذ القرار للاستثمار في أسواق المال العالمية.

## ● المخاطر الديمغرافية: Demographic Risks

تتمثل هذه المخاطر في معرفة التحديات المرتبطة والناجمة عن تأثيرات التغيرات السكانية على معدلات الطلب على السلع والخدمات.

## ● الاحتياطي الأجنبي: Foreign Reserve

وهي عبارة عن الودائع والسندات بالعملة الأجنبية فقط التي تحتفظ بها المصارف المركزية والسلطات النقدية.

## ● تدفقات رأس المال: Capital Flow

إن تحرير حساب رأس المال يعني تدفقا حرا لرأس المال من البلدان المرتفعة الدخل، حيث يتوافر بغزارة ومعدل العائد عليه قليل نسبيا، إلى البلدان الفقيرة، حيث يندر ويكون معدل العائد عليه أعلى لوجود فرص استثمارية غير مستغلة.

## ● أسعار الأصول الأجنبية: Foreign assets prices

هي عبارة عن الأسعار التي تربط الاقتصاد المحلي بالاقتصاد العالمي من خلال سوق الأصول. ويتكون سوق الأصول من أصول محلية وأصول أجنبية والأصول المحلية والأجنبية تكون إما عينية ( حقيقية ) أو مالية.

ويختار المقيمون أصحاب الثروة بين هذه الأصول في توزيع ثرواتهم. ويستند الاختيار بين الأصول المختلفة إلى المقارنة بين المخاطر والعوائد على الأصول.

#### • الأسهم العادية: Common Stock

هي عبارة عن مستند له قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية وتتمثل القيمة الاسمية في القيمة المدونة على قيمة السهم، وعادة ما يكون منصوصاً عليها في عقد التأسيس ، أما القيمة الدفترية فتتمثل في قيمة حقوق الملكية التي لا تتضمن الأسهم الممتازة مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة و تتمثل القيمة السوقية في قيمة السهم في سوق رأس المال، وقد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الدفترية. ويتمتع حامل السهم العادي " المستثمر " ببعض الحقوق من أهمها الحق في التصويت في الجمعية العمومية، والحق في نقل ملكية الأسهم بالبيع أو بأي طريق آخر، والحق في الحصول على الأرباح إذا ما قررت الإدارة توزيعها. كما يتمتع كذلك بميزة مهمة وهي مسؤولية محدودة بحصته في رأس المال. أما بالنسبة لعيوب الأسهم العادية من وجهة نظر المستثمر فمن أبرزها إن حاملها ليس له الحق في المطالبة بتوزيعات، ما لم تحقق الشركة أرباحاً أو إذا حققت أرباحاً ولم تقرر الشركة توزيعها.

#### • الأسهم الممتازة: Preferred Stock

مصدر مهم من مصادر التمويل طويلة الأجل للشركات المساهمة العامة. وتتميز بجمعها بين صفات أموال الملكية والاقتراض، فعند التصفية تأتي الأسهم الممتازة بعد الديون في الأولوية وقبل المساهمين العاديين، ومن ناحية الدخل تستحق نسبة ثابتة منه. وعلاوة على ذلك، فإن بمسئطاع الشركة إلغاء هذا العائد دون أن يؤدي هذا الإلغاء إلى اعتبار الشركة مقصرة في الوفاء بالتزاماتها، كما قد يحدث في حالة عدم الدفع للدائنين. وتعرف الأسهم الممتازة بأنها شكل من أشكال رأس المال المستثمر في الشركة. يقدم لمالكيه ميزتين هما:

1. عائد محدد ( كنسبة من قيمة السهم الاسمية).

2. مركز ممتاز تجاه حملة الأسهم العادية.

ويحكم جمع الأسهم الممتازة بين صفات الأسهم العادية والدين، فإنها تتشابه مع الأسهم العادية في بعض الجوانب وتختلف معها أيضا في بعض الجوانب الأخرى.

8/1 طرق الحصول على المعلومات:

تم إجراء دراسة استطلاعية لإمكانية الحصول على البيانات والمعلومات الضرورية لتنفيذ الدراسة، إضافة إلى القيام بعدة زيارات ميدانية إلى جهاز أبو ظبي للاستثمار و صندوق مبادلة وبعض شركات الاستثمار والبنك المركزي الإماراتي وبعض الجامعات استهدفت أخذ آراء المختصين والأكاديمين في موضوع الدراسة.

المصادر الأولية:

- (أ) المعلومات المتاحة من خلال جهاز أبو ظبي للاستثمار و مجلس أبو ظبي للاستثمار و شركة مبادلة وصندوق النقد العربي - أبو ظبي.
- (ب) تم تجهيز وتوزيع الاستبانة على مجتمع الدراسة ، بحيث تحتوى كل إستبانة على مجموعة من الأسئلة موجهة إلى مجموعة مستهدفه من الجهات التي تستثمر في صناديق الثروة السيادية.

المصادر الثانوية:

- (أ) وتشمل المجلات والنشرات والدوريات الرسمية حيث أتاحت الفرصة للباحث الاطلاع على أحدث المقالات والدراسات ذات العلاقة بموضوع إنشاء صناديق الثروة السيادية، مما يزيد البحث رصانة علمية خاصة وان جميع المصادر كانت من المعتمدة والمختصة علميا.
- (ب) المواقع الإلكترونية خاصة المواقع الرسمية للدول العربية والعالمية ومواقع نشر- التقارير السنوية للبنك الدولي وصندوق النقد الدولي والمؤسسات التابعة لها والتقارير المعتمدة لدى الجهات الحكومية والدراسية. وكذلك تمت الاستعانة بالاستبيان حيث تم توزيعه على عينة عشوائية من المديرين التنفيذيين وصانعي القرارات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية في دولة الإمارات العربية المتحدة

إضافة إلى المختصين والباحثين والأكاديميين وذلك لاختبار الفرضيات والتعرف على المعوقات التي تواجه استثمارات صناديق الثروة السيادية بناءً على متغيرات الدراسة.

ت) الكتب التي أتاحت الفرصة للحصول على المعلومات والدراسات العلمية والنظريات الخاصة عن أسواق المال العالمية والاستثمار.

#### 9/1 أهداف الدراسة: Objectives

تتمثل أهداف الدراسة في ما يلي:

- 1) توضيح مفهوم صناديق الثروة السيادية كظاهرة اقتصادية نابغة من كونها أداة مهمة للاستثمار وتحقيق الاستقرار الاقتصادي خاصة في الدول النامية.
- 2) توضيح مفهوم عمل صناديق الثروة السيادية من حيث فهم كيف تحاول هذه الصناديق خلق أصول مدرة للعائد طويل الأجل للإسهام في التنمية الاقتصادية للدول المالكة لهذه الصناديق.
- 3) توضيح الهدف الرئيس من عملية الادخار وتناقل الأصول التي تمتلكها صناديق الثروة السيادية ، خاصة من الموارد غير المتجددة عبر الأجيال..
- 4) تبيان مدى أهمية أسواق رأس المال في التأثير على عملية إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة.
- 5) توضيح وتعزيز الدور الذي تقوم به الدول المالكة لصناديق الثروة السيادية في الاقتصاد العالمي والعمل على زيادة نفوذها في الأسواق العالمية مما يجعلها شريكة في دعم الوضع المالي للدول المضيفة لهذه الاستثمارات.
- 6) محاولة تطبيق أفضل الممارسات في الهيكل التنظيمي الحكومي، وتوضيح الأسلوب والسلوك الاستثماري بشكل تدريجي.
- 7) العمل على جمع الشركات الحكومية والتي تغطي قطاعات اقتصادية مختلفة تعمل تحت مظلة شركات قابضة تعمل بأسس تجارية، وذلك لتحقيق وفورات اقتصادية.

## أهمية الدراسة:

تتجلى أهمية صناديق الثروة السيادية في حصول الدولة على دخول لتغطية عجزها المالي عندما تهبط إيراداتها وترتفع نفقاتها لسبب أو لآخر. وعندما حدثت الأزمة المالية العالمية رصدت عدة دول خاصة الولايات المتحدة وبلدان الاتحاد الأوروبي، أموالا طائلة لإنقاذ شركاتها من الانهيار وما ترتب عليه من تعطيل للأنشطة الاقتصادية، كما اتجهت أنظار هذه الدول إلى صناديق الثروة السيادية الخليجية والأسبوية للإسهام في هذا الإنقاذ. لذا فإن أهمية الدراسة تكمن في:

1. تعزيز سيولة الأسواق المالية بشكل عام خاصة في فترات الضغوط المالية العالمية وتجنب دورات الكساد، والإسهام في رفع الكفاءة التوزيعية للإيرادات الخاصة بالدول المختلفة.
2. الإفادة من كونها استثمارات تتمتع بقدر كبير من الاستقرار، حيث تقوم هذه الصناديق باستثمارات طويلة الأجل، ولا تستجيب للتقلبات القصيرة الأجل في الأسواق العالمية، وتدعم رؤوس أموال هذه الشركات التي تستثمر فيها. ومن ثم يمكن اعتبارها قوة لتحقيق الاستقرار المالي في الدول المضيفة.
3. تساعد هذه الاستثمارات على تشجيع النمو والازدهار والتنمية الاقتصادية في الدول المتلقية لهذه الأموال.
4. تعد أموال صناديق الثروة السيادية عاملا مساعدا في معالجة الاختلالات المالية على الصعيد العالمي، من خلال نقل الأموال من دول الفائض إلى الدول التي تعاني عجزا ماليا وتحتاج إلى هذه الأموال.
5. تعد صناديق الثروة السيادية عاملا مهما في زيادة التكافل الاقتصادي العالمي وزيادة الشراكة وربط المصالح المشتركة.
6. فتح المجال أمام الدراسات الأخرى للبحث في هذا الموضوع لحدائه على المستوى النظري والتطبيقي وافتقار دولة الإمارات العربية إلى مثل هذه الدراسات.

## 11/1 خطة الدراسة:

في إطار المشكلة وأهميتها وطبقا لهدفها يرى الباحث تقسيم هذه الدراسة بالإضافة إلى ما ورد في الفصل الأول إلى ما يلي:

الفصل الثاني: الخلفية النظرية لموضوع الدراسة والدراسات ذات الصلة وما يميز هذه الدراسة.

الفصل الثالث: الطريقة والإجراءات شاملا مجتمع الدراسة و العينة و أدوات الدراسة و الإجراءات وأخيرا تصميم الدراسة والمعالجة الإحصائية.

الفصل الرابع: نتائج الدراسة.

الفصل الخامس: مناقشة النتائج والتوصيات.

## الفصل الثاني

### الإطار النظري والدراسات ذات الصلة

1/2 مقدمة:

تعتبر صناديق الثروة السيادية من المواضيع المهمة التي تتولى إدارة الأصول الأجنبية للدولة وتعتبر هذه الصناديق فئة مهمة من فئات المستثمرين العالميين. إن صناديق الثروة السيادية تتكون من حجم مالي كبير ، حيث يقدر أن تلك الصناديق تدير حالياً أصولاً تتراوح قيمتها ما بين 2 و 3 تريليون دولار أمريكي. (European Central Bank, 2006, paper No.43) كذلك من المحتمل أن يؤدي تراكم الأصول الأجنبية إلى تحويل بعض صناديق الثروة السيادية إلى مستثمرين هامين وبناء على ذلك يمكن أن تتعدى الأصول المالية الخاضعة إلى سيطرة هذه الصناديق و التي تدار بوساطة مديري صناديق الأصول الخاصة وصناديق معاشات التقاعد.

وبالنظر للمواضيع والمسائل المتعلقة بالسياسات الناشئة عن ظهور صناديق الثروة السيادية كمستثمرين ماليين عالميين كبار، فقد أثار ذلك قلقاً بخصوص النقص في الشفافية وعكس عملية تخصيص المخاطر المتعلقة بالاستقرار المالي العالمي. كذلك يمكن أن تسهم صناديق الثروة السيادية في حدوث عدم توازن عالمي من خلال التنوع والخروج من هيمنة السندات الحكومية والمقومة بعملة الدولار الأمريكي ( وهي السندات المستثمر فيها معظم الاحتياطيات التقليدية) كما يتعلق أحد مصادر القلق الأخرى بمسألة إذا ما حاولت صناديق الثروة السيادية أن تتسبب في اضطرابات بأسعار الأصول من خلال عمليات شراء أو بيع للأوراق المالية لأغراض غير تجارية.

إن النقص في توفر الشفافية في معظم صناديق الثروة السيادية وعلى الأخص صناديق الثروة السيادية السبعة التابعة لدولة الإمارات العربية المتحدة، الأقل شفافية والتي تقدر قيمتها بنحو نصف جميع ممتلكات صناديق الثروة السيادية تقريباً ( معهد صناديق الثروة السيادية 2008)، كما يبدو أن ملكية صناديق الثروة السيادية

تعود إلى دول تتميز بانخفاض نسبي في مستوى التطور المؤسسي، ومن منظور السياسات فإن هذه الأزمات تثير الشكوك والقلق ، إن نقص المساءلة والشفافية في صناديق الثروة السيادية يمكن أن يؤدي إلى تصاعد الضغوطات الحمائية في الاقتصاديات المتقدمة.

كذلك يمكن أن تؤدي تحويلات الأصول الأجنبية من المحافظ التقليدية لاحتياطات المصارف المركزية إلى صناديق ثروة سيادية إلى إعادة توازن ضخم في التدفقات المالية . إن تخصيص أصول تلك الصناديق يبدو أقل تقيدا وذلك باعتبار أن السيولة والتعرض إلى مخاطر فيها أقل من تلك التي تتعرض إليها المصارف المركزية. إن إعادة التوازن من خلال صناديق الثروة السيادية يمكن أن تطلق تنوعا ليس فقط خارج نطاق الأصول بعملة الدولار الأمريكي ، ولكن أيضا خارج الأصول بعملة اليورو، على اعتبار أن الاحتياطات الرسمية محتفظ بها حاليا في سندات حكومية صادرة عن الولايات المتحدة الأمريكية ومنطقة اليورو . كذلك يمكن أن تحصل اقتصاديات الأسواق الناشئة وأسواق اليابان على حصة أكبر من استثمارات صناديق الثروة السيادية مع مرور الوقت. أما على المستوى العالمي فيؤدي ذلك إلى تدفق المزيد من رؤوس الأموال من الدول المتقدمة إلى الدول الناشئة والنامية.

إن تلك الحسابات تتجاهل دور احتياطات العملة بالدولار الأمريكي وعملة اليورو التي قد تظل مهمة بالنسبة لبعض صناديق الثروة السيادية و قد تواجه هذه الصناديق قيودا في ما يتعلق بالعملات التي تم تنفيذ استثماراتها على إنها تحول على نطاق واسع من جانب صناديق الثروة السيادية إلى أصول خارج الأصول المهيمن عليها بعملة الدولار الأمريكي وعملة اليورو وهو ما يمكن أن يتبين انه أمر غير متوافق مع أسعار الصرف الحكومية الخاصة ببلدانهم وأهداف السياسة النقدية والمالية لتلك الدول. بالإضافة إلى ذلك يمكن أيضا لصناديق الثروة السيادية محاولة تحقيق أهداف أخرى مثل التحوط ضد التقلبات في أسعار النفط، كذلك يتعين بموجبه على صناديق الثروة السيادية التقليل من أهمية ووزن الاحتياطات النفطية وحصص المحافظ اليابانية ومنطقة اليورو وبقدر أقل يمكن أن تتجه سندات الولايات المتحدة الأمريكية إلى الارتفاع على حساب سندات المملكة المتحدة والأسهم في الأسواق الناشئة بينما يمكن أن يؤثر إعادة التوازن لتدفقات رؤوس الأموال العالمية على أسعار الأصول و أن تثير بعض المخاوف المرتبطة بمسألة ما إذا كان يمكن لصناديق الثروة السيادية العبث بأسعار الأصول من خلال عمليات شراء أو عمليات بيع لأوراق مالية لأسباب غير تجارية



بالرغم من عدم توافر معلومات كافية عن استثمارات صناديق الثروة السيادية بحيث يكون من المستحيل تقدير تأثير معظم صناديق الثروة السيادية على الأسعار.

إن أي تأثير لصناديق الثروة السيادية على هيكل واستقرار أسواق المال العالمية سوف يعتمد بشكل أساس على الدوافع المؤدية إلى اتخاذ القرارات الاستثمارية الخاصة بتلك الصناديق كذلك يمكن أن تؤثر الاستثمارات الهادفة إلى تحقيق عوائد مالية كبيرة قائمة على أساس تقدير المخاطر على الاستقرار المالي بشكل ايجابي بسبب الاستثمارات الطويلة الأجل . إن الدوافع غير التجارية يمكن أن يكون لها أثر سلبي على الاستقرار المالي. وبناءً على المعطيات السابقة يعرض الباحث في المبحث الأول نشأة صناديق الثروة السيادية وتطورها وعيوب ومزايا استثمارات صناديق الثروة السيادية وأنواع صناديق الثروة السيادية وأهمية ووزن صناديق الثروة السيادية في النظام المالي العالمي والمبادئ والممارسات المتعارف عليها (GAPP) في عمل صناديق الثروة السيادية وانعكاسات الإجراءات الحمائية والأزمات المالية العالمية على صناديق الثروة السيادية وصناديق الثروات السيادية في دول الخليج العربي وصناديق الثروات السيادية في دولة الإمارات العربية المتحدة و صناديق الثروة السيادية وتدفقات رؤوس الأموال ويتم في المبحث الثاني استعراض الدراسات السابقة المتصلة بالموضوع.

## 2/2 نشأة صناديق الثروة السيادية وتطورها:

تشير الأدبيات الاقتصادية إلى أن نشأة صناديق الثروة السيادية ترجع إلى فترة زمنية طويلة ماضية إلى الخمسينيات من القرن الماضي ولكن حجم هذه الصناديق على مستوى العالم قد شهد نموا هائلا على مدار السنوات العشر أو الخمس عشرة الأخيرة. و تشير تقديرات صندوق النقد الدولي الواردة في نشرته الأخيرة (IMF Survey 2009) انه يتوقع زيادة أصول صناديق الثروة السيادية من 2-3 تريليون دولار حاليا إلى 6 - 10 تريليون دولار وذلك في غضون السنوات الخمس المقبلة وتعتبر دولة الإمارات العربية المتحدة والنرويج والمملكة العربية السعودية والصين والكويت وروسيا وسنغافورة من البلدان التي تضم أكبر الصناديق السيادية على مستوى العالم.

إن صناديق الثروة السيادية ليست ظاهرة جديدة في المنطقة العربية بل يعود تاريخ نشأة بعضها إلى عام 1953 عندما تأسست الهيئة العامة للاستثمار الكويتية.

لكن بدأت صناديق الثروة السيادية تنشط بصورة مفرطة مؤخراً حيث استحوذت تلك الصناديق ضمن القطاع المالي وحده على حصص في مؤسسات عملاقة مثل مؤسسة مورغان ستانلي، وبيير ستيرين و ميريل لينش وسيتي جروب وغيرها من المؤسسات المالية العالمية بخلاف ما يعتقد البعض حول تلك الصناديق على أنها ظاهرة محصورة في دول الخليج العربي. إن عدة دول حول العالم تمتلك صناديق مماثلة ومن بينها النرويج التي تملك أحد أكبر هذه الصناديق والتي تقدر موجوداته بأكثر من 322 مليار دولار أمريكي ( IMF, World Economic Outlook, October 2008 ). و تدير كل من سنغافورة والصين وروسيا صناديق مماثلة ذات وزن مالي كبير حيث قدرت ستاندرد تشارترد حجمها بقرابة 1078 مليار دولار (المجلس الأوروبي بروكسل آذار 2008) ، كما أسست كل من التشيلي و فنزويلا هيئات من صناديق الثروة السيادية.

تأسست أول مجموعة من صناديق الثروة السيادية من قبل الدول المنتجة للنفط بعد زيادة الأسعار في الخمسينات والسبعينات، كما تأسست المجموعة الثانية من صناديق الثروة السيادية في أعقاب أزمة التسعينات في شرقي آسيا. بعد الأزمة عايشت معظم الأسواق الناشئة في المنطقة تجربة التحول من مدينة إلى داتنة. وبعد ذلك بدأت المدخرات بالتراكم في صناديق الثروة السيادية.

في مايو/ أيار 2009 نشر معهد صناديق الثروة السيادية آخر تحديث لترتيب صناديق الثروة السيادية بين فيه إن إجمالي استثمارات صناديق الثروة السيادية يصل إلى 3,652 تريليون دولار أمريكي تمثل استثمارات 36 دولة وعلى رأسها الصين. حيث بلغت استثمارات صندوق الثروة الصيني 817,7 مليار دولار بينما بلغت استثمارات صندوق الثروة السيادي الكويتي 202 مليار دولار وتشير البيانات المتوافرة أن الدول العربية النفطية ( دول مجلس التعاون الخليجي بالإضافة إلى ليبيا والجزائر) تملك صناديق ثروة سيادية تبلغ استثماراتها 1,574 تريليون دولار أمريكي أي بنسبة 43,1 % من إجمالي رأس مال صناديق الثروة السيادية الدولية علماً أن صناديق الثروة السيادية التي تملكها دول مجلس التعاون الخليجي 1,462 تريليون دولار أمريكي أي ما نسبته 40 % من إجمالي رأس مال صناديق الثروة السيادية في العالم. وبهذا الشكل تصبح دول مجلس التعاون الخليجي أكبر مستثمر على المستوى الدولي في إطار صناديق الثروة السيادية والتي تشكلت بشكل واضح نتيجة للفوائض النفطية خلال السنوات الخمس الأخيرة. جدول رقم (1) يوضح إجمالي استثمارات صناديق الثروة السيادية لدول مجلس التعاون الخليجي وجدول رقم (2) يوضح عدد الدول غير الخليجية والمالكة لصناديق ثروة سيادية .

جدول رقم (1)

حجم استثمارات صناديق الثروة السيادية لدول مجلس التعاون الخليجي عام 2008 ( مليار دولار أمريكي)

الدول المالكة للصندوق	حجم استثمارات الصندوق
الإمارات العربية المتحدة	738,5
المملكة العربية السعودية	436,5
دولة الكويت	202,8
دولة قطر	62
مملكة البحرين	14
سلطنة عمان	8,2
إجمالي مجموع دول مجلس التعاون الخليجي	1,462

http: // www.swfinstitute.org / funds.ph.p, 2008

المصدر:

صناديق الثروة السيادية لباقي دول العالم عام 2008 ( مليار دولار أمريكي)

الدول المالكة للصندوق	حجم استثمارات الصندوق	الدول المالكة للصندوق	حجم استثمارات الصندوق
شيلي	21,80	الصين	817,90
إيران	11,90	سنغافورة	332,50
كندا	11,70	النرويج	326,50
أذربيجان	10,80	روسيا	219,90
نيجيريا	9,40	ليبيا	65
بوتسوانا	6,9	الجزائر	47
نيوزيلندا	6,9	الولايات المتحدة الأمريكية	54,10
تيمور الشرقية	4,20	استراليا	42,40
ترينيداد وتوباغو	2,90	كازاخستان	38
فنزويلا	0,80	بروناي	30
فيتنام	0,50	فرنسا	28
كيريبياتي	0,40	كوريا الجنوبية	27
اندونيسيا	0,30	ماليزيا	25,90
موريتانيا	0,30	ايرلندا	22,80

www.swfinstitute.org / funds.ph.p. 2008

المصدر:

إن البيانات الموضحة في الجدول رقم (1) وجدول رقم (2) توضح تعاضم الدور الكبير الذي أصبحت دول مجلس التعاون الخليجي تمارسه على صعيد التمويل الدولي، كذلك يمكن القول في ضوء التوقعات المحتملة للفوائض النفطية وخاصة في أعقاب انتهاء الأزمة المالية العالمية. إن دول مجلس التعاون الخليجي مرشحة لان تكون مركزا هاما لتدوير الأموال على المستوى العالمي

و هذا ينطبق بشكل أساسي على أربع دول من دول المجلس: وهي الإمارات العربية المتحدة والمملكة العربية السعودية والكويت وقطر، أما بالنسبة لمملكة البحرين وسلطنة عمان فإن إفادتهما من الوفرة النفطية الأخيرة محدودة على صعيد بناء الأصول الاستثمارية الخارجية وذلك بسبب ضعف الإنتاج النفطي لهاتين الدولتين. إن هذه البيانات توضح أن دول مجلس التعاون الخليجي وبالرغم من الآثار السلبية التي تركتها الأزمة المالية العالمية عام 2009 على الأصول الخارجية التي تمتلكها تلك الدول ما تزال تتمتع بموقف خارجي قوى جدا حتى في ظل أسوء السيناريوهات المتوقعة للازمة، إن دول مجلس التعاون الخليجي قادرة على التعامل مع أية آثار سلبية قد تحملها الأزمة في الأجلين القصير والمتوسط ومن ثم يمكن القول بدرجة كبيرة من الثقة إن اقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي تعد أمنه إلى حد كبير ضد أية مخاطر سلبية للأزمة المالية العالمية وذلك بالنسبة للأداء الاقتصادي الكلي كذلك كان من الأفضل لدول مجلس التعاون الخليجي أن تقوم بتوجيه هذه الاستثمارات داخليا وليس خارجيا و لو استطاعت دول الخليج العربي توجيه هذه الاستثمارات إلى الداخل فإن دول مجلس التعاون يمكن أن تصبح قوة اقتصادية ضاربة عالميا، كذلك لا يوجد من الدول النامية من تتاح له مثل هذا القدر من الموارد. إن تلك الصناديق تمثل فرصة نادرة لدول مجلس التعاون الخليجي لكي تغير وتطور كياناتها الاقتصادية وتتحرق من قيد أحادية مصدر الدخل وهو النفط الذي هو مورد ناضب إن أجلا أو عاجلا.

2/3 عيوب ومزايا استثمارات صناديق الثروة السيادية:

رغم الفوائد والمزايا الكثيرة التي تتمتع بها صناديق الثروة السيادية إلا أن دول الغرب تنظر إلى صناديق الثروة السيادية كإحدى الأدوات التي تستخدمها الدول المالكة لهذه الصناديق لتنفيذ سياستها الاقتصادية والاستراتيجية وتختلف هذه السياسات حسب حجم الصناديق وثقل الدول المالكة لها. إن الصين دولة صناعية لها ترسانة عسكرية هائلة و تتسابق مع الآخرين في تصنيع وتصدير الأسلحة وهي قوة نووية وعضو دائم في مجلس الأمن التابع للأمم المتحدة وتنطبق هذه المواصفات على روسيا حيث تبلغ قيمة الصادرات السلعية للصين 969 مليار دولار أي 8 % من الصادرات العالمية، وهي بذلك تحتل المرتبة العالمية الثالثة (نعوش، الجزيرة نت 2008). هذا الوضع العسكري والسياسي والتجاري يجعل روسيا والصين في حالة تنافس تجاري حاد وأحيانا صراع سياسي مع البلدان الصناعية الغربية. وعلى هذا الأساس يصبح من البديهي أن تستخدم صناديق الثروة السيادية لهاتين الدولتين في تحقيق أهداف سياسية.

أما بالنسبة لدول مجلس التعاون الخليجي العربية بشكل خاص والدول العربية بشكل عام، فلا ينطبق عليهما هذا التحليل فهي ليست دولا صناعية بل دول ريعية وتستورد ما تحتاجه من المنتجات الزراعية والمواد الصناعية بما فيها الأسلحة

كما أن مكانتها الدولية لا تركز على قوتها العسكرية ولا على تأثيرها في المنظمات الدولية ولا تتأق الأهمية التجارية لدول مجلس التعاون الخليجي من حجم صادراتها بقدر ما تنجم عن طبيعة المادة التي تصدرها وهي النفط . إن صناديق الثروة السيادية الخليجية لا تقوم بأنشطة سياسية أو استخباراتي لأن هذه الممارسات لا تخدم مصالح دولها وفي الوقت نفسه من الخطأ عدم استغلال هذه الصناديق لتحقيق أهداف أخرى خارج نطاق اعتبارات الربح التجاري.

إن أبرز عيوب صناديق الثروة السيادية والتي تنعكس سلبا على الدول المالكة لهذه الصناديق هي ما يلي:

- (1) يمثل انخفاض قيمة الدولار الأمريكي تحديا بارزا لصناديق الثروة السيادية. إذ إن انخفاض هذه القيمة إلى أكثر من الثلث في مواجهة العملات الرئيسة الأخرى في الفترة بين عامي 2001 - 2008 أدى إلى خسائر مالية ضخمة لعدد كبير من الاستثمارات ومن ضمنها صناديق الثروة السيادية التي تحتفظ باحتياطات نقدية كبيرة في صورة أصول مقومة بالدولار الأمريكي . بينما يؤدي تراكم الاحتياط النقدي إلى توفير درجة عالية من التأمين الذاتي ضد الصدمات الخارجية . و في حالة حدوث انهيار حاد في قيمة الدولار الأمريكي، فإن ذلك يؤدي إلى حالة أكبر من عدم الاستقرار في أسواق رأس المال الدولية.
- (2) حلت بالعالم مؤخرا أزمة مالية ظهرت بوادرها في أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية ثم أزمة الائتمان التي امتدت تداعياتها إلى معظم دول العالم بما فيها الدول النفطية، تبعها انكماش في أسعار النفط حيث انخفضت من 147 دولار للبرميل في تموز / يوليو 2008 إلى اقل من 40 دولار في بدايات 2009 مما يعني أن النفط في ذلك الوقت فقد ثلثي قيمته وهو ما قد يؤدي إلى انخفاض الفوائض المالية للدول المصدرة للنفط وتعرض صناديقها السيادية إلى خسائر مالية كبيرة نظرا لنقص السيولة.
- (3) أدت الأزمة المالية العالمية الراهنة إلى انعكاسات سلبية على صناديق الثروة السيادية وذلك بعد الخسائر الكبيرة التي منيت بها لقد أثبتت الأزمة المالية ضعف الضمانات والحجج التي تذهب إلى أن الاستثمار في الولايات المتحدة الأمريكية والدول الأوروبية آمن بدرجة كبيرة لما تحققة هذه الدول من ضمانات وشفافية وربحية وتنوع استثماري ووسائل اتصال ومعلومات متقدمة وخبراء.

أما مزايا صناديق الثروة السيادية بالنسبة للدول المالكة لها فيمكن الإشارة إلى أهمها وكما يلي:

- (1) خلق أصول تدر عائدا مربحا طويل الأجل وذلك للإسهام في التنمية الاقتصادية للدول المالكة لهذه الصناديق.
- (2) دعم الدور الذي تقوم به الدول المالكة لهذه الصناديق في الاقتصاد العالمي وزيادة نفوذها في الأسواق العالمية مما يجعلها شريكة في تعزيز الوضع المالي للدول المضيفة لهذه الاستثمارات.
- (3) دعم برامج تنويع اقتصاديات الدول المالكة لهذه الصناديق من أجل تقليل الاعتماد على النفط.
- (4) المساعدة في مواجهة أي عجز مستقبلي في الميزانية العامة للدول المالكة لهذه الصناديق وضمان الحفاظ على عائدات متوسطة وطويلة الأجل وتفادي التذبذب في أسعار العملات الأجنبية وتقلبات أسعار النفط والسلع.
- (5) المساعدة على القيام بعملية الادخار وتناقل الأصول والموارد غير المتجددة عبر الأجيال.

كما تتحدد مزايا الدول المضيفة لاستثمارات صناديق الثروة السيادية كما يلي:

- (1) تعزيز سيولة الأسواق المالية بشكل عام خاصة في فترات الضغوط المالية ومحاولة تجنب دورات الكساد والإسهام في رفع الكفاءة التوزيعية للإيرادات الخاصة بالدول المختلفة.
- (2) الإفادة من كون استثمارات صناديق الثروة السيادية تتمتع بقدر كبير من الاستقرار و تقوم باستثمارات طويلة الأجل ولا تستجيب للتقلبات القصيرة الأجل في الأسواق وتدعم رؤوس أموال الشركات التي تستثمر فيها ومن ثم يمكن اعتبارها قوة لتحقيق الاستقرار المالي في الدول المضيفة لها.
- (3) تساعد هذه الاستثمارات على تشجيع النمو والازدهار والتنمية الاقتصادية في الدول المتلقية.
- (4) تعد أموال صناديق الثروة السيادية عاملا مساعدا في معالجة الاختلالات المالية على الصعيد العالمي من خلال نقل الأموال من دول الفائض إلى الدول التي تعاني عجزا ماليا وتحتاج إلى هذه الأموال.
- (5) تعد صناديق الثروة السيادية عاملا مهما في زيادة تكامل الاقتصاد العالمي وزيادة الشراكة وربط المصالح.

يمكن الإشارة إلى مجموعة من أنواع الصناديق السيادية حسب الأهداف المتوخاة منها وكما يلي:

- (1) صناديق الاستقرار: يتمثل هدفها الأساس في حماية الموازنة العامة للدولة والاقتصاد ككل وتحقيق استقرار سعر صرف عملة البلد المالك والحد من عدم الاستقرار في ميزان المدفوعات و الناشئ عن تقلبات أسعار السلع خاصة النفط، ( صندوق النقد الدولي، 2007 )
- (2) صناديق الاحتياطي: وتمثل (مدخرات) الأجيال القادمة وتهدف صناديق الاحتياطي إلى تحويل الأصول غير المتجددة إلى حافظة أصول أكثر تنوعاً.
- (3) شركات استثمار الاحتياطات: هي الشركات التي لا تزال أصولها تدرج في الغالب ضمن فئة الأصول الاحتياطية المحفوظ بها لدى المصرف المركزي وتتميز برغبتها المتزايدة في تحمل المزيد من المخاطر في سبيل تحقيق عوائد أعلى ومن ثم الحد من تكاليف الفرصة البديلة لحيازة الاحتياطات الدولية.
- (4) صناديق التنمية: هي الصناديق التي تساعد في العادة على تمويل المشاريع ذات الأبعاد الاجتماعية والاقتصادية والتي يمكن أن تعزز نمو الناتج في الاقتصاد المعنى.
- (5) صناديق احتياطات طوارئ التقاعد: هي الصناديق التي تغطي التزامات التقاعد الطارئة غير المحددة في الموازنة العامة للدولة ( من مصادر بخلاف اشتراكات الأفراد في معاشات التقاعد).

كما يمكن الإشارة إلى صناديق الثروة السيادية حسب مصادر أصولها و كما يلي:

- (1) صناديق سيادية من موارد سلعية تنشأ من تصدير سلع تمتلكها الدولة ذات السيادة أو تفرض عليها ضرائب وفي مقدمتها الأصول الناتجة من السلع النفطية.
- (2) صناديق سيادية تتكون من موارد غير سلعية تنشأ من انتقال الأصول من خلال التبادل الرسمي للاحتياطيات الخارجية.



2/5 انعكاسات الإجراءات الحمائية والأزمات المالية العالمية على صناديق الثروة السيادية:

فرضت على صناديق الثروة السيادية منذ أواخر عام 2007 عدة تحديات كان أبرزها تصاعد الجدل حول دورها وأثارها وهو ما ترتب عليه فرض إجراءات حمائية . وقد أدى تفاقم حدة الأزمات المالية على المستوى العالمي، كأزمة الرهن العقاري و الأزمة المالية العالمية إلى تكبد صناديق الثروة السيادية خسائر مالية كبيرة. (صندوق النقد الدولي، 2007).

إن مجموعة من التحديات واجهت صناديق الثروة السيادية كان أهمها (المناعي ، 2008):

أ) قيام صندوق النقد الدولي بإجراء مشاورات مع إدارة صناديق الثروة السيادية في سنغافورة والنرويج وجهاز أبو ظبي للاستثمار بالإضافة إلى هيئتي الاستثمار الكويتية والقطرية لتطوير شكل القانون المناسب الذي يحكم عمل هذه الاستثمارات وهو الأمر الذي رفضته كل من الإمارات والسعودية.

ب) قيام تحالف لرجال أعمال أمريكيين في 22 نيسان / ابريل 2008 يضم مؤسسات اقتصادية رئيسة مثل الغرفة التجارية الأمريكية ومنظمة الاستثمار الدولية ومنبر الخدمات الاقتصادية والمائدة المستديرة للأعمال Business Round Table الذي يجمع رؤساء ومديري شركات أمريكية كبيرة ، وذلك تأييداً لقانون أصدره الرئيس الأمريكي في 2009 يتضمن إرشادات لطرق مراقبة الاستثمارات الأجنبية وذلك بالحصول مسبقاً على موافقات أمنية على أي استثمار أجنبي وأن تعطى عناية خاصة لاستثمارات الطرق والموانئ والمنشآت التحتية والطاقة وكذلك لاستثمارات الشركات التي تمتلكها الحكومات.

ت) قيام وزير المالية الألماني في نهاية 2008 بزيارة لكل من دولتي الكويت والإمارات العربية المتحدة برفقة وفد اقتصادي وقد حاول في هذه الزيارة إقناع المسؤولين في البلدين بالإجراءات التي تخطط لها الحكومة الألمانية بخصوص صناديق الثروة السيادية والتي تعطي الحق للسلطات الألمانية في إلغاء مشاركات تلك الصناديق في الشركات الألمانية إذا ثبت وجود دوافع سياسية أو إستراتيجية وراء هذه الاستثمارات. وفي حال تمت عائدات النفط لدول الخليج العربي العربية مرة أخرى وعائدات الصادرات

لعدد من دول آسيا فسوف يترتب على ذلك زيادة حجم أصول صناديق الثروة السيادية والدور الذي تقوم به في النظام العالمي واتساع نفوذها داخل أسواق الدول الغربية، خاصة الولايات المتحدة الأمريكية وبذلك سوف تتزايد المخاوف من دور هذه الصناديق الأمر الذي قد يدفع إلى استهدافها بنوع من الإجراءات الحمائية التي تحاول تقنينها وحصص مجالاتها في نوعية محددة من الأنشطة الاستثمارية الأكثر فائدة لاقتصاديات الدول الغربية والتي لا يترتب عليها أي تهديد لمصالحها.

وتمثلت أهم هذه السياسات الحمائية فيما يلي:

(أ) تدخل الحكومات لضخ مزيد من السيولة وفرض نسب السيولة المقدمة من قبل الحكومات على البنوك المعرضة للإفلاس.

(ب) تخفيض أسعار الفائدة على القروض رغم إن ذلك لا يتوافق مع هدف كبح جماح التضخم أو تحسين وضع الدولار في الأسواق الدولية.

(ت) تأمين عدد من البنوك والمؤسسات المالية لمنع تعرضها إلى الانهيار.

(ث) إجبار الحكومات لبعض المصارف التي لم تتأثر بالأزمة على الاستحواذ على المصارف التي على وشك الانهيار.

(ج) تدخل الحكومات من خلال صناديق الثروة السيادية العامة لشراء الأسهم لإنقاذ أسواق المال من الانهيار.

(ح) الدعوة إلى إنشاء صناديق سيادية لشراء حصص في الشركات المصرفية المعرضة إلى الانهيار من أجل حمايتها ومنعها من أن تؤول بعض أصولها إلى صناديق سيادية للأجانب.

وإذا كانت صناديق الثروة السيادية لبعض دول آسيا يمكن أن تتعامل مع هذه الإجراءات الحمائية في الدول الغربية بإعادة توجيه معظم استثماراتها إلى أسواقها الداخلية حيث تسمح الهياكل الاقتصادية في هذه الدول الآسيوية باستيعاب هذه الاستثمارات، إلا إن هذا الحجم الكبير من الاستثمارات غير متاح للدول الخليجية التي لا تستطيع هياكلها الاقتصادية الحالية استيعاب هذا الحجم من الاستثمارات. يضاف إلى ذلك ضعف الاستثمارات الخليجية المتجهة إلى الدول العربية مقارنة بنظيراتها الغربية والذي يرجع إلى عدة عوامل أهمها افتقار الدول العربية إلى طبيعة أسلوب الترويج للاستثمار المباشر، خاصة في ظل المنافسة العالمية لجذب الاستثمارات

وعدم وجود خرائط استثمارية للمناطق الجغرافية الواعدة والجاذبة للاستثمار وإتباع سياسات ليست مرنة وغير فعالة في التعامل مع المستثمرين كالبيروقراطية والعراقيل التي تواجه عملية الاستثمار بشكل عام مما يعكس قدرة الدولة على جذب الاستثمارات بشكل عام .

لذلك يجب إتباع عدة عوامل أساسية لجذب الاستثمارات و تلخص في:

(أ) إعداد دراسات تحليلية قطرية ودراسة كل قطاع من القطاعات الاقتصادية على حده لفترة لا تقل عن خمس سنوات حتى تكون هناك نتائج عملية مبنية على فترات زمنية معقولة يمكن القياس عليها و تحليل نتائج نشاط الاستثمار وآثاره على اقتصاديات هذه الدول وفي ضوء نتائج هذه الدراسات يمكن إعادة النظر في السياسات الاستثمارية لهذه الدول.

(ب) بالإضافة إلى تحسن أداء السياسة الاقتصادية الكلية والإطار التشريعي والخدمات الحكومية هناك مؤشر مهم آخر يعكس قدرة الدولة على جذب الاستثمارات بشكل عام هو مؤشر مناخ الأعمال الذي يشمل عدة عوامل أساسية يواجهها المستثمر عند القيام بنشاط الاستثمار في كل دولة، ومن هذه العوامل تحديات إقامة المشاريع من حيث عدد الإجراءات التي يجب القيام بها لتسجيل الشركات والمشاريع والوقت الذي يستغرق فيه تنفيذ هذه الإجراءات. ولا يعنى هذا إن الدول العربية تقف في حالة ثبات بل يمكن القول إنها بذلت جهودا ملموسة لتهيئة البيئة المناسبة لجذب الاستثمارات وقد تغلبت على كثير من المعوقات التي كانت تحد منها.

2/6 ألزمة المالية العالمية وأثرها على صناديق الثروة السيادية:

منذ أن تفاقمت أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية وتداعياتها على المستوى العالمي تكبدت صناديق الثروة السيادية ( خاصة الآسيوية منها) خسائر ضخمة مما ترتب على ذلك من مضاعفات مهمة على سياساتها الاستثمارية واندماجها في البنية المالية العالمية. لقد قدرت مؤسسة ( مورجان ستانلي 2008) إن صناديق الثروة السيادية العالمية تعرضت إلى خسائر تتراوح بين 700 و750 مليار دولار ،

بحيث تقلص إجمالي الموجودات الحالية التي تديرها من 3 تريليون دولار إلى ما بين 2,3 و 2,5 تريليون دولار في غضون اثني عشر شهرا. ومن هنا لم يكن أداء صناديق الثروة السيادية الخليجية بمعزل عن هذا المنحى، إذ تشير تقديرات مجلس العلاقات الخارجية Council on Foreign Relations في الولايات المتحدة الأمريكية، إن المحفظة المالية الخارجية انخفضت من حوالي 1,3 تريليون دولار في عام 2007 إلى 1,2 تريليون دولار في عام 2008. وانخفضت قيمة الموجودات الخارجية لصناديق دولة الكويت ودولة قطر ودولة الإمارات العربية المتحدة من حوالي تريليون دولار في نهاية 2007 إلى حوالي 700 مليار دولار في نهاية عام 2008 ويوضح الجدول رقم (3) تقديرات أحجام صناديق الثروة السيادية في دول مجلس التعاون الخليجي العربي بعد الأزمة المالية العالمية. إن الأرقام المتضمنة قد تختلف عن تلك المعلن عنها قبل هذه الأزمة كما أن تأثيرات الأزمة متفاوتة على تلك الصناديق.

### جدول رقم (3)

أصول بعض صناديق الثروة السيادية الخليجية بعد الأزمة المالية العالمية آذار ومكونها الرئيس 2009

الدولة	الصندوق	الأصول مليار دولار	التأسيس	المكون الرئيسي
الإمارات - أبو ظبي	جهاز أبو ظبي للاستثمار	627	1976	النفط
الإمارات - أبو ظبي	شركة مبادلة للتنمية	14,7	2002	النفط
الإمارات - أبو ظبي	شركة الاستثمارات البترولية الدولية	14	1984	النفط
الإمارات - رأس الخيمة	هيئة رأس الخيمة للاستثمار	1,2	2005	النفط
السعودية	مؤسسة النقد العربي السعودي	431	2005	النفط
السعودية	صندوق الاستثمار العربي	5,3	-	النفط
الكويت	الهيئة العامة للاستثمار	202,8	1953	النفط

قطر	هيئة الاستثمار القطرية	62	2003	النفط
البحرين	ممتلكات	14	2006	النفط
عمان	صندوق الاحتياطي العام	8,2	1980	النفط والغاز
عمان	صندوق الاستثمار العماني	-	2006	النفط

كانت للشكوك في الأسواق المالية العالمية مضاعفات خطيرة على السلوك الاستثماري لصناديق الثروة السيادية الخليجية حيث تمت إعادة محور النشاط الاستثماري المعلن لصناديق الثروة السيادية في الربع الثالث من عام 2008، فيما أحجمت صناديق الثروة السيادية عن الاستثمار في القطاع المالي العالمي وقاومت استثمارات منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية عموماً. وقد أشار تقرير مجلس العلاقات الخارجية في تشرين أول / أكتوبر 2008، إلى أن ثمة مجموعة من الدوافع وراء عمل صناديق الثروة السيادية الخليجية قادرة على زيادة العوائد المعدلة في ضوء المخاطر إلى الحد الأقصى— أو المشاركة في الاستثمارات الإستراتيجية على نطاق ضيق لتنويع الاقتصاديات الوطنية وجعلها أكثر تنافسية، حيث كان في إمكان صناديق الثروة السيادية استخدام موجوداتها لبناء تحالفات وشبكات إستراتيجية جديدة مع شركاء عالميين تفيدها أهدافها التنموية الاقتصادية الوطنية ككل وهو ما شهدته الربع الأخير من عام 2008، حيث تبنت صناديق الثروة السيادية الخليجية القارية الثانية في تقرير مجلس العلاقات الخارجية عبر استخدام فوائدها المالية للقيام بعمليات استحواذ على نطاق ضيق بما في ذلك بلدان منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية التي من شأنها دعم أهدافها التنموية الاقتصادية الوطنية وبذلك كانت الكيانات الاستثمارية الصغيرة التي تقف على الحد الفاصل من صناديق الثروة السيادية وشركات التنمية الوطنية فاعلة ونشطة. كما واصلت صناديق الثروة السيادية الخليجية التنويع الوطني لترقية إستراتيجيتها لمواجهة التحديات التي تقابلها من خلال المشاركة في التنقيب عن الثروات الطبيعية وتعزيز موقعها في صناعة البتر وكيماويات وهو ما تبين أنها تسعى من خلاله للاستحواذ على حصص إستراتيجية في أصول يمكن أن تساعد في تعزيز أهداف التنمية الاقتصادية والتنويع في بلدانها.

تتسم صناديق الثروة السيادية بتنوع هياكلها المنظمة للجوانب القانونية والمؤسسية وممارسات الحوكمة. كذلك هي عبارة عن مجموعة متغايرة الخصائص، فمنها صناديق استقرار المالية العامة وصناديق المدخرات ومؤسسات استثمار الاحتياطيات وصناديق التنمية وصناديق احتياطيات التقاعد غير المقترنة بالتزامات تقاعدية صريحة. وتدير صناديق الثروة السيادية استثمارات عبر الحدود منذ سنوات طويلة باعتبارها مؤسسات استثمار مستقرة. وقد ساعدت استثمارات على تشجيع النمو والازدهار والتنمية الاقتصادية في البلدان المصدرة والمتلقية لرأس المال. وتعمل صناديق الثروة السيادية في بلدان موطنها كمؤسسات تعلق عليها أهمية محورية في المساعدة على تحسين إدارة الأموال العامة وتحقيق الاستقرار الاقتصادي الكلي وفي دعم النمو عالي الجودة، كذلك تعود صناديق الثروة السيادية بنفع كبير على الأسواق العالمية. إن القدرة التي تتمتع بها صناديق الثروة السيادية على تجاوز تقلبات الدورات الاقتصادية في معظم الظروف تحقق للأسواق المالية العالمية قدرا كبيرا من التنوع وهو ما يمكن أن يكون بالغ الفائدة لا سيما خلال فترات الاضطرابات المالية أو الضغوط الاقتصادية الكلية. وقد أدت سرعة تراكم الأصول الأجنبية في بعض البلدان مؤخرا إلى تزايد عدد صناديق الثروة السيادية وتنامي أحجامها. وتؤكد مختلف التوقعات إن وجود هذه الصناديق سوف يزداد في أسواق المال الدولية نتيجة للارتفاع المستمر في مستوى حيازة صناديق الثروة السيادية المستثمرة لأصول ملكية عامة وخاصة. كذلك تمارس صناديق الثروة السيادية تأثيرا متزايدا على ممارسات حوكمة الشركات. وتدرك مجموعة العمل الدولية إن استثمارات صناديق الثروة السيادية مفيدة وبالغة الأهمية في الوقت نفسه للأسواق الدولية، ولتحقيق هذا الهدف سوف يكون المهم البرهنة لبلدان الموطن والبلدان المتلقية وللأسواق المالية الدولية إن صناديق الثروة السيادية مقامة على أسس سليمة وإن استثمارات تركز على أساس اقتصادي ومالي. إن المبادئ والممارسات المتعارف عليها تقوم على الأهداف الإرشادية لصناديق الثروة السيادية التالية:

- (1) ألمساعدته على الاحتفاظ بنظام عالمي مستقر وبحرية تدفق رؤوس الأموال والاستثمارات.
- (2) الالتزام بكافة متطلبات التنظيم والإفصاح المرعية في البلدان التي تستثمر فيها.

الاستثمار في ضوء المخاطر الاقتصادية والمالية واعتبارات العائد.

3) إرساء هيكل شفاف وسليم للحكومة يكفل الضوابط التشغيلية الملائمة وسلامة إدارة المخاطر والمساءلة.

إن الهدف من وضع المبادئ والممارسات المتعارف عليها هو تحديد إطار يعبر تعبيرا دقيقا عن ترتيبات الحكومة والمساءلة وكذلك إدارة ممارسات الاستثمار في صناديق الثروة السيادية على أساس حكيم وسليم وبالتالي تم استيفاء عناصر المبادئ والممارسات المعمول بها في المحافل الدولية الأخرى ويمكن تطبيقها على أنشطة صناديق الثروة السيادية، وسوف يساعد التعريف بالمبادئ والممارسات المتعارف عليها في تعميق فهم بلدان الموطن والبلدان المتلقية والأسواق المالية الدولية لطبيعة صناديق الثروة السيادية وتسعى المبادئ والممارسات المتعارف عليها أيضا إلى ضمان استمرار المنافع الاقتصادية والمالية التي تحققها الصناديق لهذه البلدان والمؤسسات عن طريق إتباعها.

إن الهدف من المبادئ والممارسات المتعارف عليها هو لدعم الإطار المؤسسي— ونظام الحكومة والعمليات الاستثمارية التي تقوم عليها صناديق الثروة السيادية والتي تسترشد بالغرض الخاص وراء سياساتها وأهدافها المقررة كي تتوافق مع إقامة إطار اقتصادي كلي سليم. ومن المتوقع أن يساعد نشر هذه المبادئ على تحسين الفهم السائد لصناديق الثروة السيادية باعتبارها كيانات لها توجه اقتصادي ومالي في كل من بلدان الموطن والبلدان المتلقية. ويتوخى من هذا التوجه أن تسهم في استقرار النظام المالي العالمي وتحد من الضغوط الحمائية والمساعدة في الحفاظ على مناخ استثماري منفتح ومستقر ومن شأن المبادئ والممارسات المتعارف عليها أن تتيح لصناديق الثروة السيادية لا سيما المنشأة حديثا من أن تطور هيكلها التنظيمي وسياساتها المعتمدة وممارساتها الاستثمارية أو مراجعتها أو تقويتها.

ولضمان نجاح المبادئ والممارسات المتعارف عليها سوف يكون من الضروري الحصول على استجابة بناءة وتعاونية من البلدان المتلقية. وترى مجموعة العمل الدولية إن هذه المبادئ والممارسات إلى جانب المدونة الإرشادية التي توشك على إصدارها منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي لصالح البلدان المتلقية للاستثمار، سوف يساعد على تحقيق هدفها المشترك المتمثل في بيئة استثمارية مفتوحة ودرجة أكبر من الشفافية

وتتمثل زيادة الشفافية احد العناصر الأساسية في تحقيق هذا الهدف المشترك سواء في ذلك الشفافية. من جانب صناديق الثروة السيادية بشأن هيكلها وعملياتها أو من جانب البلدان المتلقية للاستثمار بشأن إجراءاتها المتبعة لتصنيف الاستثمارات والمساواة في معاملة المستثمرين.

وتضم وثيقة المبادئ والممارسات المتعارف عليها مجموعة من المبادئ والممارسات الطوعية التي يدعمها الأعضاء في مجموعة العمل الدولية والتي تطمح إلى تطبيقها، وهي ممارسات ومبادئ عامة يمكن أن تحققها البلدان بجميع مستوياتها من حيث مراحل التنمية الاقتصادية، كذلك تخضع هذه المبادئ والأعراف إلى أحكام الاتفاقيات المعقودة بين الحكومات والمتطلبات القانونية والتنظيمية. لذلك يخضع تطبيق كل مبدأ منها إلى القوانين المطبقة في بلد الموطن وتغطي الوثيقة المبادئ والممارسات المتعارف عليها في ثلاثة مجالات.

(1) الإطار القانوني والأهداف والتوافق مع السياسات الكلية.

(2) الإطار المؤسسي وهيكل الحوكمة.

(3) إطار الاستثمار وإدارة المخاطر.

إن المبادئ والممارسات السليمة في المجال الأول تمثل ركيزة لإطار مؤسسي قوى وهيكل مستقر يقوم عليهما صندوق الثروة السيادية كما أن صياغة استراتيجيات الاستثمار الملائمة التي تتفق مع أهداف سياسته المعلنة. كما يؤدي هيكل الحوكمة السليم الذي يفصل بين وظائف الجهة المالكة والجهاز الحاكم وفريق الإدارة إلى تيسير الاستقلالية التشغيلية في إدارة صندوق الثروة السيادية بما يكفل اتخاذ قرارات الاستثمار وتنفيذ العمليات الاستثمارية دون تدخل سياسي. وتعمل سياسة الاستثمار الواضحة على إظهار التزام صندوق الثروة السيادية لخطة استثمار وممارسات استثمارية منضبطة. أما إدارة المخاطر فتعمل على تشجيع سلامة العمليات الاستثمارية والمساءلة بشأنها.

ومن أجل التوصل إلى الأهداف العامة والغرض الخاص المتوخين يطبق أعضاء مجموعة العمل الدولية المبادئ والممارسات التالية أو يعتزمون تطبيقها على أساس طوعي بحيث يخضع تطبيق كل منها لمتطلبات القوانين واللوائح القطرية و تمثل هذه الفقرة جزءاً لا يتجزأ من المبادئ والممارسات المذكورة و هذه المبادئ موضحة كالتالي (IMF,2008):



أولاً: يكون الإطار القانوني الذي يستند إليه صندوق الثروة السيادية سليماً وداعماً لفعالية تشغيله وتحقيق أهدافه المعلنة كما يضمن الإطار القانوني سلامة الوضع القانوني لصندوق الثروة السيادية والمعاملات التي تجريها.

ثانياً: يتم الإفصاح العلني عن أهم مواصفات الأساس والهيكل القانونيين لصندوق الثروة السيادية وكذلك العلاقة بين كل صندوق وغيره من كيانات الدولة ويتحدد بوضوح غرض الساسة من إنشاء صندوق الثروة السيادية كما يتم الإفصاح عنه علناً.

ثالثاً: حينما تكون لأنشطة صندوق الثروة السيادية انعكاسات اقتصادية كلية ومحلية مباشرة كبيرة يتم تنسيق هذه الأنشطة تنسيقاً كاملاً من سلطات المالية العامة والسلطات النقدية المحلية بغية ضمان الاتساق مع السياسات الاقتصادية الكلية الشاملة.

رابعاً: توضع سياسات أو قواعد أو إجراءات أو ترتيبات واضحة ومعلنة بشأن المنهج العام لصندوق الثروة السيادية حيال عمليات السحب والإنفاق. كما يتم الإفصاح عن مصادر تمويل صناديق الثروة السيادية والإفصاح علناً عن المنهج العام لسحب الأرصدة من صندوق الثروة السيادية والإنفاق منه نيابة عن الحكومة.

خامساً: يتم إبلاغ الجهة المالكة على أساس يومي بالبيانات الإحصائية ذات الصلة لصندوق الثروة السيادية أو إتاحتها للإدراج في المكان المناسب مع مجموعة البيانات الاقتصادية الكلية حسب الاقتضاء.

سادساً: يعمل صندوق الثروة السيادي في ظل إطار سليم للحوكمة يحدد تقسيماً واضحاً وفعالاً للإدارة والمسؤوليات بما يسهل المساءلة والاستقلالية التشغيلية في إدارة الصندوق سعياً لتحقيق أهدافه.

سابعاً: تحدد الجهة المالكة أهداف صندوق الثروة السيادي وتتولى تعيين أعضاء جهازه الحاكم طبقاً لإجراءات واضحة التحديد وتمارس الإشراف على عملياته.

ثامناً: يعمل الجهاز الحاكم بما يحقق مصالح صندوق الثروة السيادية ويكلف مهمة واضحة ويمنح السلطة والاختصاص الكافيين لأداء وظائفه.

تاسعا: يتولى فريق الإدارة التشغيلية لصندوق الثروة السيادية تنفيذ استراتيجياته بصورة مستقلة وفي إطار مسؤوليات واضحة التحديد.

عاشرا: يتحدد بوضوح إطار المساءلة عن عمليات صندوق الثروة السيادية بالنص عليه في التشريع أو الميثاق المعنى أو غير ذلك من الوثائق التأسيسية أو في اتفاقية الإدارة.

الحادي عشر:- يتم إعداد تقرير مصحوب بكشوف مالية عن عمليات صندوق الثروة السيادية وكيفية أدائه وذلك في الوقت المقرر وطبقا للمعايير المحاسبية الدولية أو القومية المعمول بها مع مراعاة متطلبات الاتساق.

الثاني عشر: تخضع عمليات صندوق الثروة السيادية وكشوفه المالية إلى التدقيق السنوي طبقا للمعايير المحاسبية الدولية أو القومية المعمول به.

الثالث عشر:- تتحدد بوضوح المعايير المهنية والأخلاقية الواجبة ويحاط علما بها أعضاء الجهاز الحاكم لصندوق الثروة السيادية وإدارته وموظفيه.

الرابع عشر:- يركز التعامل مع أطراف ثالثة لغرض إدارة عمليات صندوق الثروة السيادية على أسس اقتصادية ومالية وتراعى فيه قواعد وإجراءات واضحة.

الخامس عشر:- تدار عمليات صندوق الثروة السيادية وأنشطته في البلدان طبقا لمتطلبات التنظيم والإفصاح المرعية في البلدان التي يزاول نشاطه فيها.

السادس عشر:- يتم الإفصاح علنا عن إطار الحوكمة وأهدافها وكذلك عن كيفية إدارة صندوق الثروة السيادية على أساس من الاستقلالية التشغيلية من الجهة المالكة.

السابع عشر:- يتم الإفصاح علنا عن المعلومات المالية ذات الصلة بصندوق الثروة السيادية لتوضيح توجهه الاقتصادي والمالي ، حتى يتسنى له الإسهام في استقرار الأسواق المالية الدولية وتعزيز الثقة في البلدان المتلقية لاستثماراته.

الثامن عشر: تتسم السياسة الاستثمارية لصندوق الثروة السيادية بالوضوح والاتساق على أهدافه المحددة والمخاطر التي يتعرض إليها ودرجة تحمله لها وإستراتيجيته الاستثمارية حسبما حددتها الجهة المالكة أو الحاكمة كما تركز على مبادئ سليمة لإدارة الحافظة. ويسترشد صندوق الثروة السيادية لسياسته الاستثمارية في تقنين مدى انكشافه للمخاطر المالية وإمكانية استخدامه للدفع المالي وكذلك تعالج السياسة الاستثمارية مدى إمكانية الاستعانة بمديرين داخليين و/أو خارجيين للاستثمار وأنواع أنشطتهم وطبيعة السلطة المخولة لهم والعملية المتبعة في اختيارهم ومراقبة أدائهم كما يتم الإفصاح علنا عن توصيف لسياسة الاستثمار المعتمدة لدى صندوق الثروة السيادية.

التاسع عشر:- تهدف القرارات الاستثمارية التي يتخذها صندوق الثروة السيادية إلى تعظيم العائد المالي المعدل حسب المخاطر بما يتوافق مع سياسته الاستثمارية واستنادا إلى أسس مالية واقتصادية كذلك إذا كانت قرارات الاستثمار تخضع إلى اعتبارات أخرى بخلاف الاعتبارات الاقتصادية والمالية ويتم النص بوضوح على هذه الاعتبارات ضمن سياسة الاستثمار ويتم الإفصاح علنا كما تدار أصول صندوق الثروة السيادية وفقا للطريقة السليمة والمقبولة عموما في مجال إدارة الأصول.

العشرون: لا يجوز لصندوق الثروة السيادية السعي لمعرفة معلومات سرية أو اكتساب نفوذ من خلال الحوكمة بمفهومها الأوسع أو استغلال مثل هذه المعلومات أو النفوذ في التنافس مع الكيانات الخاصة.

الحادي والعشرون: ينظر صندوق الثروة السيادية إلى حقوق ملكية المساهمين باعتبارها عنصرا أساسيا في قيمة استثمارات أصوله وإذا اختار أن يمارس حقوق ملكية فعليه القيام بذلك على نحو يتسق مع سياسته الاستثمارية ويحمى القيمة المالية لاستثماراته ويفصح صندوق الثروة السيادية بشكل علني عن منهجه العام اتجاه الأسهم المانحة لحقوق التصويت في الكيانات المدرجة في البورصة ، بما في ذلك العوامل الأساسية المرشدة لممارسته حقوق الملكية.

الثاني والعشرون: يستند صندوق الثروة السيادية إلى إطار يحدد مخاطر عملياته ويقدرها ويديرها ويتضمن إطار إدارة المخاطر معلومات موثقة ونظما لإبلاغ البيانات في الوقت المقرر مما يتيح مراقبة المخاطر ذات الصلة وإدارتها في ظل مستويات مقبولة واليات للرقابة والحوافز ومدونات لقواعد السلوك وتخطيط لاستمرارية العمل ووظيفة تدقيقية مستقلة كما يتم الإفصاح علنا عن المنهج العام المعتمد لإطار إدارة المخاطر.

الثالث والعشرون: تقاس أصول صندوق الثروة السيادية وإدارة الاستثمار سواء على أساس مطلق أو مقارن بمعايير قياسية إن وجدت وترفع تقارير بشأنها إلى مالكيها طبقاً لمبادئ واضحة التحديد.

الرابع والعشرون: يجرى صندوق الثروة السيادية بشكل مباشر أو من خلال طرف ينوب عنه عملية مراجعة منتظمة لتطبيق المبادئ والممارسات المتعارف عليها.

2/8 أهمية ووزن صناديق الثروة السيادية في النظام المالي العالمي:

جاءت أهمية صناديق الثروة السيادية نتيجة لتوافر أكثر من 3 تريليون دولار في منتصف عام 2008 مقابل 500 مليار دولار في بداية سنوات التسعينات من القرن العشرين ويقدر لصناديق الثروة السيادية أن تنمو (IMF,2008) ، بمعدلات سنوية تتراوح ما بين 10 و 20% وهذا سوف يسمح لها بأن تتراوح أصولها في أفق 2012 ما بين 5 - 10 تريليون دولار حتى وإن كانت متغيرات الأزمة المالية العالمية تبقى الأقرب إلى الواقع نتيجة تراجع أسعار المواد الأولية وعلى رأسها البترول. ويشير تقرير نشرته مؤسسة (ستانلي مورغان) إلى أن أصول صناديق الثروة السيادية ستصل في أفق 2015 إلى 12 تريليون دولار (برينت سيفين،2008) رغم هذا الحجم المالي الكبير لصناديق الثروة السيادية فأنها تبقى متواضعة بالمقارنة مع بعض الهيئات المالية العاملة على مستوى الأسواق المالية العالمية حيث (IMF,2008) :

- تمثل صناديق الثروة السيادية 6/1 من الأصول المدارة من قبل شركات التأمين التي تدير أكثر من 16 تريليون دولار.
- تمثل صناديق الثروة السيادية 7/1 من الأصول المدارة من قبل صناديق المعاشات والتي تصل إلى أكثر من 15 تريليون دولار.
- تمثل 1/2 من احتياطات الصرف العالمية التي تصل إلى 7 تريليون دولار.

إن ما يجعل صناديق الثروة السيادية تأتي في المرتبة الرابعة من حيث الأهمية بالرغم من أنها تحوز على ضعف الأصول المدارة من قبل صناديق المضاربة (1,5 - 2 تريليون دولار) وأكثر من 10 أضعاف لأمثال الأموال القابلة للإقراض من قبل صندوق النقد الدولي

والتي تصل إلى 250 مليار دولار. كذلك يمكن لصناديق الثروة السيادية وهي بهذا الحجم الكبير أن تسهم في النظام المالي العالمي من خلال: (المناعي، 2008)، (مهران، 2008).

- (1) قدرة هذه الصناديق على أداء دور الاحتياط بالنسبة للدول المالكة لهذه الصناديق بتمويل جزء من عوائدها لصالح الأجيال المولودة بعد نزوب المواد الأولية.
- (2) السماح لصناديق الثروة السيادية بتنويع مصادر الناتج المحلي الخام وذلك بتطوير أنشطه جديدة كما هو حال صناديق أبو ظبي، دبي بتطويرها للسياحة وصناعات التسلية والأنشطة الأخرى المرتبطة بالمواد الأولية.
- (3) توفير صناديق الثروة السيادية لموارد دائمة ومنتظمة للدول المالكة لهذه الصناديق تكون غير مرتبطة بالمواد الأولية التي مهما بلغ مخزونها تبقى قابلة للنزوب.
- (4) قيام صناديق الثروة السيادية بدور استقراري بامتصاص الصدمات الناجمة عن الانخفاض المؤقت في أسعار المواد الأولية والعمل على تغطية الصدمات الاقتصادية السلبية.
- (5) إسهام صناديق الثروة السيادية في تنمية الدول المستقبلية لاستثمارات هذه الصناديق وذلك بتحويل الهياكل القاعدية وهذا ما دفع رئيس البنك العالمي إلى الاقتراح على هذه الصناديق استثمار 1% من أصولها في المؤسسات الإفريقية.
- (6) إسهام صناديق الثروة السيادية في زيادة تكامل الاقتصاد العالمي وزيادة المشاركة وربط المصالح .
- (7) إسهام صناديق الثروة السيادية في تحقيق مزيد من الاستقرار الاقتصادي في الدول المنتمية إليها بتنويع الاقتصاد وبالتوسع في الأنشطة غير النفطية خاصة والعمل على تقليص الاعتماد على واردات السلع الاستهلاكية ومن تأثيرات التضخم المستوردة .

2/9 صناديق الثروة السيادية ودورها في مستقبل دول الخليج العربي:

توافرت لدى العديد من دول الخليج العربي في النصف الثاني من القرن العشرين مبالغ كبيرة من عائدات النفط، ارتفع معها رصيد الاحتياطيات الأجنبية لهذه الدول ونتيجة للتقلبات في أسعار النفط وخاصة منذ منتصف الثمانينيات كان هذا الرصيد عادة يستخدم للحفاظ على الاستقرار الاقتصادي لهذه الدول ولتحقيق الادخار للأجيال القادمة لقد كانت السيولة وعدم المخاطرة بالاستثمارات شرطين أساسيين وان الحفاظ على رأس المال الأصلي

بالنسبة لهذه الاستثمارات أهم من عائدات الاستثمارات وخلال التسعينات شهد دور صناديق الثروة السيادية تطورا ملحوظا مع عوامة الأسواق العالمية كما اتخذت صناديق الثروة السيادية دورا استثماريا نشطا يهدف إلى دعم الاستراتيجيات الاجتماعية والاقتصادية لبلادها.

توجد حاليا أربعة نماذج من الصناديق الاستثمارية في دول الخليج العربي هي:

- (1) بنوك الدولة المركزية: إن المسؤولية المنوطة بهذه البنوك هي الحفاظ على الاستقرار الاقتصادي لدول الخليج العربي ويتطلب هذا بدوره استثمارات ذات درجة سيولة عالية طبيعة سائلة وآمنة ولهذا فإن غالبية فوائض النقد الأجنبي توضع في شكل بنكنوت وأصول نقدية.
- (2) صناديق التنمية: هي صناديق حكومية، أنشئت لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية والاجتماعية على المستوى المحلي كتشجيع المشاريع الصغيرة والمتوسطة ومشاريع البنية التحتية ولهذه الصناديق دور إقليمي ودولي لمساعدة الدول الأخرى في مجال التنمية. لقد بدأ الاهتمام مؤخرا بالمشاركة في المشاريع الخاصة في محاولة من هذه الصناديق لتحسين الكفاءة العملية لتلك المشاريع وزيادة مصادرها.
- (3) مشاريع مملوكة للدول وشركات مرتبطة بالحكومات.
- (4) صناديق الثروة السيادية: يمكن تقسيم صناديق الثروة السيادية إلى مجموعتين، صناديق خاملة وصناديق فعالة. أما الصناديق الخاملة فهي التي كانت موجودة لبعض الوقت وذات غاية استثمارية لفترة محدودة ورغم إن تلك الصناديق غيرت من مهامها في قطاعات اقتصادية عديدة وان هذه الصناديق ليست لها عمليات اقتصادية معينة مع إدارتها للشركات المكتسبة. أما صناديق الثروة السيادية الفعالة فهي على عكس الصناديق الخاملة جاءت لتحديد ملامح صناديق الثروة السيادية في المستقبل. و تحتفظ صناديق الثروة السيادية باستثمارات فعالة في إدارة الشركات ومخصصات استثمارية، كما أنها تعكس استراتيجيات اقتصادية طموحة للدولة. ويمكن لهذه الصناديق أن تتولى مهام أي عدد من صناديق الاستثمار نظرا لكونها تملك مجالات كبيرة وغير محدودة للاستثمار، لهذا فإن دورها في التنمية الاقتصادية والاجتماعية أكبر من دور أية صناديق أخرى مشابهة وتعتبر دول الخليج العربي في قلب التحول الكبير الذي تشهده الأسواق المالية العالمية ليس فقط بفعل الصعود السريع لصناديق الثروة السيادية

ولكن بما تتمتع به من إمكانيات ومقومات اقتصادية تسمح لها أن تمارس دوراً مهماً في النظام العالمي الجديد. إن مشاركة المملكة العربية السعودية في اجتماع مجموعة العشرين الذي انعقد في لندن في نيسان/ ابريل 2009 دليل قوي على أهمية الدور الذي من الممكن أن تقوم به دول الخليج في صياغة النظام الاقتصادي العالمي بعد انتهاء الأزمة، و يتضح ذلك من خلال مطالبة السعودية بضرورة تقوية الدور الرقابي لصندوق النقد الدولي على اقتصاديات الدول المتقدمة وإعطاء الأولوية لتحسين المعايير الإشرافية على المؤسسات المالية في هذه الدول.

ونتيجة للنمو السريع لهذه الصناديق فقد تحول كل صندوق من صناديق الثروة السيادية الخليجية إلى مستثمر محافظ متطور وزع مجازفته على فئات متنوعة من الأصول والصناعات والمناطق الجغرافية. إن بعض هذه الصناديق يقدم إسهاماً فاعلاً في تنويع وتطوير اقتصاديات حكوماتها الوطنية على شكل استثمارات إستراتيجية. كما أن هذه الصناديق تواجه تحديات حول كيفية التموضع كقوى فاعلة جديدة ومهمة في الأسواق المالية العالمية إضافة إلى كيفية التصرف في الفضاء السياسي المحيط بها. ومن الدول الخليجية التي أنشأت صناديق ثروة سيادية:

(أ) دولة الكويت: كان الهدف من تكليف الهيئة العامة للاستثمار في دولة الكويت هو لتحقيق عائدات طويلة الأمد من فائض عائدات النفط الكويتي وتأمين مصدر بديل لمداخيل الحكومة حين تنضب مصادر النفط في البلاد. وكهيئة حكومية مستقلة تعتبر هذه الهيئة مسئولة عن إدارة وتصريف أمور صندوق احتياطي الأجيال إضافة إلى صناديق أخرى يضعها وزير المالية في عهده و في تموز/ يوليو 2007، أعلنت الهيئة العامة للاستثمار إن مجموع ممتلكاتها يصل إلى 213 مليار دولار موزعة بين صندوق احتياطي الأجيال ( 174 مليار دولار) وصندوق الاحتياطي العام (39 مليار دولار). إن صندوق الاحتياطي العام يملك أصول الحكومة ويستلم كل عائداتها التي تسدد منها نفقات الميزانية. ( وفي مقابلة مع رئيس هيئة الاستثمار الكويتية في 19 أيار / مايو 2008، مجلة دير شبيغل الألمانية) ذكر إن صندوق احتياطي الأجيال يتلقى 10% من إجمالي عائدات الدولة السنوية ويعيد استثمارها. إن أصول صندوق احتياطي الأجيال موجودة خارج الكويت. وفي عام 2004 أوصت وثيقة المراجعة الإستراتيجية التي أعدتها وزارة المالية الكويتية الهيئة العامة للاستثمار بتنويع استثماراتها والابتعاد عن السندات والأسهم والاتجاه نحو فئات أخرى من الأصول مثل الأسهم الخاصة والعقارات والأسواق الناشئة.

إن أبرز أصول الهيئة العامة للاستثمار تشمل حصة 7,1% في (ديملر أي جي) ويعود تاريخ الاستثمار فيها إلى عام 1969، ما جعلها أكبر مساهم منفرد في الشركة الألمانية لصناعة السيارات كذلك لديها حصة 2,7% في بريتش بتروليوم ما جعلها واحدة من أهم المساهمين في مجموعة الطاقة العالمية أما أحدث استثمارات الهيئة العامة للاستثمار الكبيرة هو إسهامها في بنك الصين الصناعي والتجاري في عام 2006 وبذلك أصبحت أكبر مستثمر في هذا البنك كما استثمرت 3 مليارات دولار في سيتي جروب و2 مليار دولار في ميريل لينش وفي أواخر عام 2007 وأوائل عام 2008 استثمرت مليار دولار في تمويل استحواذ داو كيمكال Dow Chemical على روم أند هاس Rohm and hass ، وهي شركة متخصصة في المواد المميزة. وفي صيف عام 2008 أعلنت الهيئة العامة للاستثمار عن نيتها تخصيص 50 مليار دولار أو ما يعادل 20% من أصولها للاستثمار في اليابان في خطوة تهدف إلى إعادة التوازن في توزيع أصولها العالمية.

كذلك تواصل الهيئة لعب دورها كمساهمة في مختلف أنحاء العالم وقد تجلّى هذا الدور في أفضل أشكاله في الطريقة التي أدّرت بها أملاكها في بريتش بتروليوم وفي إطار استجابتها للفرص التي أتاحتها سياسة الخصخصة الطموحة لرئيسة الوزراء البريطانية في أواخر الثمانينيات مارغريت تاتشر في بريتش بتروليوم ليوم حيث أسهمت الهيئة العامة للاستثمار بحصة بلغت 22% لتصبح أكبر مساهماً فيها ولكن تحول الهيئة العامة للاستثمار إلى أكبر حامل أسهم في الشركة أثار قلق لجنة الاحتكارات والاندماجات البريطانية وطلبها إجراء تحقيق نتج عنه مطالبة الهيئة العامة للاستثمار بأن يكون استثمارها أقل من 9,9% بحلول تشرين الأول / أكتوبر 1989 وعلى الرغم من أنها أبلغت الحكومة البريطانية إنها لم تكن ترغب القيام في إدارة بريتش بتروليوم وقد استجابت الهيئة العامة للاستثمار للضغوط السياسية والتنظيمية التي تعرضت إليها وقامت بتخفيض قيمة استثماراتها في بريتش بتروليوم.

كان على الهيئة العامة للاستثمار في الكويت أن تتعلم بوصفها مستثمراً كيفية التعايش مع المخاطر السياسية الشديدة كما حدث في حالة شركة بريتش بتروليوم ومع ذلك فإن مقارنة مسؤولي الهيئة الهادئة وغير السياسية تعرضت إلى الاختبار مع الأحداث التي وقعت في أواخر عام 2007 وأوائل عام 2008. إن استثمارات الهيئة العامة للاستثمار في سيتي جروب وميريل لينش أقمها في جدل عالمي حول المخاطر المحتملة لهذه الاستثمارات في القطاع المصرفي الغربي ما دفعها إلى توضيح الدوافع الكامنة وراء استثماراتها وأصبح مسؤولو الهيئة من أوائل ممثلي صناديق الثروة السيادية الذين أرغموا على نفي الادعاءات الغربية. (Nimnod & Blanca, 2008, P. 46)



وبشكل عام حافظت الهيئة العامة للاستثمار ومنذ تأسيسها على موقعها كمستثمر جيد في المحافظ المالية وذلك بتوزيع المخاطر التي يمكن أن تتعرض إليها على فئات متعددة من الأصول على المستويين الصناعي والجغرافي، لكن لا يبدو أن الهيئة العامة وظفت أي نوع من الاستثمارات الإستراتيجية التي يمكن أن تساعد الاقتصاد الكويتي كثيراً في تحقيق التنوع في القطاعات الاقتصادية المختلفة بما يتجاوز قطاع الطاقة. لكن توجي حادثة مشاركة الهيئة العامة للاستثمار في بريتش بتروليوم بأنها تمتلك قدراً معقولاً من الخبرة يمكنها من تجاوز المخاطر السياسية ومن التقليل إلى أقصى حد ممكن من الانكشاف والمخاطرة. إن حصة صناديق الثروة السيادية في الكويت الأقل بين الدول الخليجية حيث تسيطر على 12 % فقط من سوق الأسهم الكويتي كما يبلغ مجموع استثمارات هذه الصناديق 25 مليار دولار تمثل معظمها الهيئة العامة للاستثمار التي تملك حصة تقدر 65 % من تلك الاستثمارات. في حين أن الهيئة قد استثمرت في 8 شركات كويتية مدرجة في السوق المالي. إن استثمارات الهيئة في شركة ( زين ) وبيت التمويل الكويتي تمثل 80 % من إجمالي استثماراتها و تبرز مؤسسة التأمينات الاجتماعية باعتبارها صندوق الثروة السيادية الذي يتمتع بأعلى درجة نفوذ حسبما يتضح من استثماراتها في 21 شركة كويتية مدرجة وتقدر قيمتها الاستثمارية الإجمالية بمبلغ 3,5 مليارات دولار وتأتي حصتها البالغة 15 % في شركة أجيليتي ( سابقاً شركة المخازن العمومية ) كأكبر استثمار لها تليها حصتها البالغة 10 % في البنك الأهلي الكويتي.

(ب) المملكة العربية السعودية:

تعتبر المملكة العربية السعودية أكبر منتجاً للنفط في العالم. ما جعلها مرشحة لتشغيل صندوق للثروة السيادية كذلك بقيت لفترة متردة في استغلال الصناديق السيادية كوسيلة للانخراط في الأسواق المالية العالمية. إن جغرافيتها الاقتصادية وحجم السكان فيها يتطلبان درجة كبيرة من السيولة المالية مما قلل الرغبة لديها في خوض غمار المخاطر ولهذا السبب لم تعلن السعودية عن إنشاء صندوق ثروة سيادي إلا في نيسان / ابريل 2008 وحتى ذلك الحين كانت مؤسسة النقد العربي السعودي ( سما ) تتولى إدارة احتياطات المملكة العربية السعودية من العملات الصعبة. وذلك حسب تقديرات معهد صناديق الثروة السيادية ( كما هو موضح في الجدول رقم 3 )، لقد بلغ إجمالي احتياطات مؤسسة النقد العربي السعودي حتى آذار / مارس 2009 ما يقارب 431 مليار دولار. كما تستثمر مؤسسة النقد السعودي معظم أصولها في سندات سائلة ذات مخاطر منخفضة على الرغم من أنها تستثمر كذلك في بعض الأسهم والسندات التي تتضمن مخاطر مرتفعة مما يجعلها مستثمراً محافظاً. وتقدر مؤسسة ماكنزي McKinsey إن إجمالي الأصول الأجنبية لمؤسسة النقد العربي السعودي موزعة على النحو التالي: 20 % أوراقاً مالية وودائع ، ومن 55% إلى 60% وودائع ذات دخل ثابت ومن 20% إلى 25 % أسهما.

وتعتبر حصة مؤسسة النقد العربي السعودي من الدولارات مرتفعة كما تعتقد مؤسسة النقد العربي أنها تعتمد على تصدير كل حصتها من الأسهم إلى الخارج. وتقوم أيضا ببعض عمليات إدارة الدخل الثابت وهو ما يشير إلى أن المستثمرين السعوديين من القطاع الخاص ناشطون في توظيف استثماراتهم. في نيسان / ابريل 2008 أعلن صندوق الاستثمار العام السعودي الذي تشرف عليه وزارة المالية السعودية عن إطلاق أول صندوق ثروة سيادي للمملكة العربية السعودية بقيمة تقدر 5,3 مليار دولار وقد صادقت الحكومة السعودية في تموز / يوليو 2008 على إنشاء صندوق للثروة السيادية . بدأت المؤسسة الجديدة سنابل السعودية بمبلغ يقدر 5,3 مليار دولار، وتديرها شركة استثمار متمرسة مملوكة بالكامل لصندوق الاستثمار العام. أما هدف شركة سنابل هو تنويع قاعدة الأصول المالية السعودية وتحسين إدارة مخاطر الاستثمار إضافة إلى تنويع الاقتصاد السعودي عبر تطوير قطاع الخدمات المالية وبناء كفاءات لإدارة الأصول بين صفوف المواطنين السعوديين وتمتلك الاستثمارات الحكومية في المملكة العربية السعودية حصصا في 27 شركة تشكل 36 % من القيمة الرأسمالية للأسواق الخليجية والمقدرة بمبلغ قدره 300 مليار دولار. ومن الواضح أن حكومة المملكة العربية السعودية هي الرائدة بين صناديق الثروة السيادية السعودية بحصة ضخمة تبلغ 80 % تمتلكها خمسة كيانات سيادية وتشكل شركة سابك وشركة الاتصالات السعودية أغلبية حصص الملكية المباشرة للحكومة السعودية. أما من خلال منظور الملكية المؤثرة فإ

ن الحكومة السعودية تملك حصصا مؤثرة في 14 شركة مدرجة تمثل 7 % من مجموع تلك الاستثمارات المباشرة في حين أن الملكيات موزعة بشكل أفضل بكثير من توزيع حصص الحكومة السعودية كما أن مجموع شركة سامبا المالية وشركة الاتصالات السعودية ما تزال تشكل 40 % من إجمالي حصص المملكة العربية السعودية بينما يملك صندوق الاستثمار العام حصصا في 9 شركات كذلك تملك مجموعة سامبا 66 % من مجموع تلك الحصص. (Sven, 2008, P 16, 17).

ت ( دولة قطر:

أنشأت دولة قطر هيئة الاستثمار القطرية في عام 2003، وكان الهدف الرئيس منها الإسهام في تنويع الأصول المالية لديها وتوزيعها في مجموعة أصول جديدة وتعزيز الاقتصاد القطري وبالتالي عملت الهيئة للاستثمار بشكل رئيس في الأسواق الدولية. أما في داخل قطر فتستثمر خارج نطاق قطاع الطاقة. لقد بلغ رأس مال الصندوق 60 مليار دولار، وهو يحظى بدعم من محافظ مالية ناجمة عن فوائض مبيعات قطر من الموارد الطبيعية. ووفق تقرير معهد صناديق الثروة السيادية 2008 ، تتكون ممتلكات الصندوق القطري للاستثمار من 40 % بالدولار الأمريكي و 40 % باليورو و 20 % بعملات أخرى، بما في ذلك الجنيه الإسترليني.

ويشمل أهم ما يمتلكه الصندوق شركة فور سيزنز هيلثكير Four Seasons Healthcare ومقرها بريطانيا، والتي استحوذت عليها من شركة الينانس كابيتال بارتنرز Alliance Capital Partners في عام 2007 وبحصة بلغت 14,9 % في بورصة لندن المالية مقابل 2,08 مليار يورو وعلى حصة نسبتها 5,1 % في مجموعة لا غاردير الفرنسية وفي شباط / فبراير 2008 حازت الهيئة على نسبة مئوية تبلغ من 1 % إلى 2 % في شركة كريدي سويس. وفي تموز / يوليو 2008، رفعت حصتها لدى سانزيري Sainsbury وهي ثالث أكبر مجموعة سوبر ماركت في بريطانيا لتصل إلى 26 % كما أصبحت هيئة الاستثمار القطرية في الشهر نفسه أكبر حامل للأسهم في بنك باركليز.

وفيما عدا هذه الاستثمارات فإن هيئة الاستثمار القطرية ناشطة جدا في إقامة تحالفات جديدة داخل العالم العربي ومع اقتصاديات أخرى ناشئة. وقد اشتركت مع دبي انترناشونال لشراء حصة مقدارها 3,12 % في الشركة الأوروبية للدفاعات الجوية EADS. وفي آذار / مارس 2008 اشتركت الهيئة مع الشركة الدولية للاستثمارات البترولية في الكويت في إطلاق صندوق برأس مال قدره 2 مليار دولار للاستثمار خارج قطاعي النفط والغاز وذلك من خلال شركة ديار للاستثمارات العقارية التابعة لها. و تخطط الهيئة لتنفيذ مشروعين عقارين في سورية يتضمنان استثمار 250 مليون دولار لتطوير مدينة اللاذقية الساحلية. كما أنها استثمرت 350 مليون دولار في مشروع روابي الذي يوفر مساكن ل 40 ألف مواطن في الضفة الغربية وهكذا أصبحت الهيئة القطرية مستثمرا عالميا نشطا وسريع الحركة مع تركيزها على أصول في أوروبا واستغلال فرص النمو في اقتصاديات ناشئة في آسيا وأفريقيا كما أنها أقامت شبكة واسعة من الاستثمارات في مجالات الصناعات والخدمات المالية والرعاية الصحية والبناء والمشاريع العقارية.

وتمتلك صناديق الثروة السيادية في قطر والبالغ عددها 5 صناديق حصصاً مؤثرة في 9 شركات مدرجة بقيمة استثمارات إجمالية تبلغ 29 مليون دولار تمثل 21 % من القيمة الرأسمالية للسوق. كما وتبرز مؤسسة بترول قطر كأكبر صندوق للثروة السيادية من خلال حصتها البالغة 70 % في شركة صناعات قطر والمقدرة قيمتها بمبلغ 16 مليار دولار. إن هذا الاستثمار بمفرده يشكل أكثر من 55 % من مجموع استثمارات صناديق الثروة في قطر. وتأتي في المرتبة الثانية هيئة الاستثمار القطرية بقيمة استثمارات تبلغ 10 مليارات دولار موزعة على 3 شركات وتمثل حصتها البالغة 50 % في بنك قطر الوطني نحو 62 % من مجموع استثماراتها. أما هيئة التقاعد فإنها تتمتع بأعلى درجة من التأثير من حيث عدد الشركات المستثمر فيها ( 5 شركات). و يتمثل الاستثمار الرئيس لهذه الهيئة في شركة الاتصالات القطرية التي تشكل 62 % من كل استثمارات الهيئة في أسهم الشركات القطرية المدرجة. (مبروك، 2009، ص 56).

ث ) سلطنة عُمان:

أنشأت سلطنة عُمان 9 صناديق للثروة السيادية بقيمة استثمارية تبلغ 6 مليارات دولار تمثل 23 % من القيمة الرأسمالية الإجمالية للسوق العماني. وتعتبر حكومة عُمان أكبر صندوق للثروة السيادية في السلطنة بحصة تبلغ 44 % وبقيمة استثمارية قدرها 2,6 مليار دولار. وجميع هذه الاستثمارات متركزة في شركة واحدة هي شركة عُمان تل. أما من حيث التأثير والنفوذ فإن صندوق تقاعد موظفي الخدمة المدنية استثمر في أسهم 10 شركات عُمانية مدرجة، غير أن حصته من السوق تبلغ 9 % فقط ويتمتع بنك مسقط برعاية 6 من أصل 9 صناديق للثروة السيادية تملك مجتمعة حصة بنسبة 33 % من رأسماله. ( معهد صناديق الثروة السيادية، 2009).

ح ) مملكة البحرين:

إن الاستثمارات الحكومية في مملكة البحرين متمثلة في أربعة كيانات استثمرت مجتمعة وبصورة تراكمية ما قيمته 5 مليارات دولار تمثل 18 % من إجمالي القيمة الرأسمالية لسوق الأسهم البحريني، وهي حصة اقل نسبيًا من مثيلتها في أسواق خليجية أخرى مثل سوق المملكة العربية السعودية وسوق الإمارات. وتشمل قائمة الاستثمارات هذه صناديقًا خارجيًا للثروة السيادية هو المؤسسة العامة للتأمينات الاجتماعية في الكويت، علما بأن الصندوق السيادي الأكبر في البحرين شركة ممتلكات البحرينية القابضة التي تملك حصة بنسبة 45 % من السوق. وتليها وكالة صندوق التقاعد التي استثمرت في 10 شركات بحرينية مدرجة. وتملك الهيئة العامة للتأمينات الاجتماعية حصة بنسبة 20,5 % في البنك الأهلي الكويتي. أما شركة باتلكو وهي شركة الاتصالات الرئيسة في البحرين فهي مملوكة لثلاثة صناديق ثروة سيادية بنسبة تقارب 55 % مما جعلها أضخم شركة من حيث القيمة، بينما تملك شركة ممتلكات البحرينية القابضة حصة بنسبة 49 % وبقيمة تبلغ 1,7 مليار دولار في بنك البحرين الوطني. ( معهد صناديق الثروة السيادية، 2009).

2/10 صناديق الثروة السيادية في دولة الإمارات العربية المتحدة:

تعيش الأقطار العربية في الخليج العربي في قلب التحول الكبير الذي تشهده الأسواق المالية العالمية وذلك بفعل الصعود السريع لصناديق الثروة السيادية.

حيث تعتبر هذه المنطقة موطناً لبعض أكبر هذه الصناديق، كما أنها تعمل بسرعة على تكوين صناديق جديدة من هذا النوع. تعتبر هيئة استثمار أبو ظبي أكبر صندوق ثروة سيادي عالمي بأصول تتراوح قيمتها ما بين 500 مليار و 738.5 مليار دولار. وتقدر قيمة ما تديره الوكالة المالية العربية السعودية بأكثر من 436.5 مليار تليها هيئة الاستثمار الكويتية التي تقدر بأكثر من 2.520 مليار وهيئة استثمار دبي بأكثر من 80 مليار وهيئة الاستثمار القطرية بأكثر من 26 مليار. وثمة عدد متزايد من الصناديق الأصغر تقدر قيمة كل منها بحوالي 10 مليارات دولار ويوضح جدول رقم (4) صناديق ثروة سيادية مختارة لبعض البلدان العربية.

عموما يقدر مجموع ما تديره صناديق الثروة السيادية في الدول العربية الخليجية بأكثر من تريليون دولار وإذا ما شمل ذلك الأصول التي تديرها البنوك المركزية والتي تقدر بحوالي 460 مليار دولار وتبلغ قيمة المحفظة مجتمعة أكثر من 1,5 تريليون دولار (العتيبي، 2008).

أولاً: صناديق الثروة السيادية في إمارة أبو ظبي:

تسيطر إمارة أبو ظبي على ثلاثة صناديق ثروة سيادية مهمة: هيئة أبو ظبي للاستثمار (ADIA) وشركة مبادلة (Mubadala)، وهو صندوق اصغر حجماً لكنه أكثر جرأة على صعيد المغامرة وشركة أبو ظبي العالمية للاستثمارات البترولية (IPIC). وعلى مدى عقود عدة تم تأسيس الصناديق الثلاثة لإدارة عائدات الإمارة من النفط والغاز وتعزيز موقعها في أسواق النفط الإقليمية والعالمية والإسهام في تنويع اقتصاد أبو ظبي بعيداً عن المخاطر التي تمثلها أسواق النفط المتقلبة.

في عام 1976 تم تأسيس هيئة أبو ظبي للاستثمار (ADIA) والتي تعد صندوق الثروة السيادي الثاني من حيث أهميته في منطقة الخليج العربي. كذلك يعد واحداً من بين أكبر الصناديق السيادية على مستوى العالم، وهذا عائد إلى ارتفاع أسعار النفط في فترة السبعينات. إن الهدف الرئيس من إنشاء الهيئة هي لضمان ازدهار إمارة أبو ظبي وإدارة الأصول المالية للإمارة بحكمة وحصافة. وقد أصبحت هيئة أبو ظبي للاستثمار على مدار السنوات واحدة من أكبر صناديق الثروة السيادية على مستوى العالم.

جدول رقم (4)

أهم صناديق الثروة السيادية في دول الخليج العربي حتى عام 2007

الدولة	الاسم	تاريخ التأسيس	الحجم (مليار دولار) لعام 2007
الكويت	هيئة الاستثمار الكويتية*	1953	213
قطر	هيئة الاستثمار القطرية	2005	60
السعودية	مؤسسة النقد العربي السعودي	1952	270
أبو ظبي	هيئة استثمار أبو ظبي	1976	500
أبو ظبي	شركة استثمار البترول الدولية	2002	12
أبو ظبي	شركة مبادلة للتنمية الدولية	1984	10
دبي	عالم الاستثمار	2003	12
دبي	دبي انترناشنال كابيتال	2004	13
دبي	هيئة استثمار دبي	2006	82

المصدر: أدوين تورمان، (ابريل /نيسان 2007)، خطة من أجل أفضل الممارسات لصناديق الثروة السيادية، معهد بتر سون الدولي للاقتصاديات العالمية.

\* جزء من الممتلكات عبارة عن أصول محلية.

نتيجة لعدم توافر معلومات وبيانات كافية عن أسلوب الهيئة لاستثماراتها وأصولها المالية فقد تكهن الخبراء الماليون الدوليون في عامي 2007 و 2008 أن أصول الهيئة الاستثمارية تتراوح بين 500 و 875 مليار دولار أمريكي. ويعد الفرق بين هذين الرقمين مؤشرا واضحا على الغموض الذي ميز الصندوق، كما أن سياسة الهيئة المتمثلة في الاحتفاظ بحصص أسهم عادية صغيرة أقل مما تتطلبه متطلبات الإفصاح، يزيد من صعوبة الحصول على معلومات عنها، يضاف إلى ذلك إنها تصدر ما نسبته 80 % من أموالها إلى شركات خارجية (Kern Steffen.2007).

لم تظهر هيئة أبو ظبي للاستثمار في دائرة الضوء في العالم إلا في أواخر شتاء 2007 وأوائل 2008 وذلك بسبب الاضطراب الذي أصاب الأسواق المالية نتيجة لاستحواذ الهيئة على نسبة 4.9 % في سيتي غروب (City group). إن أهم حدث في تلك الفترة هو نقل الجدل في شأن صناديق الثروة السيادية من دائرة الحلقة الصغيرة من الخبراء إلى شاشات رادار الأسرة الدولية. وعلى غرار الهيئة العامة للاستثمار في الكويت استجابت هيئة أبو ظبي للاستثمار إلى ضغوط المجتمع الدولي لتصبح أكثر وضوحاً في سياساتها، حيث كشفت الهيئة بعض المعلومات عن توزيع أصولها، وتبين أنها استثمرت ما نسبته 45 - 55 % في السندات الحكومية ومن 5 - 10 % في العقارات فيما تم استثمار النسبة المتبقية في الأسهم الخاصة والأسهم الرأسمالية الصغيرة والبنية الأساسية والسيولة، أما نسبة توزيع ما تمتلكه من عملات فتقدر بـ 45 % بالدولار الأمريكي و 40 % باليورو و 5 % بالين ونسبة الـ 10 % الباقية بعملات الأسواق الناشئة، بينما تجد الهيئة في سعيها إلى الحفاظ على سلة أصول عالمية متوازنة . كما يمارس صندوق (مبادلة) الأصغر حجماً دوراً أكثر فاعلية في تنويع اقتصاد أبو ظبي. تأسس صندوق (مبادلة) في العام 2002 لكنه طور في غضون السنوات القليلة الماضية شبكة مؤثرة من الشركات العالمية والمحلية في قطاعات الطاقة والطيران والعقارات والرعاية الصحية والتكنولوجيا والبنية التحتية والخدمات وقطاعات أخرى. ومن بين أبرز الاستثمارات العالمية لصندوق (مبادلة) حصة تبلغ 7,5 % في شركة كار ليل (Carlyle) وهي شركة أسهم خاصة اشتراها في أيلول / سبتمبر 2007 مقابل 1,35 مليار دولار أمريكي و 8,1 % في شركة أ. م. د (AMD) لصناعة رقاقات الكمبيوتر المتطورة مقابل 622 مليون دولار أمريكي، و 25 % في (Lease Plan Corporation) ومقرها هولندا وهي شبكة من الشركات العالمية تعمل في مجال إدارة السفن والشاحنات و 5 % في شركة (Ferrari) لصناعة السيارات الرياضية إضافة إلى حصة تبلغ 35 % في شركة صناعة الطائرات (Piaggio Aero). والمثير للاهتمام في هذه الاستثمارات هو أن بعضها يفتح عن الكيفية التي يمكن للشركات العالمية المستندة إلى استثمار راسخ أن تسهم في التنمية الاقتصادية لإمارة أبو ظبي مستقبلاً. كذلك هناك مشروع مشترك مع (Lease Plan) باسم (Lease Plan Emirates) يقدم حلولاً لتأجير السفن والشاحنات. أما استثمارها في شركة (Ferrari) فيوفر منطلقاً لأول سباق فور ميولا وان (Formula one Grand Prix) يقام في الإمارات العربية المتحدة في العام 2009 إن شركة (مبادلة للتنمية) بدأت متحمسة في الآونة الأخيرة للمضي قدماً في مشاريع أكثر طموحاً، ففي تموز / يوليو 2008 أعلن الصندوق أنه سوف يسعى إلى أن يصبح واحداً من أكبر عشرة مساهمين في (جنرال إلكتريك) وهو ما كان يوحى آنذاك باستثمارات تصل إلى ما يزيد على 3 مليارات دولار أمريكي إضافة إلى ذلك اتفق صندوق (مبادلة) و(جنرال إلكتريك) على إقامة شراكة عالمية بقيمة 8 مليارات دولار تتضمن استثمارات مشتركة في عمليات التمويل التجاري والأبحاث والتطوير في مجال الطاقة النظيفة والطيران والصناعة والتعليم الإداري ولكي يحقق الصندوق طموحه في أن يصبح لاعباً قوياً في صناعة الألمنيوم العالمية ارتبط صندوق مبادلة للتنمية بمشروع مشترك مع شركة دبي (DUBAI)، وتم تأسيس شركة الإمارات للألمنيوم (Emirates Aluminum). وفي أوائل عام 2008 أعلن الصندوق أنه في صدد دراسة إمكانية بناء مجمع لصهر الألمنيوم في المملكة العربية السعودية في إشارة إلى تزويد المجمع بمادة البوكسيت وهي المادة الخام اللازمة لإنتاج الألمنيوم. استثمر الصندوق في عمليات الاستخراج والتكرير في غينيا التي تمتلك أكبر احتياطات البوكسيت في العالم. ويجري الصندوق من خلال شركة الإمارات للألمنيوم دراسة لبناء مجمع صهر في الجزائر لخدمة الأسواق الأوروبية والأميركية بشكل أفضل.



تشكل خطة صندوق مبادلة للتنمية لتوسيع نشاطه الوليد في صناعة الطيران مثالا على جهوده لزيادة إسهامه في تنويع اقتصاد الإمارات وذلك عبر تعزيز علاقاته مع مجموعة (Boing) والشركة الأوروبية لصناعات الطيران والدفاع والفضاء (EADS).

توضح هذه الأمثلة قوة الدعم الذي يوفره صندوق مبادلة للتنمية لإستراتيجية التنويع الخاصة بالإمارة في القطاعات الصناعية المختلفة بحيث يستغل إلى أقصى مدى إمكاناته الرئيسية لتطوير شبكات داخل القطاعات المختلفة وغيرها.

إن صندوق الثروة السيادية الثالث المهم في أبو ظبي هو شركة أبو ظبي الدولية للاستثمارات البترولية والذي يركز في استثماراته في مجموعة (OMV) وهي أكبر شركة في النمسا وواحدة من أبرز المجموعات العالمية العاملة في مجال النفط والبتروكيماويات كما أعلنت شركة أبو ظبي الدولية للاستثمارات البترولية إنها ستصبح أكثر نشاطا في آسيا الوسطى. في تموز/ يوليو 2008، اتفقت الشركة مع حكومة كازاخستان على إطلاق صندوق بقيمة مليار دولار أميركي للاستثمار في قطاع الطاقة وقطاعات أخرى. كما تعكف الشركة على تقييم فرص الاستثمار في أوزبكستان وتركمنستان وفي نهاية المطاف يجب أن يصل حجم المحفظة الاستثمارية للشركة إلى 20 مليار دولار أميركي (Brad Setser & Rachel Ziemba Ujan, 2009).

ينبغي أن نشير إلى انه تم تأسيس مجلس أبو ظبي للاستثمار (Abu Dhabi Investment Council) في عام 2006، لكي يتولى الإشراف على المحفظة الاستثمارية الداخلية لهيئة أبو ظبي للاستثمار وكذلك حتى يدير استثمارات أبو ظبي في بلدان الجوار العربي، وبالرغم من ذلك لا تكاد تتوافر أية معلومات عن المجلس، وهذا ما أحدث نوعا من التشويش في شأن دوره في أسرة الأجهزة الاستثمارية في أبو ظبي. في صيف 2008 حظي المجلس بقدر كبير من الاهتمام بسبب استحواذه على نسبة 9,5% من أحد أهم معالم نيويورك (New Yorker Chrysler Building) بمبلغ 800 مليون دولار وهو ما يتناقض مع زعمه القائل إنه يركز على الاستثمار إقليميا ويزيد من التشويش حيال صناديق الثروة السيادية وصلحياتها.

عموما يبدو مشهد صناديق الثروة السيادية في أبو ظبي كأنه يسعى إلى تقسيم العمل بين الصناديق المختلفة بسبب حجمها المفترض وتنوع استثماراتها العالمية، تعتبر هيئة أبو ظبي للاستثمار لاعبا رئيسا بين صناديق الثروة السيادية العالمية، كما تسعى إلى لعب دور المستثمر المحترف المحافظ بحيث تضمن وإن بشكل تدريجي تحويل الثروة النفطية للإمارة إلى أصول مالية تدار بشكل جيد. لقد جعلها نظام الإفصاح الصارم الذي تعمل في إطاره والذي لا يتيح الكشف سوى عن النذر اليسير من المعلومات هدفا لتكهنات واسعة النطاق في شأن حجمها وتأثيرها في الأسواق المالية العالمية، لذلك فإن أي ترتيب يهدف إلى دمج الصناديق السيادية عموما في الهيكلية المالية العالمية يشكل أكثر كفاءة ويحتاج إلى قدر أكبر من الشفافية من جانب قيادة هيئة أبو ظبي للاستثمار.

على الجانب الآخر أخذ صندوق (مبادلة) على عاتقه مهمة محاولة تنويع الصورة الاقتصادية لإمارة أبو ظبي، لذلك يعكف وبجراحة على بناء شبكات عالمية جديدة ويقوم شراكات مع مؤسسات عالمية ويشاركها في مشروعات جديدة تسهم في توسيع القاعدة الاقتصادية للإمارة وتكمل هذه المقاربة شركة أبو ظبي العالمية للاستثمارات البترولية. وهناك أسباب وجيهة لتفويض مجلس أبو ظبي للاستثمار الإشراف على المحفظة الاستثمارية الإقليمية لإمارة أبو ظبي لكن لا يبدو أن هناك تقسيما واضحا للعمل بين المجلس وبين صناديق الثروة السيادية الأخرى في أبو ظبي (Griffith-Jones, Stephanie & Jose Antonio Ocampo, 2008).

ثانيا: الصناديق السيادية في دبي:

طورت إمارة دبي في الآونة الأخيرة محفظة صناديق الثروة السيادية للإفادة من الفرص الاستثمارية العالمية، فيما أدارت كل من الكويت وأبو ظبي استثماراتها الخارجية من خلال صناديق ثروة سيادية على مدى عقود سابقة لا تمتلك دبي سجلا واسعا لتفعيل أصول الحكومة الخارجية وذلك عبر صناديق خاصة لكن يبدو مشهد دبي الاستثماري مجزأ، كما تبدو الغلبة فيها للملكية الخاصة أكثر مما هي عليه في بلدان أخرى.

تعتبر مؤسسة عالم الاستثمار (Istithmar World) التي تأسست في عام 2003 برأسمال قدره 12 مليار دولار أداة الاستثمار الدولية في دبي وأخذت موقعها في الأسواق المالية العالمية عبر شراء ما قيمته أكثر من 3 مليارات دولار أمريكي من الأسهم (بيورفتش، 2008) بما في ذلك محفظة في أكثر من 50 شركة لها أصول في قطاعات الخدمات المالية والاستهلاكية والصناعية والعقارية.

إن أبرز استثماراتها حصة 2,7 % في (Standard Chartered) اشترتها في خريف العام 2006 بمليار دولار، و3 % في شركة (GLG) مقرها لندن وهي أكبر شركة لإدارة الأصول البديلة في أوروبا وتبلغ أصولها 20 مليار دولار واستثمار بحوالي 170 مليون دولار في شركة (Pension Insurance - Corporation Holding) ومقرها بريطانيا وهي شركة رائدة في توفير تأمين المعاشات التقاعدية لصناديق تعويض تقاعد محددة في بريطانيا ولشركات توفير المرتبات السنوية. لكن على الرغم من إعلانها عن محفظة مؤثرة من الاستثمارات لا يبدو أن من بين أولوياتها الإستراتيجية الإسهام في شكل كبير في تنويع اقتصاد دبي، كما يبدو أن استحوادها مع شركة التطوير العقاري (نخيل) على نسبة 20 % من شركة الترفيه (Cirque du Soliel) في مقاطعة كيبك الكندية في صيف العام 2008، إضافة إلى خطط الشركتين لتطوير معرض دائم في بلم جميره، تعتبر استثمارات استراتيجية استثنائية أكثر منها القاعدة في عملها.

تحمل شركة Dubai International Capital التي تأسست في العام 2004 برأسمال 13 مليار دولار أميركي تفويضا لبناء محفظة دولية من أصول تجارية متنوعة في مجالات واسعة من الصناعات في أميركا الشمالية وأوروبا وآسيا والمحيط الهادي والشرق الأوسط وشمال إفريقيا. ويعكس الصندوق العالمي للأسهم الإستراتيجية (Global Strategic Equities Fund) طموحات الشركة العالمية وأهدافها في الاستحواذ على ممتلكات إستراتيجية في مؤشر فورتش العالمي لأكبر 500 شركة (Global Fortune 500)، وهو صندوق بقيمة ملياري دولار له استثمارات مهمة في شركات مهمة مثل ICICI, HSBC Holding Plc, Sony, EADS والأخيرة شركة خدمات مالية هندية . وفي غضون العامين المقبلين يخطط الصندوق العالمي للأسهم الإستراتيجية لإدارة أصول تبلغ 10 مليارات دولار أميركي. كما ينشط مجلس دبي للاستثمار في استثمارات الأسهم الخاصة حيث يمتلك حصصا في مجموعة توسو (Tussauds Group) والشركة البريطانية (Don casters) وسلسلة فنادق Traelodge وشركة التغليف الألمانية (Mauser) وفي صيف عام 2008 أعلن مجلس دبي للاستثمار عزمه الانخراط أكثر في الاستثمار في الأسواق الناشئة لا سيما في الهند والصين. ولتعزيز موقعه في الصين أطلق مع First Investment Group وهي شركة أسهم صينية رائدة وشركة China Dubai capital بهدف اقتناص الفرص في الاقتصاد الصيني الصاعد. وفي عام 2006 أصبح First Eastern أول بنك استثمار صيني يتم تسجيله في مركز دبي المالي العالمي، ومع ذلك يوجد شيء من التشويش حيال وضع مجلس دبي للاستثمار، فالبعض يصنفه بأنه صندوق ثروة سيادي، لكن المجلس في الواقع مملوك بالكامل لشركة دبي القابضة والمملوكة بدورها لحاكم دبي الشيخ محمد بن راشد آل مكتوم.

يؤكد نظام الملكية في مؤسسة عالم الاستثمار الطبيعية المعقدة لأنماط الملكية السائدة في دبي. إن ( مؤسسة عالم الاستثمار) ليست مملوكة من حكومة دبي إلا من خلال طبقة من الملكيات المتعددة وتمثل لشركة عالم دبي وهي شركة قابضة تمتلك (مؤسسة عالم الاستثمار) أولى هذه الطبقات، وبدورها فإن (مؤسسة عالم دبي) مملوكة من قبل مؤسسة دبي للاستثمار والتي هي مملوكة في نهاية المطاف من حكومة دبي. تم تأسيس مجلس دبي للاستثمار في العام 2006 عبر نقل محفظة الحكومة الاستثمارية من دائرة الاستثمار في وزارة المالية ولعل هذا النوع من هيكلية الملكية المعقد هو الذي يثير القلق الدولي إزاء شفافية صناديق الثروة السيادية. (Behrendt, Carnegie papers no. 12, October 2008)

وخلال فترة وجيزة تطورت صناديق الثروة السيادية في دبي وتلك التي يفترض أنها صناديق سيادية مثل مجلس دبي للاستثمار، لتصبح مؤسسات استثمارية محترفة في حقل محافظ الأوراق المالية، ومع ذلك ليس من السهل تحديد أي دور تنسيقي استراتيجي واضح تمارسه هذه الصناديق في تطور اقتصاد دبي أو الاتجاهات الإستراتيجية التي تنتهجها استثماراتها على الرغم من سعي دبي لتصبح مركزا لصناعة الخدمات المالية. إن على المرء أن يدرك أن DIFC Investment الذراع الاستثمارية لمركز دبي المالي العالمي وظفت استثمارات إستراتيجية في القطاع المصرفي وذلك للاستحواذ على حصة 2,5% في Deutsche Bank في صيف 2007، إلا أن ذلك لا يبدو أن أجهزة دبي الاستثمارية قد طورت إستراتيجية منسقة في شأن كيفية الإفادة من التقلبات في هذا القطاع في عامي 2007 و 2008، وقد يكمن السبب في الافتقار إلى إستراتيجية واضحة لصناديق الثروة السيادية وفي الطبيعة المعقدة لنظام الملكية في صناديق الثروة السيادية، الأمر الذي جعل من إدارتها بشكل فعال عبئا، كما انه يجعل من دبي عرضة إلى مزاعم خارجية في شأن صناديقها السيادية وأساليب إدارتها، على الرغم من أنها قد تكون أكثر شفافية من بعض الصناديق المشابهة في العالم العربي. Behrendt, Carnegie papers no.12, (October 2008)

#### 2/11 صناديق الثروة السيادية وتدفقات رؤوس الأموال العالمية:

لقياس تأثير صناديق الثروة السيادية على أسواق رأس المال العالمية يكون من المفيد دراسة كيفية إحداث الزيادة المستمرة في تراكم الأصول في صناديق الثروة السيادية للتغير في أنماط تدفقات رؤوس الأموال العالمية. وفي الواقع يجوز أن تقوم الدول التي لديها فائض احتياطي ضخم يزيد على احتياجات ميزان المدفوعات أن تقوم باختيار محفظة استثمارية تحقق عائدا أكبر وأقل اعتمادا على السيولة

لاستثمار تلك الأصول. وبناء على ذلك يمكن أن توفر المقارنة ما بين محافظ الاحتياطيات التقليدية والمحافظ القائمة على أساس الرسملة السوقية مؤشرا لاتجاه التدفقات النقدية في المستقبل.

يتم التعرف على فائض الاحتياطيات في الأسواق الناشئة الكبرى من خلال استخدام إجرائين تقليديين يمثلان القاعدة الأساسية للقياس. ويظهر الجدول رقم (5) إن نطاق فائض الاحتياطيات كبير بالفعل ويقدر بحوالي 3 تريليون دولار أمريكي أو أكثر من نصف إجمالي الاحتياطيات الرسمية لهذه الدول من العملات الأجنبية حتى عام 2007.

#### جدول (5)

الفائض الاحتياطي من النقد الأجنبي في آسيا الناشئة والاقتصاديات المصدرة للنفط

(مليار دولار أمريكي)

الدولة	الاحتياطي	استيراد 3 أشهر	دين خارجي قصير الأجل	الفائض الاحتياطي
الصين	1,559	254	231	1,305
روسيا	420	70	53	350
السعودية	276	34	22	242
تايوان	261	67	26	194
كوريا	244	109	3	135
الهند	202	72	15	130
البرازيل	175	37	66	138

90	0	9	99	الجزائر
73	1	6	79	ليبيا
64	40	85	149	سنغافورة
332			959	أخرى
3053			4,423	المجموع

Sources: IMF (WEO) estimates for 2007 & author's calculations (Roland Beck & Michael Fidora)

ملاحظة : يتم احتساب الاحتياطيات الفائضة بالفرق ما بين احتياطيات النقد الأجنبي والحد الأعلى لقيمة الاستيراد لثلاثة أشهر وكذلك يتم احتساب الاحتياطيات الفائضة بالفرق ما بين احتياطيات النقد الأجنبي والحد الأعلى لقيمة الدين الخارجي قصير الأجل.

أما بخصوص توزيع الاحتياطيات و أصول صناديق الثروة السيادية في المحافظ الاستثمارية فإننا نفترض أن الاحتياطيات من العملات الأجنبية مقسمة إلى العديد من العملات حسبما هو وارد في قاعدة بيانات العملات المكونة للاحتياطيات الرسمية من العملات الأجنبية لدى صندوق النقد الدولي ( IMF's Coffer Database جدول رقم (6) حقل رقم (A).

جدول رقم (6)

علامة تخصيص احتياطيات العملات الأجنبية وصناديق الثروة السيادية %

(التوزيعات الحقيقية للاقتصاديات الناشئة من العملات الأجنبية. A. حقل رقم)

أخرى	المملكة المتحدة	اليابان	منطقة اليورو	دولار	
0	0	0	0	0	سوق الأسهم
2,4	5,9	2,6	28,6	60,5	سوق السندات

حقل رقم (B) صناديق الثروة السيادية: المفروض استثمارها بموجب رسملة السوق.

23,2	7,7	9,5	15,1	44,5	سوق الأسهم
12,2	4,3	15,9	24,9	41,7	سوق السندات

Sources: IMF (COFER) & authors (Roland Beck & Michael Fidora)

وكحافطة استثمار تستخدم كعلامة قياسية على الأمد الطويل لصناديق الثروة السيادية، سوف يتم استخدام متوسط الأوزان المرجحة لرسملة الأسواق العالمية لمدة عشر (10) سنوات. وبصفة عامة بما يتماشى مع الأدلة المتاحة التي تمت مناقشتها في القسم (2) من الجدول رقم (6) حقل (ب). إن احد الأسباب الأخرى لاستخدام الرسملة السوقية كعلامة قياسية للتعرف على صناديق الثروة السيادية والتي تهدف إلى إتباع إستراتيجية تخصيص للأصول في المحافظ الاستثمارية مماثلة لتلك الإستراتيجية المتبعة بوساطة مديري الأصول الخاصة. وهو الأمر الذي ينعكس بدوره بشكل كبير على أسهم الرسملة السوقية شريطة الاحتفاظ بالافتراضات الخاصة بنموذج تقليدي لتسعير أصول رؤوس الأموال الدولية. ويمكن من خلال عقد مقارنة بين الفقرة (أ) والفقرة (ب) التوصل إلى حسابات بسيطة مبدئية لتدفقات رؤوس الأموال الناتجة عن تحول محتمل من احتياطات العملات الأجنبية إلى صناديق ثروة سيادية. وكخطوة أولى يتم تقدير المبالغ المستثمرة في مختلف الأسواق عن طريق تطبيق الأسهم في الفقرة (أ) فائض الاحتياطات العالمية. وفي الخطوة الثانية يتم احتساب تخصيصات بديلة للأصول عن طريق استخدام الأوزان المرجحة القياسية في الفقرة (ب) ويمثل الفرق بين المبالغ المستثمرة في كل سوق لتخصيص

تقديرات مبدئية لصافي التدفقات المحتملة لرؤوس الأموال.

جدول رقم (7)

تدفقات رؤوس الأموال الإضافية للاحتياطيات لإعادة التخصيص نحو صناديق الثروة السيادية.

(بليون دولار أمريكي) 2007

حقل رقم (A): المرجع للنتائج من اجل التنوع في مختلف المناطق والأسواق.

المجموع	أخرى	المملكة المتحدة	اليابان	منطقة اليورو	أمريكا	
1,209	290	93	115	183	538	سوق الأسهم
-1,209	167	-100	210	-413	-1,073	سوق السندات
	-447	-7	325	-230	-535	المجموع

حقل رقم (B): أسهم الأوراق المالية للسندات الأمريكية / اليورو بدون تغير.

1,209	280	93	115	183	538	سوق الأسهم
-1,209	-29	-71	-31	-346	-732	سوق السندات
	251	22	84	-163	-194	المجموع

حقل رقم (C): للتنوع فقط بين أسواق السندات منطقة اليورو.

0	0	0	0	0	0	سوق الأسهم
0	0	0	0	142	-142	سوق السندات
	0	0	0	142	-142	المجموع

حقل رقم (D): للتنوع فقط بين أمريكا ومنطقة اليورو.

1,077	0	0	0	273	804	سوق الأسهم
-1,077	0	0	0	-260	-817	سوق السندات
	0	0	0	13	-13	المجموع



Sources: The Impact of sovereign wealth funds on global financial markets, by Roland Beck & Michael Fedora, P 15

إن السيناريو رقم (A) من الجدول رقم (7) يوضح نتائج العلامة القياسية المستخدمة وقد تم التوصل إلى ثلاث نقاط رئيسية.

أولاً: إن إعادة تخصيص فائض الاحتياطيات سوف يؤدي إلى حدوث تدفقات لرؤوس أموال في حدود- 535 مليون دولار أمريكي إلى خارج أصول الولايات المتحدة الأمريكية. وتعود هذه التدفقات النقدية الخارجة بالكامل إلى الانخفاض الكبير في الطلب على سندات الولايات المتحدة الأمريكية التي ما تزال حتى الآن الهدف الاستثماري الرئيس لمعظم مديري الاحتياطيات الرسمية من العملات الأجنبية، لكن بما أن صناديق الثروة السيادية تحول رأس المال من أسواق سندات أقل مخاطرة إلى أسواق أسهم أكثر مخاطرة فإن خروج تدفقات رؤوس الأموال من سوق السندات الأمريكية تتم مقاصته بشكل جزئي بوساطة تدفقات رؤوس أموال داخلة إلى أسواق الأسهم الأمريكية نظراً لضخامة حجم أسواق الأسهم الأمريكية التي تشكل حالياً حوالي 45 % من رسملة أسواق السندات في العالم.

ثانياً: إن خروج تدفقات رؤوس الأموال من الأصول في منطقة اليورو كما يظهر الجدول رقم (7) يوضح إن صافي تدفقات رؤوس الأموال البالغة 193 مليار دولار أمريكي تقريبا الداخلة إلى أسهم منطقة اليورو سوف تكون أكثر من كافية لمقاصة صافي التدفقات الخارجة عن سندات منطقة اليورو والتي تقدر بـ 393 مليار دولار أمريكي. أي أن أصول الاحتياطيات الرسمية تمثل عاملاً مرجحاً أكثر في سندات منطقة اليورو من الأسهم الخاصة ذات الوزن المرجح الأقل في منطقة اليورو عند استخدام المحافظ الاستثمارية القائمة على أساس الرسملة السوقية كعلامة قياس.

ثالثاً: إن الطرف المتقابل في هذه التدفقات الخارجة من الولايات المتحدة الأمريكية ومنطقة اليورو هو اليابان والاقتصاديات الناشئة الأمر الذي يعكس الوزن الترجيحي الضخم نسبياً لتلك الدول في أسواق رؤوس الأموال العالمية مقارنة بدورها الضئيل الذي يمكن الالتفات عنه كعملات احتياطيات. إن تجميع صافي تدفقات رؤوس الأموال الخاصة بالدول المتقدمة

( الولايات المتحدة الأمريكية ومنطقة اليورو والمملكة المتحدة واليابان)، يظهر أن رؤوس الأموال سوف تتدفق من الدول المتقدمة إلى دول أخرى مثل الأسواق الناشئة والدول النامية. ويتمشى هذا الاكتشاف مع التوقعات الكلاسيكية الجديدة القياسية طبقاً لأي من رؤوس الأموال التي سوف تتدفق فعلياً من الدول الغنية إلى الدول الفقيرة بسبب العوائد الأعلى على رأس المال في تلك الدول الأخيرة. إن أحد العناصر المكونة لما يعرف باسم "مفارقة لوكاس" التي ينحو رأس المال بموجبها في حقيقة الأمر إلى التدفق إلى أعلى ( من الدول الناشئة والنامية إلى الدول المتقدمة)، يتمثل في تراكم احتياطات العملات الأجنبية بواسطة الدول الناشئة والدول النامية. تولدت تلك المشتريات من العملات الأجنبية عند استثمارها في عملات الاحتياطات الرئيسية لرأس المال المتدفق من خارج الدول النامية إلى الدول المتقدمة. وينشأ انحياز المحافظ الاستثمارية للاحتياطات الناتجة عن حقيقة أن الدول الناشئة والدول النامية لم تمارس إلا دوراً ضئيلاً جداً يمكن إهماله والالتفات عنه كمصدرين لعملات الاحتياطات بسبب النقص في التنمية المالية بصفة خاصة طبقاً لأحكام أسواق رؤوس الأموال الضخمة والسائلة وفي الموقف الذي تتصرف فيه صناديق الثروة السيادية كمستثمرين فإن هؤلاء المستثمرين يتبعون النموذج التقليدي لتسعير الأصول وبالتالي الاستثمارات الأجنبية طبقاً للمخاطر والعوائد وليس طبقاً لاعتبارات السيولة لذلك فإن المحافظ الاستثمارية الرسمية تفقد هذا الانحياز إلى عملات الاحتياطات الرئيسية ونتيجة لذلك ينشأ مزيد من التدفقات الرأسمالية باتجاه الأسفل ( من الدول المتقدمة إلى الدول الناشئة والنامية). وفي الواقع هناك بعض الأدلة والإثباتات وكذلك بعض المعلومات المتاحة عن صندوق تيماسك السنغافوري تدل على أن الكثير من صناديق الثروة السيادية لديها استثمارات كبيرة في الأسواق الناشئة. ويأخذ السيناريو البديل في الحسبان حقيقة أن الوزن الترجيحي المثالي طبقاً لأي نظام يقوم على أساس سعر ثابت للعملة الرئيسية المهيمنة على السندات يمكن أن يكون إلى أعلى، إذ إن تلك السندات تؤدي إلى التقليل من هشاشة المحفظة الاستثمارية وتعرضها إلى المخاطر. ولأخذ هذا الأثر بعين الاعتبار يفترض الجدول رقم (7) أن الجزء الذي يبقى مستمراً في أسواق السندات لا يعاد تخصيصه طبقاً للأوزان المرجحة للرسملة السوقية ولكن يظل مستمراً في عملات مثل الاحتياطات التقليدية من العملات الأجنبية، أي أن حوالي الثلثين في سندات أميركية والثلث في أوراق مالية في منطقة اليورو. إن هذا الافتراض لا يحدث تغييراً نوعياً في الاكتشافات والنتائج التي تم التوصل إليها بخصوص السيناريو السابق. إن التدفقات الخارجة من سوق السندات في منطقة اليورو ما تزال تعادل التدفقات الداخلة إلى أسواق الأسهم الخاصة في منطقة اليورو وبناء على ذلك حتى التحولات الطفيفة إلى خارج السندات وإلى داخل الأسهم الخاصة بواسطة مستثمرين رسميين يمكن أن تؤدي إلى حدوث تدفقات خارجة من أصول منطقة اليورو، إذ إن منطقة اليورو تمثل حصة أصغر من أسواق السندات العالمي. إن التحولات الرئيسية في تكوين المحافظ الاستثمارية السيادية سوف تحدث فقط بالتدريج على الأمد الأطول. ويمكن أن تجد صناديق الثروة السيادية أن التنويع بالكامل في أقاليم مختلفة طبقاً للأوزان الترجيحية للرسملة السوقية. ومن الصعوبة بمكان على الأمد القصير الاستثمار في الأسواق الأكبر والأكثر سيولة. وبناء على السيناريو (C) في الجدول رقم (7) والذي يوضح الكيفية التي يمكن أن يمارس بها تنويع محدود مبدئياً دوراً في التأثير على أسواق السندات الأميركية ومنطقة اليورو بينما يفترض أن الأقاليم الأخرى لا تحصل على أية تدفقات رأسمالية إضافية، وفي هذه الحالة فإن الوزن الترجيحي الكبير للأصول بعملة الدولار الأميركي

في الاحتياطات من العملات الأجنبية سوف يؤدي إلى تدفق رؤوس الأموال إلى السندات الأمريكية بصافي قيمة تبلغ 150 مليار دولار أمريكي وهو المبلغ الذي يتعين امتصاصه بالكامل بواسطة منطقة سندات اليورو نظرا للرسملة السوقية الأكبر نسبيا لأسواق سندات منطقة اليورو من تلك الظاهرة في الاستثمارات الفعلية لاحتياطات العملات الأجنبية. إن مدى التدفقات النقدية الخارجة من الولايات المتحدة الأمريكية والداخلية إلى منطقة اليورو يعتمد بشكل كبير على افتراض عدم استثمار الأموال الإضافية في أسواق الأسهم الخاصة. أما السيناريو (D) من الجدول رقم (7) فيوضح أن التدفقات الرأسمالية إلى منطقة اليورو بقدر ما يتم استثمار تلك الأموال جزئيا في الأسهم الخاصة أقل بكثير وبافتراض استثمار 40% في الأسهم الخاصة فإن هذه المحاكاة تشير إلى عدم وجود صافي تدفقات من الولايات المتحدة الأمريكية إلى منطقة اليورو.

إن استثمار أصول صناديق الثروة السيادية من الممكن أن تعكس اعتبارات أخرى، فقد ترغب الدول المصدرة للنفط في استخدام أصول صناديق الثروة السيادية الخاصة بها للتحوط ضد التقلبات في أسعار النفط، وفي هذه الحالة فإن النظرية القياسية للمحافظ الاستثمارية تشير إلى انه يتعين على صناديق الثروة السيادية منح وزن مرجح اقل لتلك الأصول المرتبطة بشدة بـ أسعار النفط . وكما يظهر الشكل رقم (1) في الملحق رقم 5/7، أن العوائد اليومية للسندات والأسهم المتداولة في قطاع الطاقة مرتبطة بقوة بالعائدات النفطية. وبناء على ذلك تؤدي إستراتيجية الاستثمار التي تقلل من الوزن الترجيحي للسندات والأسهم في مجال الطاقة إلى التقليل من التفاوت في حافظة الاستثمارات النمطية لصناديق الثروة السيادية ويتوقع أن يكون لتقليل الاعتماد على السندات والأسهم في مجال الطاقة أثر مهم على المناطق الجغرافية لتوزيع استثمارات صناديق الثروة السيادية حيث إن حصة شركات الطاقة في إجمالي الرسملة السوقية تتفاوت بشدة عبر الأقاليم، الشكل رقم (2) في الملحق 5/7، وبناء على ذلك فإن هذه الاستراتيجية تؤدي إلى زيادة حصص المحافظ الاستثمارية في السندات اليابانية وسندات منطقة اليورو وبدرجة أقل في سندات الولايات المتحدة على حساب المملكة المتحدة وسندات أخرى ( غالبا في الأسواق الناشئة). وبشكل أكثر عمومية يمكن أيضا أن ترغب صناديق الثروة السيادية في استغلال علاقات ايجابية أو سلبية أخرى بين الأصول في موازنتها الوطنية والأصول القابلة للتسويق مثل أسهم وسندات الشركات.

## الدراسات السابقة:

قام الباحث باستعراض العديد من البحوث والدراسات السابقة الأخرى ذات الصلة بموضوع الدراسة الحالية.

أولاً: دراسة شركة الاستشارات منيتور غروب, 2008, Monitor Group Consulting

بعنوان: المخاوف على الأمن القومي من استثمارات إستراتيجية تقوم بها صناديق الثروة السيادية من دول أجنبية.

إن اغلب استثمارات صناديق الثروة السيادية تهدف إلى تسريع عملية التنمية الاقتصادية في الدولة المستضيفة للاستثمارات وليست السيطرة على أصول إستراتيجية أو اقتصادية لتحقيق مآرب سياسية للدولة صاحبة الاستثمار.

جاءت هذه الدراسة في وقت تتزايد فيه المخاوف الدولية من تنامي النفوذ الاقتصادي لصناديق الثروة السيادية التي يقدر إنها تسيطر على نحو ثلاثة تريليون دولار والتي أجمتها الاختلالات التجارية مع الشركاء التجاريين الغربيين. وأظهرت الدراسة أن هذه الصناديق تحظى بنفوذ استثماري متصاعد بعدما استثمرت 92 مليار دولار في مبادلات أسهم في عام 2007 مع ثلاثة مليارات دولار في عام 2000 وأثارت هذه الخطوة مخاوف من أن تصبح بعض هذه الصناديق أدوات للحكومات المالكة لها لشراء أصول أجنبية إستراتيجية لتحقيق مآرب سياسية. وأكدت الدراسة التي شملت ألف صفقة مع صناديق ثروة سيادية قيمتها 250 مليار دولار في الفترة من 1975 إلى 2008 ، أنه من السابق لأوانه تحديد ما إذا كانت صناديق الثروة السيادية تشكل تهديدا للنظام العالمي القائم.

وخلصت الدراسة إلى النتائج التالية:

- إن اغلب صناديق الثروة السيادية أهدافها مالية خالصة وان قلة منها مثل المتمركزة في سنغافورة والإمارات العربية المتحدة أجرت تعاملات لتسريع التنمية الاقتصادية في بلادها.

وجاءت هذه الدراسة بعدما حصلت بنوك أميركية وأوروبية بشكل خاص على استثمارات بمليارات الدولارات من صناديق ثروة سيادية لدعم مراكزها المالية التي تضررت جراء أزمة الرهن العقاري.

وخلصت الدراسة إن صناديق الثروة السيادية بدلا من أن تشكل خطرا محتملا على الأمن القومي فإنها تتجنب الاستثمار في القطاعات الحساسة وتتجه إلى استثمارات ذات مخاطر أعلى وذلك بتحويل المزيد من الأصول إلى أصول غير سائلة مثل شراء شركات و عقارات بدلا من الأوراق المالية التي يسهل تسيلها.

ثانيا: دراسة شركة فايننشال داينامكس انترناشونال ,Financial Dynamics, 2008

بعنوان:صناديق استثمار الثروات السيادية من عمليات تقييم الأصول والاستراتيجيات الاستثمارية.

جاءت هذه الدراسة لتؤكد على ضرورة اقتصار صناديق الثروة السيادية على دور المستثمر أصامت وطويل الأمد وعدم رغبتها في العمل كمستثمر نشط يرغب في عضوية مجلس الإدارة في الشركات المستثمر فيها.

وقد ركزت هذه الدراسة على الموقف الراهن لصناديق الثروة السيادية من عمليات تقييم الأصول والاستراتيجيات الاستثمارية والفرص المتاحة حاليا.

واشتملت أبرز نتائج الدراسة على ما يلي:

- 1) تتبنى استثمارات صناديق الثروة السيادية على نطاق واسع، مقارنة حذرة جدا للأسواق المالية العالمية الراهنة متوقعة تحقيق قيمة أفضل في وقت لاحق من عام 2009.
- 2) تهتم صناديق الثروة السيادية بصورة أساسية بتملك حصص أقلية في أسهم الشركات المدرجة للتداول في الأسواق المالية العالمية، دون استهداف الحصول على حصص مسيطرة إداريا أو التمثيل في مجالس الإدارات أو العمل كمستثمرين نشيطين.
- 3) تتوخى صناديق استثمار الثروة السيادية الحذر بصفة خاصة في ما يتعلق بدعم المزيد من عمليات انقاذ الشركات المتعثرة.

تعتقد صناديق استثمار الثروة السيادية حاليا إن أكثر مناطق العالم جاذبية للاستثمار هي البرازيل والصين وبعض دول أميركا الوسطى.

4) تتخذ صناديق استثمار الثروة السيادية قراراتها الاستثمارية بصورة عامة عن مدد استحقاق لا تقل عن خمس سنوات، وتمارس عائدات أرباح الأسهم دورا حاسما في قرارها الاستثماري لا يقل أهمية عن عامل نمو رأس المال.

5) ترى بعض صناديق استثمار الثروة السيادية إنها ستقوم على المدى القصير بتحويل تدفقاتها النقدية من محافظها العالمية إلى محافظ استثمارية في مواطنها / أقاليمها المحلية. وذلك بهدف تعزيز استقرار أسواقها وتحفيز اقتصادياتها.

ثالثا:دراسة مؤسسة أي تي كيرني2008 A.T. Kearney :

بعنوان: حماية الميزانية العامة للدولة ككل.

جاء في هذه الدراسة إن رؤوس الأموال المتوافرة للاستثمار في القطاعين العام والخاص تقدر بنحو 4 تريليون دولار أمريكي في منطقة الشرق الأوسط عام 2008 ( المملكة العربية السعودية، دولة الإمارات العربية المتحدة و دولة الكويت و دولة قطر) ، وترتبط هذه القوة الكبيرة ارتباطا وثيقا بصناديق الثروة السيادية حيث كانت قد ارتفعت قيمة الأصول التي تديرها هذه الصناديق بمعدل 18 % خلال العامين 2006 و 2007 لتصل إلى 3.3 تريليون دولار على الصعيد العالمي. وتشكل صناديق الثروة السيادية في منطقة الشرق الأوسط نسبة 50 % من هذه الصناديق. كما من المتوقع أن يرتفع هذا الرقم إلى 5 تريليون دولار خلال عام 2010 وما بين 10 و 15 تريليون خلال العام 2015. ويعزى هذا النمو الكبير إلى العديد من المقومات والتي يأتي في مقدمتها ارتفاع العوائد النفطية والزيادة الحاصلة في احتياطات العملة الأجنبية لبعض الدول الآسيوية ويتمثل الهدف الأساسي لهذه الصناديق في حماية الميزانية العامة للدولة والاقتصاد ككل من خلال إدارة الفائض في الصادرات و/أو التنوع من صادرات السلع غير المتجددة.

رابعاً: دراسة بوز أند كومباني Booze & company 2008:

بعنوان: الدور الحيوي للصناديق السيادية في مستقبل دول مجلس التعاون الخليجي.

أظهرت الدراسة الدور الحيوي لصناديق الثروة السيادية في مستقبل دول مجلس التعاون الخليجي. وجاء في هذه الدراسة انه ومنذ النصف الثاني من القرن الماضي توافرت لدى بلدان مجلس التعاون مبالغ طائلة من عائدات البترول ارتفع بها رصيد الاحتياطات الأجنبية لدول الخليج ومع التقلبات في أسعار النفط وخاصة منذ منتصف الثمانينات كان هذا الرصيد عادة ما يستخدم للحفاظ على الاستقرار الاقتصادي وتحقيق الادخار للأجيال القادمة. وكانت السيولة وعدم المخاطرة بالاستثمارات شرطين أساسيين. وكان الحفاظ على رأس المال الأصلي أهم من عائدات هذه الاستثمارات. كذلك أوضحت هذه الدراسة انه وخلال نصف العقد الماضي شهد دور صناديق الثروة السيادية تطوراً ملحوظاً، حيث أخذت صناديق الثروة السيادية دوراً استثمارياً ناشطاً يهدف إلى دعم الاستراتيجيات الاجتماعية والاقتصادية لبلدانها. كذلك جاء في هذه الدراسة إن صناديق الثروة السيادية تقوم في بلدان مثل ماليزيا وسنغافورة بأدوار فاعلة جداً في التنمية الاجتماعية والاقتصادية في الأسواق المحلية والإقليمية، وإن أحد أهم المبادئ الأساسية التي يتبعها صندوق ' Khazana National Berhad في ماليزيا هو النمو من خلال الاستثمار في تحسين مهارات الأشخاص وإنتاجيتهم. وتسعى هذه الصناديق إلى نقل معرفة محددة جداً من خلال الاستثمارات في الشركات الخاصة للتكنولوجيا والشركات الناشئة وفي الأبحاث والتطوير ومشاريع مشتركة مع شركات متعددة الجنسيات.

خامساً: دراسة صندوق النقد الدولي International Monetary fund، 2008 :

بعنوان: الاستراتيجية الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية.

جاء في هذه الدراسة أنه على الرغم من الهواجس والمخاوف لدى الدول الغربية تجاه صناديق الثروة السيادية، إلا إن التطورات الأخيرة على صعيد الاقتصاد العالمي خاصة أزمة الرهن العقاري في أمريكا وما خلفته من خسائر هائلة لكثير من المؤسسات المالية الأمريكية والأوروبية، فضلاً عن تزامنها مع اتجاه الاقتصاد الأمريكي إلى الركود. أدت هذه العوامل مجتمعة بحسب ما يبدو إلى مراجعة الدول الغربية مواقفها تجاه صناديق الثروة السيادية.

أكدت هذه الدراسة أن صناديق الثروة السيادية تكبدت خسائر من جراء تدخلها في الأسواق العالمية الأخيرة ، وقد وجدت الدراسة إن استثمارات احد هذه الصناديق في مجموعة " سيتي بنك" والتي كانت تقدر بنحو 7.5 مليار دولار أمريكي لا تعادل اليوم أكثر من ستة مليارات دولار أمريكي فقط، كذلك بالنسبة إلى استثمارات صندوق استثماري سيادي ثان في " ميريل لنش" والتي قدرت بنحو 6.6 مليار دولار انخفضت الآن بحدود 8%. وهذا ينطبق على استثمارات صندوق سيادي ثالث تمت أخيرا في "كريدية سويس" كذلك فقدت أيضا في أقل من بضعة أسابيع ما يساوي 8 % من قيمتها.

وخلصت الدراسة إلى النتائج الايجابية والمزايا المتعددة الناجمة عن استثمارات صناديق الثروة السيادية إلى ما يلي:

- لم تسجل أية ممارسة سلبية في سجل هذه الصناديق حتى الآن.
- إن ما تمثله هذه الصناديق في الوقت الحاضر لا يصل إلى أكثر من 2 % فقط من نحو 165 تريليون دولار حجم الأسهم المتداولة عالميا. أي انه حتى ولو افترضنا أن هذه الصناديق أرادت أن تحرك استثماراتها بشكل مفاجئ فإن ذلك لن يكون له تأثير يذكر، وبالتالي فإن المخاوف من هذا التحرك مبالغ فيه إلى حد كبير.
- إن هذه الصناديق تمثل مستثمرا طويل الأجل مستعدا لتحمل تقلبات السوق قصيرة الأجل، ما يمثل عامل استقرار للأسواق المالية إضافة إلى كونها تسهم في الاستثمار دون توافر الفرصة لها بالإسهام في اتخاذ القرار يوفر أموالا كبيرة دون الإصرار على التمثيل في مجالس الإدارة أو حتى التأثير في الإدارة أو تغييرها أو طرد موظفيها. أضف إلى ذلك أن هذه الصناديق بما تمثله من أموال كبيرة تعتبر عاملا مساعدا على معالجة الاختلالات المالية على الصعيد العالمي وذلك من خلال نقل الأموال من دول الفائض إلى الدول التي لديها عجز مالي وتحتاج إلى مثل هذه الأموال، عدا عن كونها عاملا مهما في زيادة تكامل الاقتصاد العالمي وزيادة الشراكة وربط المصالح المشتركة.



سادسا:دراسة مؤسسة كار ينجي للسلام العالمي Carnegie Endowment for international peace، 2008:

بعنوان: إدارة الثروة في زمن الاضطراب.

جاء في هذه الدراسة إن صعود صناديق الثروة السيادية قد صاحبه جدل ساخن بخصوص التهديدات التي يمكن أن تشكلها هذه الصناديق للمصالح الغربية الاقتصادية والشراكاتيه وأخيرا السياسية.

ولكن هذه المجادلات التي بدأت في أواخر ربيع عام 2007 فشلت في تطوير مفاهيم واقعية لبيان كيف يمكن دمج هذه الثروة السيادية في البنية المالية العالمية. واستجابة للضغوط الجماهيرية بدأت الأجهزة المنظمة على المستويات الدولية والوطنية في تطوير سياسات لتوفير أطر جديدة يمكن أن يعمل فيها المستثمرون الأجانب من أمثال صناديق الثروة السيادية.

إن أهم مبادرة دولية في هذا الصدد هي مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية التي دعا إلى تشكيلها صندوق النقد الدولي سعيا منه إلى تطوير سياساتها الخاصة فيما يتعلق بالاستثمارات السيادية الأجنبية بدلاً من ذلك فإن نتائجها سوف تتنافس مع نتائج عمليات السياسة التي تتم على المستويات الوطنية وفوق الوطنية.

وأوضحت الدراسة إن هذا الموقف السياسي المعقد يمثل تحديات جديدة لمديري الاستثمار العرب. وإذا أخذنا في اعتبارنا التحول السريع لصناديق الثروة السيادية من كونها مستثمرين ثانويين مركزيين عالميين، فإن الاستراتيجيات التي ساعدتها جيدا في الماضي سوف يتعين تعديلها على ضوء وضعها الجديد وبالتالي فهي بحاجة إلى تطوير قدراتها كي تدير بمزيد من الفعالية التهديدات السياسية التي ستواجهها حتما في المستقبل

وجاء في الدراسة التي حملت عنوان " عندما يتكلم المال " إن صناديق الثروة العربية السيادية في المجتمع العالمي حديث السياسة. إن الوضع المركزي الذي حصلت عليه الصناديق حديثا يحتاج إلى الاضطلاع بمزيد من المسؤوليات من أجل استقرار الأسواق المالية العالمية. وفي الوقت الحالي، نجد أن المستثمرين العرب أفادوا إلى حد كبير من الأسواق الغربية المفتوحة والشفافة تماما

وقدموا إسهاما ماليا على نحو الحفاظ على درجة ما من الاستقرار السوقي في أواخر عام 2007 وأوائل عام 2008. لأنهم بحاجة إلى اتخاذ خطوة ابعث بتقديم إسهام فعال في تطوير الأعراف والمبادئ التي سوف تتيح استقرارا على المدى الطويل للأسواق المالية العالمية. وكذلك هم بحاجة إلى لعب دور رئيس في بناء إطار مؤسسي يوفر إرشادات للمشاركين في السوق. وجاء في الدراسة انه يتعين على الغرب إدراك إن القوة الاقتصادية العالمية تمر بمرحلة تحول لأن صناديق الثروة السيادية ليست ظاهرة عابرة ولكنها ملمح جديد وقوي وبقا من ملامح العلاقات الدولية وسوف يصبح من الحتمي أن تستفيد منه الدبلوماسية الاقتصادية الغربية في سعيها إلى تأمين طريق للوصول إلى رأس المال القادم من العالم العربي وغيره من الاقتصاديات الناشئة.

وشددت الدراسة على انه بدلا من التركيز على حماية الأصول الغربية من المستثمرين الأجانب، ينبغي على الغرب أن يعترف بدور المستثمرين الأجانب الجدد ويمد يده إلى صناديق الثروة السيادية العربية بأسلوب بناء. كما ينبغي على الغرب أن ينظر في العواقب الجيوسياسية المترتبة على التشدد في العلاقات المالية مع العالم العربي فالاعتماد المالي المتبادل ربما يساعد على استقرار الروابط السياسية بين الاقتصاديات الغربية المستقبلية والمستثمرين العرب. ويمكن للاستثمارات الإستراتيجية العربية في الأصول الغربية أن تساعد على تنويع الاقتصاديات العربية ودعم أجندة التنمية الاقتصادية والاجتماعية وبهذا تسهم في الاستقرار السياسي بشكل عام في الشرق الأوسط نطاقا وأخيرا فإنه حري بالغرب أن يمنع أية أجندة شعبية مبنية على الخوف من الهيمنة العربية من تقرير سياسته المستقبلية فيما يتعلق بصناديق الثروة السيادية العربية ونظيراتها الخاصة بالاقتصاديات الناشئة الأخرى.

سابعاً:دراسة مجموعة ميرابو المصرفية السويسرية الدولية، Merabo Group, Intern. Swiss Banking 2009:

بعنوان: إدارة الأصول في الشرق الأوسط.

جاء في هذه الدراسة إن الشرق الأوسط سيمارس دورا متناميا في قطاع صناديق التحوط العالمي خاصة في ظل الدور المحوري المحتمل للإمارات العربية المتحدة ودولة قطر على هذا الصعيد في المنطقة. وتتوقع ميرابو في دراستها التي أعلنت نتائجها في دبي أن تكتسب صناديق التحوط مزيدا من الجاذبية بالنسبة للمستثمرين الإقليميين الذين يسعون وراء أوعية استثمارية جديدة، نظرا للمستويات العالية من السيولة في الشرق الأوسط.

وجاء في الدراسة إن القيمة الإجمالية للأصول التي تديرها صناديق التحوط عالمياً حالياً تتجاوز 3.7 تريليون دولار.

كما جاء في نتائج الدراسة إن صناديق التحوط أطلقت على المستوى العالمي من أكثر مراكز المال تطوراً مثل نيويورك ولندن و هونج كونج و سنغافورة وهي تشترك جميعاً في نضوج أسواقها العالمية في الوقت الذي لم تبلغ فيه أسواق الشرق الأوسط هذا النمو من النضوج، لكنها تسير في الاتجاه الصحيح بخطى حثيئة.

وأشارت الدراسة إلى أن أسواق المال والبيئة التنظيمية في دولة الإمارات العربية المتحدة ودولة قطر على وجه الخصوص تواصل تقدمها السريع، حيث بادر مركز إصدار قانون التحوط مما يعطى دفعا قانونياً للجهود الرامية إلى جعل دبي مركزاً لقطاع صناديق التحوط وأظهرت الدراسة إن المشاركة المتزايدة للمؤسسات الاستثمارية في أسواق المال الإقليمية وخاصة في دولة الإمارات العربية المتحدة تشكل دلالة أخرى على تحولات نضوج أسواق المنطقة. في حين أن معظم الاستثمارات التقليدية تحقق مستويات منخفضة من العوائد فإن فئات الأصول البديلة مثل صناديق التحوط تجتذب المؤسسات الاستثمارية بصورة متزايدة.

ثامناً: دراسة بنك أوف نيويورك، 2008، Bank Of New York :

بعنوان: صناديق التحوط غداً.

جاء في هذه الدراسة انه بحلول عام 2013 سوف تبلغ حصة مستثمري الشرق الأوسط في أصول صناديق التحوط نحو 194 مليار دولار أو ما يقدر بنحو 7.5 % من إجمالي صناديق التحوط العالمية. ويمثل زيادة عن عام 2007 ، حيث بلغت استثمارات الشرق الأوسط قرابة 109 مليارات دولار أو 5.8 % من أصول صناديق التحوط. ووفقاً للدراسة فإنه لم يعد للشرق الأوسط حصة كبيرة في التدفقات الخارجية خلال عامي 2008 و 2009 حيث بلغت حصته اقل من 3% من إجمالي التدفقات النقدية الخارجية العالمية سواء أكانت مؤسسات عائلية أم بنوكاً وقد سلطت الدراسة الضوء على الدور الذي تلعبه أسعار النفط والمستثمرون ذوو الملاة المالية في النمو المستمر للاستثمار في صناديق التحوط في منطقة الشرق الأوسط.

وسوف تأتي الغالبية العظمى من التدفقات للفترة من عام 2010 إلى 2013 في الشرق الأوسط من المستثمرين ذوي الملاءة المالية وخاصة المؤسسات العائلية، ومع ذلك يبدو المستثمرون في الشرق الأوسط على المستويين الفردي والمؤسسي معرضين بصورة كبيرة إلى تفاوت أسعار النفط. وعليه فقد يكون هناك تفاوت كبير في استثماراتهم في صناديق التحوط المستقبلية وتقدر الدراسة في الأساس النتائج المختلفة في سيناريوهات السوق الصاعدة أو المتراجعة. حيث من المحتمل أن يزيد إجمالي الأصول في صناديق التحوط لعام 2013 بنسبة تتعدى 65% عن سيناريو السوق المتراجعة. وبوجه عام فإن الشرق الأوسط يتجه نحو الاستثمار المباشر وتركز الأصول المؤسسية بين بعض الصناديق السيادية وأغلبية الثروات الخاصة بين مجموعة محدودة من كبرى المؤسسات العائلية. وطبقا لنتائج الدراسة، فإن أصول صناديق التحوط سوف تنخفض إلى الحد الأدنى لتقترب من تريليون دولار عام 2009 لترتفع بحلول عام 2013 إلى 6.2 تريليون دولار نتيجة لتحسن الأسعار ولضخ 800 مليار من السيولة الجديدة على مدى الأربعة أعوام التالية. كما توصلت الدراسة إلى أن المؤسسات ما تزال ملتزمة باستثمارات صناديق التحوط، حيث يشكل استرداد المستثمرين المؤسسين اقل من 20% من قيمة صناديق التحوط 2008 و 2009. ويحتمل أن تصل مشاركة المستثمرين العالميين ذوي الملاءة المالية إلى 60% من صافي التدفقات الجديدة في الأعوام القليلة المقبلة على الرغم من أن عودتهم إلى استراتيجيات صناديق التحوط سوف تعتمد على الظروف السائدة في الأسواق المالية وأداء صناديق التحوط، كما أن الصناديق التي تستثمر في مجموعة من صناديق التحوط سوف تعزز دورها باعتبارها قناة التوزيع الرئيسة لصناديق التحوط حيث ستستحوذ على نحو 60% من صافي التدفقات خلال الفترة بين عامي 2010 و 2013 وتستمر في تقديم الخدمات التي يصعب على معظم المستثمرين توفيرها بأنفسهم مثل معاينة الاستثمارات وتحديد مديري الاستثمار الناشئين وطبقا لما ورد في الدراسة فإن صناعة صناديق التحوط تواجه أزمة تحول ويجب أن تتناول أوجه التقصير الرئيسة في نماذج العمل والتشغيل. وكنتيجة لذلك فإن صناديق التحوط سوف تعتمد بشكل أكبر على أطراف أخرى للحصول على مزيد من الدعم الإداري.

تاسعا: دراسة مكتب الأبحاث الأميركي. American Research Center، 2009:

بعنوان: صناديق التحوط أفاق جديدة.

جاء في هذه الدراسة إن غالبية الدراسات السابقة عن صناديق التحوط وأدائها كانت قاصرة لأنها لم تصحح المشكلات الإحصائية في قواعد بيانات عائدات هذه الصناديق. وقد تكون أهم مشكلة وفق ما ذكرته الدراسة هي الناتجة عن غياب صناديق التحوط عن قواعد البيانات. وهي المشكلة التي أطلقت عليها الدراسة مشكلة التحيز الشخصي. وأكدت الدراسة أن اختفاء صناديق التحوط عن قواعد البيانات يعود إلى سببين رئيسين.

أولاً: بعض الصناديق ذات الأداء الضعيف تغلق وتسيل أصولها.

ثانياً: هناك صناديق أخرى ذات أداء مرتفع المستوى تغلق أبوابها أمام مستثمرين جدد وتتوقف عن الإبلاغ عن أداؤها ووضعها في قواعد البيانات.

ليس من السهل تصحيح هذه المشكلة، لكن تحليل أداء صناديق التحوط خلال الفترة التي سبقت اختفاءها من قاعدة البيانات تمكن الباحثين من التوصل إلى تخمينات بشأن ما كانت ستؤول إليه العائدات لو لم تخرج هذه الصناديق من قاعدة البيانات واكتشف الباحثون بصفة عامة إن الصناديق التي أغلقت أبوابها أمام مستثمرين جدد بسبب جودة الأداء يحتمل أن تفوق مستويات الأداء المتوسط خلال الفترة التالية لإغلاقها أمام المستثمرين الجدد ويفسر ذلك بسبب أفاق الدراسات في الوصول إلى دليل على استمرار جودة الأداء. وبغض النظر عن اعتبار هذه الصناديق اختفت من قاعدة البيانات قد تكون هذه الدراسات تجاوزت الصناديق التي توافرت بخصوصها هذه الأدلة واكتشف الباحثون في الدراسة الجديدة بعد التخمينات القائمة على حسابات بشأن عائدات الصناديق التي اختفت من قاعدة البيانات إن كثيراً من الصناديق كان أداؤها ممتازاً من فترة إلى أخرى لأخرى واكتشف الباحثون إن من كل مئة نقطة تفوقت فيها الصناديق على متوسط الأداء العام خلال فترة ثلاث سنوات وتفوقت على الأداء العادي بمقدار 75 نقطة في المتوسط خلال الثلاث سنوات التالية وقدر الباحثون درجة مماثلة من تفوق الأداء لأسوأ صناديق التحوط. ويستمر الأداء المميز لفترة أطول بالنسبة لصناديق التحوط مقارنة بصناديق المعاشات وأضافت الدراسة إن صناديق المعاشات تميل إلى الاستمرار على قمة الأداء خلال فترة 12 شهراً في المتوسط أو أقل، ثم ينحدر مستوى الأداء والحقيقة إن استمرار الأداء الممتاز لصناديق المعاشات متواضع جداً لدرجة أن بعض الباحثين يقولون إن تفسير ذلك يرجع إلى عوامل الأداء الجيد. وجاء في نتائج الدراسة أن توافر أدلة دامغة على أن بعض مديري صناديق المعاشات لديهم قدرة استثمارية عالية ويرجع ذلك إلى أن مديري صناديق المعاشات لديهم حرية المخاطرة على المدى الأطول فيما لدى صناديق التحوط الدافع للتركيز على الأداء الممتاز على المدى القصير ولا شك أن المصاريف الإدارية الكبيرة التي تدفعها صناديق التحوط تغري كثيراً من المديرين الأكفاء في أنحاء العالم والواقع إن صناديق التحوط ليست مناسبة للجميع فلا بد للذين يبدؤون بأموال كبيرة تصل إلى بضع مئات الآلاف من الدولارات وترتبط الأموال بالصندوق لفترة طويلة.

من خلال استعراض وتحليل الدراسات السابقة يمكن القول بأن مفهوم صناديق الثروة السيادية يشتمل على مجموعة من الأهداف والقوانين والسياسات والخصائص الهيكلية المحلية والاقتصادية والاجتماعية التي تؤثر في ثقة الدول التي سوف تستثمر وتوجه أموال هذه الصناديق نحوها وذلك بهدف تسريع عملية التنمية الاقتصادية في الدول المستضيفة لأموال هذه الصناديق وليست السيطرة على أصول إستراتيجية أو اقتصادية لتحقيق مآرب سياسية للدول صاحبة الاستثمار وكانت أغلب أهداف هذه الصناديق مالية خالصة ومن دون التفكير في تملك حصص مسيطرة إداريا أو التمثيل في مجالس الإدارات وقد أظهرت العديد من الدراسات وجود علاقة ارتباط موجبة بين درجة الاستقرار السياسي في الدول المضيفة للاستثمارات ومعدل تدفق استثمارات هذه الصناديق إلى الدول الأجنبية. فإذا كان البلد يتمتع بالاستقرار السياسي فان ذلك لا بد وأن يؤثر في قرار المستثمر المحتمل ويدفعه بعيدا مهما كانت الفرص الاستثمارية المتاحة أو الامتيازات التي تعرض لجذبه.

لقد أكدت الدراسات السابقة على انه بدلا من أن تركز الدول الغربية على حماية أصولها من المستثمرين الأجانب ، فانه عليها أن تهتم بالدور الكبير للمستثمرين الأجانب مالكي صناديق الثروة السيادية والنظر إليهم بأسلوب بناء. كذلك ينبغي على الغرب النظر إلى العواقب الجيوسياسية والتي تترتب على التشدد في بناء علاقات مالية مع الدول مالكة صناديق الثروة السيادية. إن التبادل المالي بين الدول الغربية والدول المالكة لهذه الصناديق سوف يساعد على استقرار العلاقات والروابط السياسية بين اقتصاديات الغرب المستقبلية والمستثمرين العرب، كذلك يمكن للاستثمارات الإستراتيجية العربية أن تستثمر في الأصول الغربية وان تساعد في تنوع الاقتصاديات العربية والإسهام في الاستقرار السياسي في الشرق الأوسط. وأخيرا يجب على الغرب أن يمنع أية أجندة سياسية مبنية على الخوف من السيطرة العربية فيما يتعلق باستثمارات صناديق الثروة السيادية.

على الرغم من وجود بعض الدراسات التي تطرقت بصورة مباشرة أو غير مباشرة إلى عامل أو أكثر من عوامل هذه الدراسة، إلا أن أي منها لم يدرس بصورة مباشرة العلاقة

ما بين متغيرات هذه الدراسة ككل وتحديدًا في إنشاء صناديق الثروة السيادية ، حيث إن هذه الدراسة قد بينت أثر العوائد المالية والمخاطر على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة واتخاذ بعض القرارات الخاصة باستثمار هذه الصناديق في السندات المالية والأسهم، بمعنى أن هذه العوامل تشكل في مجموعها إطارًا متكاملًا وفيما يلي توضيح لما تميزت به الدراسة الحالية:

- تناولها موضوع مهم وهو أثر العوائد المالية والمخاطر على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة.
- يمكن أن تكون هذه الدراسة مرجعًا لتناولها موضوع إنشاء صناديق الثروة السيادية والذي يعتبر من المواضيع المهمة في أسواق المال العالمية عامة والذي بدوره يعد حافزًا لإجراء دراسات أخرى مكثفة خاصة بهذا القطاع.
- حاولت الدراسة الحالية الخروج بعلاقات واضحة وصريحة ذات طابع عملي يمكن تعميمها في الأسواق المالية إذا ما تم استخدام هذه العلاقات وتعديلها لصالح طبيعة الأسواق المالية.
- حاولت الدراسة الحالية دراسة التغيرات المهمة الموجودة في أسواق المال العالمية للخروج بتصوير واضح ومقبول للعلاقة بين هذه المتغيرات.
- حاولت الدراسة الحالية تصميم نموذج معين يمكن الإفادة منه في دراسات لاحقه في قطاع الاستثمار في السندات والأسهم.

## الفصل الثالث

### الطريقة والإجراءات

#### منهجية الدراسة

##### 1/3 المقدمة:

يهدف هذا المبحث إلى إيضاح منهجية الدراسة، حيث تم التطرق إلى مجتمع الدراسة وعينتها ومعايير القياس، والاختبارات الخاصة بأداة القياس المتعلقة بصدق وثبات الأداة وأساليب جمع البيانات بالإضافة إلى الأسلوب الإحصائي المستخدم لتحليل البيانات.

#### مجتمع الدراسة:

يتكون مجتمع الدراسة من صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة عام 2009 وعددها (7 صناديق)، ووحدة المعاينة هم جميع المديرين المسؤولين عن إدارة المحفظة الاستثمارية إضافة إلى الموظفين في صناديق الثروة السيادية وعددهم (181 موظفا). يبين الملحق رقم (1) عدد صناديق الثروة السيادية في سوق دولة الإمارات العربية المتحدة كما في عام 2009، كما يبين الملحق رقم (2) أسماء هذه الصناديق في دولة الإمارات العربية المتحدة.

##### 3/3 عينة الدراسة:

#### إجراءات اختيار العينة:

1. تم تحديد عدد صناديق الثروة السيادية في دولة الإمارات العربية المتحدة وعددها 7 صناديق

بالإضافة إلى تحديد عدد الموظفين في كل صندوق كما يلي:

- الصندوق رقم (1) ويتكون من 48 موظفاً ويمثل ما نسبته (26.5%) من مجتمع الدراسة.



- الصندوق رقم ( 2 ) ويتكون من 33 موظفاً ويمثل ما نسبته (18.2%) من مجتمع الدراسة
- الصندوق رقم ( 3 ) ويتكون من 24 موظفاً ويمثل ما نسبته ( 13.3 % ) من مجتمع الدراسة
- الصندوق رقم ( 4 ) ويتكون من 23 موظفاً ويمثل ما نسبته ( 12.7 % ) من مجتمع الدراسة
- الصندوق رقم ( 5 ) ويتكون من 21 موظفاً ويمثل ما نسبته (11.6%) من مجتمع الدراسة
- الصندوق رقم ( 6 ) ويتكون من 18 موظفاً ويمثل ما نسبته ( 9.9 % ) من مجتمع الدراسة
- الصندوق رقم ( 7 ) ويتكون من 14 موظفاً ويمثل ما نسبته ( 7.7 % ) من مجتمع الدراسة

المجموع 181 موظفاً (%100)

2. تم توزيع الاستبيان على جميع الموظفين العاملين في صناديق الثروة السيادية في دولة الإمارات العربية المتحدة وبالتالي تمت تغطية مجتمع الدراسة بالكامل.

#### جدول رقم (8)

#### الاستبيانات الموزعة والمستردة من وحدة التحليل

المجيبين	عدد الاستبيانات الموزعة	عدد الاستبيانات المستردة	نسبة الاسترداد %
الموظفون العاملون في صندوق جهاز أبو ظبي للاستثمار	48	42	87
الموظفون العاملون في صندوق شركة مبادلة	33	28	85
الموظفون العاملون في صندوق شركة الاستثمارات البترولية	24	18	75

الموظفون العاملون في صندوق مجلس أبو ظبي للاستثمار	23	14	60
الموظفون العاملون في صندوق مؤسسة دبي للاستثمارات الحكومية	21	16	76
الموظفون العاملون في صندوق استثمار العالمية	18	15	83
الموظفون العاملون في صندوق دبي انترناشونال كابييتال	14	11	78
المجموع	181	144	88

وحدة التحليل:

تتكون وحدة التحليل من جميع الموظفين العاملين في صناديق الثروة السيادية في دولة الإمارات العربية المتحدة وبلغ عدد مفردات المعاينة 181 وقد تم توزيع 181 استبانة.

4/3 أساليب جمع البيانات ومصادرها:

لقد تم أولاً إجراء دراسة استطلاعية لإمكانية الحصول على البيانات الضرورية لتنفيذ الدراسة. إضافة إلى القيام بعدة زيارات ميدانية إلى هيئة الاستثمار في إمارة أبو ظبي وجهاز أبو ظبي للاستثمار في إمارة أبو ظبي، كذلك تمت زيارة شركة دبي العالمية والمختصين في إمارة دبي ، وكان الهدف من هذه الزيارات اخذ آرائهم فيما يتعلق بموضوع الدراسة وبعد تحديد الإطار الأولي لعناصر الدراسة الأساسية تم البدء بجمع البيانات من مختلف المصادر وبالتالي يمكن إجمال هذه المصادر في نوعين هما المصادر الثانوية والمصادر الأولية.

أما المصادر الثانوية فشملت:

- (1) المجلات والدوريات حيث أتاحت الفرصة للباحث الاطلاع على المقالات والدراسات ذات العلاقة.
- (2) المواقع الإلكترونية خاصة المواقع الرسمية للدول العربية والعالمية ومواقع نشر التقارير السنوية للبنك الدولي وصندوق النقد الدولي والمؤسسات التابعة لها والتقارير المعتمدة لدى الجهات الحكومية والدراسية.

المصادر الأولية:

تمثلت في إستبانة على قسمين ، وكل قسم يحتوي على مجموعة من الأسئلة المعدة بدائل تعتمد على تحديد درجة التأثير على مدى لجوء صناديق الثروة السيادية والمخاطر التي تتعرض لها صناديق الثروة السيادية، وهذا هو الجزء الأول من القسم الأول من الاستبانة، أما الجزء الثاني من القسم الأول من الاستبانة فيعتمد على درجة التأثير على مدى العوائد المالية المتوقعة نتيجة لاستثمارات صناديق الثروة السيادية. أما القسم الثاني من الاستبانة ويحتوي على مجموعة من الأسئلة المعدة بدائل تعتمد على قياس المتغير التابع لصناديق الثروة السيادية. وقد تم توزيع الاستبانات على أعضاء مجالس الإدارة والمدراء التنفيذيين وصانعي القرارات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية والمديرين العامين أو المديرين الماليين ومساعدتهم في الإدارة العامة لكافة الصناديق التي غطتها الدراسة كذلك تم توزيع ما مجموعه (181) استبانة إلى المختصين والباحثين والاكاديميين والذين تم اختيارهم بطريقة عشوائية.

5/3 خصائص العينة التي استجابت للدراسة :

اختبار صدق وثبات أداة الدراسة.

صدق أداة الدراسة:

يكمن صدق هذه الاستبانة من خلال تكرار استخدامها من باحثين سابقين، ورغم ذلك فقد قام الباحث بعرض الاستبانة على مجموعة من الخبراء المختصين في مجال التمويل، وذلك للتعرف على آرائهم.

وقد تم إجراء التعديلات اللازمة وفقا لتوجيهات المحكمين، حيث تم حذف بعض الفقرات وإعادة صياغة بعض الفقرات الأخرى. ملحق رقم (3) يوضح أسماء المحكمين.

ثبات أداة الدراسة:

للتأكد من ثبات المقياس ( أداة الدراسة)، تم استخدام:

(1) معادلة كرونباخ الفا (Coranbach - Alpha) ، للاتساق الداخلي وقد وجدت قيمة معامل الثبات لأبعاد القياس كالآتي:

جدول رقم (9)

قيم معامل الثبات لأداة الدراسة

الرقم	البعد	قيمة كرونباخ الفا
12	المخاطر الاقتصادية	.652
3	المخاطر السياسية	.611
8	المخاطر التشريعية	0.65
6	المخاطر الإدارية	. 72
5	المخاطر الديمغرافية	. 94
8	تدفقات رأس المال	.844
2	أسعار الأصول	.904
3	الاحتياطي الأجنبي	.74
5	الإطار القانوني	.75

7	الإطار المؤسسي	.865
7	إطار الاستثمار	.865
19	عمل صناديق الثروة السيادية المتغير التابع	.913

(2) اختبار معامل الثبات النصفى.

الذي يستخدم لقياس درجة الانسجام والاتساق الداخلي بين فقرات المقياس. حيث جاءت نتائج هذا الاختبار لمقياس الدراسة كما يلي:

- معامل الارتباط بين الجزأين (Guttman Split half) = 0.871

وهي نسب مقبولة لمستوى الانسجام والاتساق بين الاستجابات التي تم الحصول عليها. كما بلغت قيم معامل كرونباخ الفا للجزء الأول 0.871 للاستبانة، والجزء الثاني 0.948 للاستبانة وهذا مؤشر آخر على الاتساق الداخلي بين فقرات المقياس ( الاستبانة).

(3) اختبار Variance Inflationary VIF:

الذي يقيس ما يعرف Multicolliniarity التي تشير إلى ارتفاع معامل الارتباط بين المتغيرات المستقلة الداخلة في النموذج مع بعضها بعضاً، بحيث يصعب فصل تأثير كل متغير مستقل على المتغير التابع مما يضعف قوتها التفسيرية.

ولإجراء هذا الاختبار تم استخراج مصفوفة الارتباط بين المتغيرات المستقلة، ثم اخذ أعلى معامل ارتباط بين المتغيرات، وكانت بين المخاطر الديمغرافية والمخاطر السياسية حيث بلغت 0.683

$$VIF = \frac{1}{1 - r^2}$$

$$1 - r^2$$

$$= \frac{1}{1 - (0.683)^2} = \frac{1}{1 - 0.466} = \frac{1}{0.533} = 1.874$$

وحيث إن هذه القيمة أقل من خمسه فهذا يعني عدم وجود تداخل بين أبعاد جودة المخاطر.

4 ( تم استخدام اختبار Kolmogorov-Smirnov test (K-S)

الذي يقيس مدى توزيع البيانات التي تم جمعها توزيعاً طبيعياً تمهيداً لإجراء الاختبارات الإحصائية اللازمة لإثبات فرضيات الدراسة.

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test جدول رقم ( 10 ) التوزيع الطبيعي لجميع متغيرات الدراسة

	N	Normal Parameters		Most Extreme Differences			Kolmogorov -Smirnov Z	Asymp. Sig. (2-tailed)
		Mean	Std. Deviation	Absolute	Positive	Negative		
Q1	144	4.1389	0.347	.517	.517	-.344	6.199	0.000
Q2	144	3.5625	1.2611	.290	.290	-.248	3.483	0.000
Q3	144	3.9931	-.5354	.359	.359	-.359	4.312	0.000
Q4	144	3.6597	1.2069	.242	.187	-.242	2.899	0.000
Q5	144	4.1389	.7809	.247	.189	-.247	2.962	0.000
Q6	144	3.8611	1.0813	.236	.169	-.236	2.830	0.000
Q7	144	4.0417	.9598	.240	.159	-.240	2.876	0.000
Q8	144	4.4861	.5015	.348	.348	-.333	4.172	0.000
Q9	144	4.3333	1.1826	.339	.286	-.339	4.062	0.000
Q10	144	3.5833	.6742	.327	.327	-.211	3.929	0.000
Q11	144	4.5139	.8608	.471	.286	-.471	5.650	0.000

Q12	144	3.3472	.4777	.419	.419	-.261	5.029	0.000
Q13	144	4.7222	.6940	.517	.344	-.517	6.199	0.000
Q14	144	3.9375	.8463	.293	.221	-.293	3.520	0.000
Q15	144	4.6250	.7181	.463	.301	-.463	5.557	0.000
Q16	144	3.8125	.8018	.356	.262	-.356	4.276	0.000
Q17	144	4.5139	.5015	.348	.333	-.348	4.172	0.000
Q18	144	3.6597	.7111	.302	.302	-.205	3.628	0.000
Q19	144	4.2361	1.1093	.373	.246	-.373	4.470	0.000
Q20	144	3.9028	.6181	.319	.292	-.319	3.833	0.000
Q21	144	4.0972	1.1904	.394	.224	-.394	4.727	0.000
Q22	144	4.3889	.4892	.398	.398	-.283	4.773	0.000
Q23	144	4.0556	.9591	.241	.162	-.241	2.890	0.000
Q24	144	3.9028	.6181	.319	.292	-.319	3.833	0.000
Q25	144	3.8611	.7809	.247	.247	-.189	2.962	0.000
Q26	144	4.7639	.4261	.474	.290	-.474	5.689	0.000
Q27	144	4.0139	.6995	.258	.258	-.256	3.095	0.000
Q28	144	3.9028	.6181	.319	.292	-.319	3.833	0.000



Q29	144	4.1389	1.1319	.395	.225	-.395	4.736	0.000
Q30	144	4.3889	.4892	.398	.398	-.283	4.773	0.000
Q31	144	4.2917	1.0369	.378	.247	-.378	4.533	0.000
Q32	144	3.7639	.6894	.252	.248	-.252	3.025	0.000
Q33	144	4.0699	1.0751	.321	.193	-.321	3.846	0.000
Q34	144	3.7153	.4528	.451	.265	-.451	5.406	0.000
F1	144	4.3333	1.0309	.352	.259	-.352	4.226	0.000
F2	144	3.7639	.8608	.372	.253	-.372	4.463	0.000
F3	144	4.0972	.8048	.244	.191	-.244	2.928	0.000
F4	144	3.6667	.9894	.396	.229	-.396	4.749	0.000
F5	144	3.8542	.9384	.339	.339	-.264	4.074	0.000
F6	144	3.9375	.7311	.430	.327	-.430	5.159	0.000
F7	144	4.0972	.8048	.248	.191	-.244	2.928	0.000
F8	144	3.4792	.5013	.351	.351	-.330	4.215	0.000
F9	144	4.0972	.9703	.314	.176	-.314	3.771	0.000
F10	144	4.7222	.6940	.517	.344	-.517	6.199	0.000

F11	144	3.8681	.8299	.424	.291	-.424	5.091	0.000
F12	144	4.0903	.9230	.310	.263	-.310	3.721	0.000
F13	144	3.8542	.8275	.424	0291	-.424	5.089	0.000
S1	144	4.2431	.6819	.257	.257	-.248	3.088	0.000
S2	144	3.7292	.6392	.289	.248	-.289	3.469	0.000
S3	144	4.1042	1.1868	.393	.225	-.393	4.714	0.000
S4	144	4.000	.6996	.257	.257	-.257	3.083	0.000
S5	144	3.3681	1.0017	.379	.379	-.218	4.554	0.000
S6	144	3.9722	.9002	.373	.238	-.373	4.481	0.000
S7	144	3.7639	.9751	.401	.401	-.279	4.816	0.000
S8	144	3.2431	.9698	.401	.275	-.401	4.806	0.000
S9	144	4.7153	.4528	.451	.265	-.451	5.406	0.000
S10	144	3.2569	.9805	.401	.275	-.401	4.809	0.000
S11	144	3.6597	.4754	.423	.258	-.423	5.072	0.000
S12	144	3.8125	1.2116	.277	.210	-.277	3.321	0.000
S13	144	4.0972	.9630	.321	.174	-.321	3.851	0.000

S14	144	3.6319	1.0951	.257	.168	-.257	3.079	0.000
S15	144	3.8611	1.0813	.236	.169	-.236	2.830	0.000
S16	144	3.9167	.9424	.369	.222	-.369	4.423	0.000
S17	144	3.8681	1.0790	.235	.164	-.235	2.818	0.000
S18	144	3.6875	1.1248	.332	.211	-.332	3.980	0.000
S19	144	4.1875	.8607	.317	.204	-.317	3.799	0.000

حيث كانت قيم ( Sig ) تساوي صفرا لكافة بنود المقياس وهي دالة إحصائيا عند مستوى دلالة (  $\alpha \geq 0.05$  ). وهذا يعني أن البيانات تتوزع توزيعا طبيعيا وبذلك يمكن إجراء الاختبارات الخاصة بإثبات فرضيات الدراسة.

### 6/3 التصميم الإحصائي للدراسة وأساليب تحليل البيانات:

لتحقيق أهداف الدراسة والإجابة عن أسئلتها تم استخدام المعالجات الإحصائية المناسبة من خلال برنامج الخدمة الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS. وإن اختيار الأسلوب الملائم في التحليل يعتمد بشكل رئيس على نوع البيانات المراد تحليلها وعلى أهداف الدراسة وفرضياتها وفي هذه الدراسة تم استخدام عدة أساليب إحصائية من أجل توظيف البيانات التي تم جمعها لخدمة أغراض هذا البحث وتاليا أهم الأساليب التي جرى استخدامها وغايات ومنطلقات استخدام كل منها:

- التكرارات، النسب المئوية لوصف أفراد مجتمع الدراسة وفقا لخصائصها.
- المتوسطات الحسابية، الانحرافات المعيارية للحكم على استجابة عينة الدراسة على متغيرات الدراسة.
- معامل كرونباخ الفا ( Coranbach - Alpha ) ، حيث استخدم للتحقق من ثبات أداة القياس المستخدمة.

- اختبار الانحدار البسيط (Simple Regression)، لقياس تأثير العلاقة بين متغير مستقل والمتغير التابع.
- اختبار الانحدار المتعدد (Multiple Regression)، لقياس تأثير العلاقة بين أكثر من متغير مستقل والمتغير التابع.
- تحليل التباين لاختبار وجود فروق في المتغير التابع باختلاف الخصائص التعريفية.

## الفصل الرابع

### نتائج الدراسة

#### جدول رقم (11)

مجموع رأس مال صندوق الثروة السيادية ( رأس المال)

النسبة (%)	التكرار	رأس المال
23,6	34	من 40 - 50 مليون دولار
13,9	20	من 50 - 60 مليون دولار
25	36	من 60 - 70 مليون دولار
37,5	54	أكثر من 70 مليون دولار
100 %	144	المجموع

#### جدول رقم ( 12 )

الوظيفة الحالية لمعبي الاستبانة

النسبة (%)	التكرار	الوظيفة
47,9	69	مدير محافظة
23,6	34	مدير عام
13,9	20	نائب رئيس
14,6	21	مدير مالي
100 %	144	المجموع

جدول رقم ( 13 )

العمر لمعبئ الاستبانة

العمر	التكرار	النسبة (%)
ما بين 25 - 30 سنة	20	13,9
ما بين 31 - 40 سنة	70	48,6
ما بين 41 - 51 سنة	54	37,5
المجموع	144	100 %

جدول رقم ( 14 )

التحصيل العلمي

المستوى التعليمي	التكرار	النسبة (%)
بكالوريوس	35	24,3
ماجستير	54	37,5
دكتوراه	55	38,2
المجموع	144	100 %

جدول رقم ( 15 )

التخصص العلمي لعينة الدراسة

المؤهل العلمي لعينة الدراسة	التكرار	النسبة (%)
تمويل	68	47,2

محاسبة	20	13,9
إدارة أعمال	20	13,9
اقتصاد	36	25
المجموع	144	100 %

عرض و تحليل خصائص عينة الدراسة:

(1) يتضح من الجدول رقم ( 11 ) أن النسبة الكبرى لرأس مال صندوق الثروة السيادي هي أكثر من 70 مليون دولار بنسبة مئوية بلغت 37,5%. وهذا يوضح أن الأموال التي توفرت لإنشاء الصناديق السيادية نتيجة الارتفاع في أسعار النفط يؤكد الأهمية الاستثمارية التي تتمتع بها هذه الصناديق.

(2) يتضح من الجدول رقم (12) إن اغلب من قام بتعبئة الاستبانة هم العاملون بوظيفة مدير محفظة ومدير عام ومدير مالي ونائب رئيس محفظة بنسبة مئوية بلغت على التوالي 47.9% و23.6% و14,6% و13,6%. هذا يوضح الأهمية التي تحظى بها هذه الصناديق الاستثمارية ومدى حاجتها إلى نوعية معينة من الموظفين يحوزون على خبرات متعددة ومتنوعة في مجالات الاستثمار المختلفة المحلية والعالمية.

(3) يتضح من الجدول رقم ( 13 ) إلى أن أعمار المستجوبين كانت أغلبيتهم ما بين 31 - 40 سنة بنسبة 48.6%، يلي ذلك الأعمار ما بين 41 - 50 بنسبة 37,5% و الأعمار ما بين 25 - 30 سنة بنسبة 13,9%. مما يؤكد على النوعية الخاصة والذين يمتلكون من الخبرة العملية الكثير في مجال عملهم.

(4) يتضح من الجدول رقم (14) إلى أن التخصص التعليمي لمعبي الاستبانة قد شكل حملة درجة الدكتوراه حوالي 38.2% يلي ذلك حملة الماجستير بنسبة 37.5%. ويستدل على ذلك إن الدول التي قامت بتأسيس صناديق ثروة سيادية ولأهمية هذه الصناديق من الناحية الاستثمارية ولخصوصية هذه الصناديق وللمحافظة على الأموال التي توافرت لها نتيجة للارتفاع في سعر النفط فقد ارتأت هذه الدول أن تختار أصحاب الكفاءات والشهادات العلمية العليا لإدارة هذه الصناديق .

5) يتضح من الجدول رقم (15) إن التخصص التعليمي لمعبي الاستبانة من حملة تخصص التمويل وبنسبة مئوية بلغت 47.2 % يلي ذلك حملة مؤهل الاقتصاد وبنسبة بلغت 25%. وهذا يدل على العلاقة التي تربط بين تخصص التمويل والنظريات الاستثمارية.

ثانياً: نتائج استجابة عينة الدراسة لأسئلة الدراسة:

جدول رقم ( 16 )

المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية ومستوى الموافقة لإجابات عينة الدراسة عن المخاطر الاقتصادية.

الرقم	الفقرات	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	ترتيب درجة الموافقة
1	انخفاض معدل النمو في ميزان المدفوعات يؤدي إلى تذبذب سعر صرف الدرهم مقابل العملات الأجنبية.	4.138	.347	5
2	ارتفاع أسعار صرف العملات الأجنبية يؤدي إلى انخفاض سعر صرف الدرهم اتجاه هذه العملات.	3.562	1.261	11
3	المخاوف المحتملة انخفاض سعر صرف الدرهم مقابل العملات الأجنبية تؤدي إلى ارتفاع معدلات التضخم.	3.993	.535	6
4	ارتفاع أسعار الفائدة على القروض والتمويل المصرفي يؤدي إلى إحداث فجوة في المحافظ الاستثمارية بشأن العمليات الاستثمارية.	3.659	1.206	9
5	وجود توقعات بارتفاع التضخم يؤدي إلى انخفاض قيمة العملة الوطنية اتجاه العملات الأخرى.	4.138	.780	5



6	ارتباط سعر الدرهم بالدولار في ظل انخفاض الأخير أمام العملات الأجنبية الأخرى يؤثر سلباً على الاقتصاد الكلي.	3.861	1.081	8
7	ارتفاع معدلات البطالة يؤدي إلى ارتفاع معدلات أسعار الفائدة قد تنعكس على جذب الاستثمارات الخارجية.	4.047	.959	6
8	عدم استقرار الوضع السياسي في منطقة الشرق الأوسط في ظل المخاطر المحدقة بالمنطقة يؤدي إلى بيئة غير جاذبة للاستثمارات.	4.486	.501	2
9	اعتماد الدولة بشكل كبير على قطاع النفط في ظل تذبذب أسعار النفط في الأسواق العالمية ارتفاعاً وصعوداً يؤثر على بقية القطاعات الأخرى.	4.333	1.182	4
10	ارتفاع تكلفة الاستثمار يعيق دخول الاستثمارات الأجنبية في ظل توفر محفزات استثمارية ذات كلفة أقل في بلدان أخرى.	3.583	.674	10
11	حرية حركة رؤوس الأموال والتجارة قد تؤدي إلى بعض المخاطر كغسيل الأموال والمحافظ الوهمية.	4.513	.860	1
12	الأزمات الاقتصادية العالمية تؤثر على القطاعات الاستثمارية الرئيسية كأسواق الأسهم والعقارات والمحافظ المالية.	4.347	.4777	3

يشير الجدول رقم ( 16 ) إن الفقرات حصلت على درجات متفاوتة ما بين مرتفعة ومتوسطة من حيث الموافقة إذ تراوح الوسط الحسابي لجميع فقرات المجال بين (4.513-3.562)، إذ جاءت الفقرة رقم (11) والتي نصت على إن حرية حركة رؤوس الأموال والتجارة قد تؤدي إلى بعض المخاطر كغسيل الأموال والمحافظ الوهمية في المرتبة الأولى بمتوسط حسابي ( 4.513 ) ثم تلتها الفقرة رقم (8) ونصها عدم استقرار الوضع السياسي في منطقة الشرق الأوسط في ظل المخاطر المحدقة بالمنطقة يؤدي إلى بيئة غير جاذبة للاستثمارات في المرتبة الثانية بمتوسط حسابي (4.486)، وجاءت الفقرة رقم ( 12 ) ونصها الأزمات الاقتصادية العالمية تؤثر على القطاعات الاستثمارية الرئيسية كأسواق الأسهم والعقارات والمحافظ المالية في المرتبة الثالثة بمتوسط حسابي (4.347)،

في حين جاءت الفقرة رقم (2) ونصها ارتفاع صرف العملات الأجنبية يؤدي إلى انخفاض قيمة الدرهم تجاه هذه العملات في المرتبة الأخيرة بمتوسط حسابي (3.562)، وهذا يؤكد إن حرية حركة رؤوس الأموال دون رقابة فعالة يؤدي إلى ظهور بعض المخاطر الاقتصادية كغسيل الأموال وظهور المحافظ الاستثمارية الوهمية وهذا من شأنه أن يزعزع الثقة في استقرار البيئة الاقتصادية وبالتالي يؤثر على إنشاء صناديق الثروة السيادية. لا سيما في ظل أوضاع سياسية غير مستقرة في منطقة الشرق الأوسط والتي تلقي بظلالها على مدى توافر المناخ الملائم للاستثمارات بهذه الصناديق وإنشاءها.

#### جدول رقم (17)

المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية ومستوى الموافقة لإجابات أفراد عينة الدراسة عن المخاطر السياسية.

الرقم	الفقرات	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	ترتيب درجة الموافقة
13	حسن العلاقات مع الدول المجاورة يزيد من حجم التبادل التجاري مع هذه الدول.	4.722	.694	1
14	توفر الأمن والاستقرار السياسي في الإمارات يزيد من تدفق الاستثمارات الأجنبية ويحد من هروب رؤوس الأموال.	3.937	.846	3
15	الاستقرار السياسي في الإمارات يولد الأمن وبالنتيجة يخفض مستوى الجريمة مما يعتبر عنصرا مهما لجذب الاستثمارات الخارجية.	4.625	.718	2

يشير الجدول رقم ( 17 ) إن الفقرات حصلت على درجات متفاوتة ما بين مرتفعة ومتوسطة من حيث الموافقة، إذ تراوح الوسط الحسابي لجميع فقرات المجال بين (3.937-4.722) ، إذ جاءت الفقرة رقم (13) والتي نصت على أن حسن العلاقات مع الدول المجاورة يزيد من حجم التبادل التجاري مع هذه الدول في المرتبة الأولى وبمتوسط حسابي (4.722) ثم تلتها في المرتبة الثانية الفقرة رقم (15) والتي نصت على أن الاستقرار السياسي في الإمارات الآمن وبالنتيجة يخفض مستوى الجريمة مما يعتبر عنصرا مهما لجذب الاستثمارات الخارجية وبمتوسط حسابي (4.625).

في حين جاءت الفقرة رقم (14) ونصها توافر الأمن والاستقرار السياسي في الإمارات يزيد من تدفق الاستثمارات الأجنبية ويحد من هروب رؤوس الأموال بمتوسط حساسي ( 3.937 ) في المرتبة الأخيرة . إن حسن العلاقات مع دول الجوار يشجع هذه الدول على زيادة قيمة استثماراتها والتبادل التجاري بين هذه الدول وهذا يؤكد إن الاستقرار السياسي والأمن لهذه الدول يؤثر بشكل ايجابي على إنشاء صناديق الثروة السيادية.

#### جدول رقم (18)

المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية ومستوى الموافقة لإجابات عينة الدراسة عن المخاطر التشريعية.

الرقم	الفقرات	الوسط الحسائي	الانحراف المعياري	ترتيب درجة الموافقة
16	تعقيدات القوانين والإجراءات الروتينية يعيق جذب الاستثمارات الأجنبية.	3.812	.801	7
17	عدم وجود خطط وبرامج مستمرة لترويج الاستثمارات الأجنبية داخل الإمارات يعيق جذب الاستثمارات الأجنبية.	4.513	.501	1
18	تعتبر القوانين الضريبية التي تتمتع بها الإمارات من ابرز المميزات التنافسية لجذب الاستثمار الأجنبي.	3.659	.711	8
19	إن عزم الإمارات بشأن إصلاح القوانين التي تغطي قضايا مكافحة الاحتكار يشجع على الاستثمار الأجنبي.	4.236	1.109	3

20	إعادة النظر في القيود التشريعية على حقوق التملك من قبل المحافظ الاستثمارية بهدف تأمين قدرة تلك المحافظ على المساهمة في إنشاء استقرار طويل الأمد يعود بفوائد كبيرة على أسواق الإمارات.	3.902	.618	6
21	وجود العديد من القيود على حرية تحويل رؤوس أموال وأرباح الشركات الأجنبية إلى الخارج تعيق جذب الاستثمارات الأجنبية.	4.097	1.190	4
22	إن قوانين تشجيع الاستثمار في الإمارات والإجراءات الخاصة بالإصلاح الاقتصادي مرنة.	4.388	.489	2
23	إن العمل على تطوير التشريعات والقوانين الاستثمارية في الإمارات يساعد على جذب الاستثمارات الأجنبية.	4.055	4.055	5

يشير الجدول رقم ( 18 ) أن الفقرات حصلت على درجات متفاوتة ما بين مرتفعة ومتوسطة من حيث الموافقة، إذ تراوح الوسط الحسابي لجميع فقرات الدراسة (4.513- 3.659)، إذ جاءت الفقرة رقم (17) والتي نصت على أن عدم وجود خطط وبرامج مستمرة لترويج الاستثمارات الأجنبية داخل الإمارات يعيق جذب الاستثمارات الأجنبية في المرتبة الأولى وبمتوسط حسابي ( 4.513 ) ثم تلتها في المرتبة الثانية الفقرة رقم (22) والتي نصت على إن قوانين تشجيع الاستثمار في الإمارات والإجراءات الخاصة بالإصلاح الاقتصادي مرنة وبمتوسط حسابي ( 4.388)، وجاءت الفقرة رقم ( 19 ) والتي نصها أن عزم الإمارات بشأن إصلاح القوانين التي تغطي قضايا مكافحة الاحتكار يشجع على الاستثمار الأجنبي وبمتوسط حسابي ( 4.236) في حين جاءت الفقرة رقم ( 18 ) ونصها تعتبر القوانين الضريبية التي تتمتع بها الإمارات من أبرز المميزات التنافسية لجذب الاستثمار الأجنبي وبمتوسط حسابي ( 3.659 ) في المرتبة الأخيرة. إن عدم وجود خطط واضحة لترويج الفرص الاستثمارية المتاحة بشكل إيجابي وقوانين وتشريعات عصرية يؤثر بشكل سلبي على إنشاء صناديق الثروة السيادية وبالتالي وجود مرونة في القوانين المتعلقة في قوانين تشجيع الاستثمار من العوامل المؤثرة بشكل قوي في استقطاب الاستثمارات الأجنبية وبالتالي إنشاء الصناديق السيادية.

جدول رقم ( 19 )

المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية ومستوى الموافقة لإجابات عينة الدراسة عن المخاطر الإدارية.

الرقم	الفقرات	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	ترتيب درجة الموافقة
24	تحديث النظم الإدارية وإعادة النظر في جوانب النشاط التي تركز عليها تلك النظم وذلك بهدف التخلص من الإجراءات الروتينية غير الضرورية في الإمارات تعتبر عاملا مهما لجذب الاستثمارات الأجنبية.	3.902	.489	4
25	كفاءة الحكومة والتكامل في أعمال دوائرها وهيئاتها أمرين حاسمين فيما يتعلق بتحسين بيئة الأعمال في الإمارات وبالتالي يساعد على جذب الاستثمارات الأجنبية.	3.861	1.036	5
26	النظام الضريبي شفاف ويعد من ابرز المميزات التي تمتلكها الإمارات لجذب الاستثمارات الأجنبية.	4.763	.689	1
27	الحد الأقصى لنسبة الملكية المسموح بها للأجانب في الشركات في الإمارات يشجع على جذب الاستثمار الأجنبي.	4.013	1.075	3
28	تسريع جهود نشر التقنيات المتطورة وممارسة الأعمال المتقدمة والأنماط الإدارية المبتكرة عبر مختلف القطاعات الاقتصادية في الإمارات يشجع على جذب الاستثمارات الأجنبية.	3.902	.452	4
29	التعقيدات الإدارية تعيق من جذب الاستثمارات الأجنبية.	4.138	1.131	2

يشير الجدول رقم ( 19 ) أن الفقرات حصلت على درجات متفاوتة ما بين مرتفعة ومتوسطة من حيث (، إذ جاءت الفقرة رقم 4.763-3.861 الموافقة، إذ تراوح الوسط الحسابي لجميع فقرات المجال بين (26) والتي نصت على أن النظام الضريبي شفاف ويعد من أبرز المميزات التي تملكها الإمارات لجذب الاستثمارات الأجنبية في المرتبة الأولى وبتوسط حسابي ( 4.763 ) ثم تلتها في المرتبة الثانية الفقرة رقم (29) والتي نصت على أن التعقيدات الإدارية تعيق من جذب الاستثمارات الأجنبية وبتوسط حسابي ( 4.138 )، وجاءت الفقرة رقم ( 27 ) والتي نصها أن الحد الأقصى لنسبة الملكية المسموح بها للأجانب في الشركات في الإمارات يشجع على جذب الاستثمار الأجنبي وبتوسط حسابي ( 4.013 ) في حين جاءت الفقرة رقم ( 25 ) ونصها كفاءة الحكومة والتكامل في أعمال دوائرها وهيئاتها أمران حاسمان فيما يتعلق بتحسين بيئة الأعمال في الإمارات وبالتالي يساعد على جذب الاستثمارات الأجنبية وبتوسط حسابي ( 3.861 ) في المرتبة الأخيرة. إن عدم وجود نظام ضريبي معقد إضافة إلى انخفاض تكاليف المعاملات الإدارية في دولة الإمارات العربية المتحدة وسهولة الإجراءات الإدارية يزيد من عملية جذب الاستثمارات الأجنبية وهذا يؤثر بشكل إيجابي على إنشاء صناديق الثروة السيادية.

#### جدول رقم ( 20 )

المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية ومستوى الموافقة لإجابات عينة الدراسة عن المخاطر الديمغرافية.

الرقم	الفقرات	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	ترتيب درجة الموافقة
30	التركيبة السكانية تحتاج إلى دراسة وتحليل معمق للإبعاد الديمغرافية لهذه التركيبة وتداعياتها الاقتصادية والاجتماعية والسياسية على المدى المتوسط والبعيد بما يؤثر على جذب الاستثمارات الخارجية.	4.388	.618	1

31	تعزيز دور الأسرة ومعالجة المشاكل التي تهدد كيانها واستقرارها والتأكيد على دور التعليم والإعلام وغرس قيم الولاء والانتماء للوطن تعتبر عوامل مهمة لجذب الاستثمارات الأجنبية.	4.291	.780	2
32	الحد من بيع الأراضي وتملك العقارات لغير المواطنين يعيقان من جذب الاستثمارات الأجنبية.	3.763	.426	4
33	ربط عملية التنمية الاقتصادية بالتركيبة السكانية والعمل على خلق توازن سكاني بالإضافة إلى خلق توازن في سوق العمل يشجع على جذب الاستثمارات الخارجية.	4.069	.699	3
34	توزيع الدخل على السكان يشجع على إقامة المشاريع التنموية ويشجع المستثمرين الخارجيين على إقامة شركات استثمارية كبيرة.	3.715	.618	5

يشير الجدول رقم ( 20 ) أن الفقرات حصلت على درجات متفاوتة ما بين مرتفعة ومتوسطة من حيث الموافقة، إذ تراوح الوسط الحسابي لجميع فقرات المجال بين (4.388-3.715)، إذ جاءت الفقرة رقم (30) والتي نصت على أن التركيبة السكانية تحتاج إلى دراسة وتحليل معمق للأبعاد الديمغرافية لهذه التركيبة وتداعياتها الاقتصادية والاجتماعية والسياسية على المدى المتوسط والبعيد بما يؤثر على جذب الاستثمارات الخارجية في المرتبة الأولى وبتوسط حسابي ( 4.388 ) ثم تلتها في المرتبة الثانية الفقرة رقم (31) والتي نصها تعزيز دور الأسرة ومعالجة المشاكل التي تهدد كيانها واستقرارها والتأكيد على دور التعليم والإعلام وغرس قيم الولاء والانتماء إلى الوطن تعتبر عوامل مهمة لجذب الاستثمارات الأجنبية وبتوسط حسابي ( 4.291)، وجاءت الفقرة رقم ( 33 )

والتي نصها ربط عملية التنمية الاقتصادية بالتركيبة السكانية والعمل على خلق توازن سكاني بالإضافة إلى خلق توازن في سوق العمل يشجع على جذب الاستثمارات الخارجية ومتموسط حسابي ( 4.069 ) في حين جاءت الفقرة رقم ( 34 ) ونصها توزيع الدخل على السكان يشجع على إقامة المشاريع التنموية ويشجع على إقامة شركات استثمارية كبيرة ومتموسط حسابي ( 3.715 ) في المرتبة الأخيرة. إن تعدد التركيبة السكانية وعدم تجانسها لدولة الإمارات العربية المتحدة وارتفاع عدد السكان الأجانب مقارنة بالمواطنين من شأنه أن يدفع الدولة إلى فرض القيود المالية على السكان الأجانب بهدف تقليل الفجوة بين الأجانب والمواطنين وهذا من شأنه أن يؤثر بشكل سلبي على جذب الاستثمارات الخارجية وهذا يعتبر مؤشراً سلبياً على إنشاء صناديق الثروة السيادية.

ثانياً: العوائد المالية.

#### جدول رقم ( 21 )

المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية ومستوى الموافقة لإجابات عينة الدراسة عن تدفقات رأس المال.

الرقم	الفقرات	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	ترتيب درجة الموافقة
1	العائد على الاستثمار احد الأسباب وراء جذب التدفقات النقدية	4.333	1.030	2
2	حرية تدفق رأس المال احد الأسباب وراء جذب الاستثمارات إلى الإمارات.	3.763	.860	5
3	استقرار الأسواق المالية احد العوامل في جذب التدفقات المالية إلى الإمارات.	4.097	.804	3
4	صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي إلى أسواق الإمارات احد أهم العوامل المؤثرة في جذب الاستثمارات.	3.666	.989	6
5	يعتبر ارتفاع أسعار الأسهم في أسواق الإمارات احد العوامل في جذب التدفقات النقدية إلى الإمارات.	3.854	.938	5



6	تعتبر العوامة المالية والابتكارات في مجال الأدوات والمشتقات المالية المتنوعة احد العوامل المؤثرة للاستثمار في الإمارات.	3.937	.731	4
7	تطور أدوات استثمارية طويلة الأجل بغرض إعادة وتوجيه الفائض في السيولة نحو تمويل المشاريع التنموية في الإمارات يساعد على جذب التدفقات النقدية والرأسمالية	4.097	.804	3
8	يمكن للتشريعات التي تحد من تدفق الاستثمارات الأجنبية أن تشكل عاملا مقيدا للتملك الأجنبي في الإمارات.	3.479	.501	7
9	تعتبر أسعار الأصول الأجنبية قليلة الكلفة من العوامل المؤثرة في جذب الاستثمارات الأجنبية.	4.097	.970	3
10	ارتباط عملة الإمارات بالدولار الأمريكي لم يبق للحكومة سوى القليل من أدوات السياسة النقدية.	4.722	.694	1

يشير الجدول رقم ( 21 ) أن الفقرات حصلت على درجات متفاوتة ما بين مرتفعة ومتوسطة من حيث الموافقة، إذ تراوح الوسط الحسابي لجميع فقرات المجال بين ( 4.722 - 3.479 )، إذ جاءت الفقرة رقم (10) والتي نصت على أن ارتباط عملة الإمارات بالدولار الأمريكي لم يبق للحكومة سوى القليل من أدوات السياسة النقدية في المرتبة الأولى وبمتوسط حسابي ( 4.722 ) ثم تلتها في المرتبة الثانية الفقرة رقم (1) والتي نصها أن العائد على الاستثمار احد الأسباب وراء جذب التدفقات النقدية إلى الإمارات وبمتوسط حسابي ( 4.333 )، وجاءت الفقرة رقم ( 3 ) في المرتبة الثالثة والتي نصها استقرار الأسواق المالية احد العوامل في جذب التدفقات النقدية إلى الإمارات وبمتوسط حسابي ( 4.097 ) في حين جاءت الفقرة رقم ( 8 ) ونصها يمكن للتشريعات التي تحد من تدفق الاستثمارات الأجنبية أن تشكل عاملا مقيدا للتملك الأجنبي في الإمارات وبمتوسط حسابي ( 3.479 ) في المرتبة الأخيرة. إن توافر قوانين وتشريعات تحكم عمل الأسواق المالية والمؤسسات المالية إضافة إلى سياسة نقدية فعالة من شأنه أن يخلق بيئة اقتصادية جاذبة للاستثمارات الخارجية مما يعزز فرصة إنشاء صناديق ثروة سيادية.

جدول رقم (22)

المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية ومستوى الموافقة لإجابات أفراد عينة الدراسة عن الاحتياطي الأجنبي.

الرقم	الفقرات	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	ترتيب درجة الموافقة
11	ارتفاع الاحتياطيات الأجنبية الدولية والتطورات في التجارة الخارجية نتيجة لارتفاع أسعار النفط تعتبر عوامل جذب للاستثمارات الخارجية.	3.868	.829	2
12	التطورات في المدفوعات والتدفقات المالية والرأسمالية نتيجة لارتفاع أسعار النفط تعتبر عامل جذب للاستثمارات الخارجية.	4.090	.923	1
13	ارتفاع نسبة تغطية الاحتياطيات للواردات من السلع والخدمات للإمارات تعتبر عامل جذب للاستثمارات الخارجية.	3.854	.827	3

يشير الجدول رقم ( 22 ) أن الفقرات حصلت على درجات متفاوتة ما بين مرتفعة ومتوسطة من حيث الموافقة، إذ تراوح الوسط الحسابي لجميع فقرات المجال بين ( 3.868-4.090) إذ جاءت الفقرة رقم (12) والتي نصت إن التطورات في المدفوعات والتدفقات المالية والرأسمالية نتيجة لارتفاع أسعار النفط تعتبر عامل جذب للاستثمارات الخارجية في المرتبة الأولى وبمتوسط حسابي ( 4.090 ) تلتها الفقرة رقم ( 11 ) في المرتبة الثانية ونصها ارتفاع الاحتياطيات الدولية والتطورات في التجارة الخارجية نتيجة لارتفاع أسعار النفط تعتبر عوامل جذب للاستثمارات الخارجية وبمتوسط حسابي ( 3.868 ) في حين جاءت الفقرة رقم ( 13 ) والتي نصها ارتفاع نسبة تغطية الاحتياطيات للواردات من السلع والخدمات للإمارات تعتبر عامل جذب للاستثمارات الخارجية في المرتبة الأخيرة. إن التطور في النظام المالي والنقدي في دولة الإمارات وتوافر البيئة الاستثمارية المنافسة أتاح الفرصة لجذب الاستثمارات الخارجية وبالتالي شجع على إنشاء صناديق الثروة السيادية.

القسم الثاني: الإطار القانوني.

جدول رقم ( 23 )

المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية ومستوى الموافقة لإجابات عينة الدراسة عن الإطار القانوني.

الرقم	الفقرات	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	ترتيب درجة الموافقة
1	الإطار القانوني الذي يستند إليه صندوق الثروة السيادية سليما وداعما لفعالية تشغيله وتحقيق أهدافه المعلنة.	4.243	.681	1
2	يضمن الإطار القانوني سلامة الوضع القانوني لصندوق الثروة السيادية والمعاملات التي يجريها.	3.729	.639	4
3	يتم الإفصاح العلني عن أهم مواصفات الأساس والهيكل القانونيين لصندوق الثروة السيادية وكذلك العلاقة بين كل صندوق وغيره من كيانات الدولة.	4.104	1.186	2
4	يتحدد بوضوح غرض السياسة من إنشاء صندوق الثروة السيادية ويتم الإفصاح عنه علنا.	4.000	.699	3
5	يتم الإفصاح عن مصادر تمويل صناديق الثروة السيادية وعن الترتيبات أرصدها والإنفاق منها نيابة عن الحكومة المعتمدة في السحب من الإدارة العليا للصندوق.	3.368	1.001	5

يشير الجدول رقم ( 23 ) أن الفقرات حصلت على درجات متفاوتة ما بين مرتفعة ومتوسطة من حيث الموافقة، إذ تراوح الوسط الحسابي لجميع فقرات المجال بين (4.243-3.368) إذ جاءت الفقرة رقم (1) والتي نصت على أن الإطار القانوني الذي يستند إليه صندوق الثروة السيادية سليما وداعما لفعالية تشغيله وتحقيق أهدافه المعلنة في المرتبة الأولى وبمتوسط حسابي ( 4.243 ) ثم تلتها الفقرة رقم (3) ونصت يتم الإفصاح العلني عن أهم مواصفات الأساس والهيكل القانونيين لصندوق الثروة السيادية وكذلك العلاقة بين كل صندوق وغيره من كيانات الدولة في المرتبة الثانية و بمتوسط حسابي (4.104)،

وجاءت الفقرة رقم ( 4 ) ونصها يتحدد بوضوح غرض السياسة من إنشاء صندوق الثروة السيادية ويتم الإفصاح عنه علنا في المرتبة الثالثة بمتوسط حسابي (4,000)، في حين جاءت الفقرة رقم (5) ونصها يتم الإفصاح عن مصادر تمويل صناديق الثروة السيادية وعن ترتيبات أرصدها والإنفاق منها نيابة عن الحكومة المعتمدة في السحب من الإدارة العليا للصندوق في المرتبة الأخيرة بمتوسط حسابي (3,368). إن الإطار القانوني الذي ينظم عمل صناديق الثروة السيادية يعتبر عامل جذب للاستثمارات الأجنبية وبالتالي يؤثر بشكل إيجابي على إنشاء صناديق الثروة السيادية.

المحور الثاني: الإطار المؤسسي وهيكل الحكومة.

#### جدول رقم (24)

المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية ومستوى الموافقة لإجابات عينة الدراسة عن الإطار المؤسسي وهيكل الحكومة.

الرقم	الفقرات	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	ترتيب درجة الموافقة
6	العمل في إطار سليم للحكومة يحدد تقسيما واضحا وفعالا لإدارة المسؤوليات بما يسهل المساءلة والاستقلالية التشغيلية في تحقيق أهداف الصندوق.	3.972	.900	2
7	تحدد الجهة المالكة أهداف صندوق الثروة السيادية وتتولى تعيين أعضاء الجهاز الإداري والفني طبقا لإجراءات واضحة التحديد وتمارس الإشراف على عملياته.	3.763	.975	4
8	يعمل الجهاز الحاكم بما يحقق مصالح صندوق الثروة السيادية ويكلف بمهمة واضحة المعالم ويمنح السلطة والاختصاص الكافيين لأداء وظائفه.	3.243	.969	7
9	تتحدد بوضوح المعايير المهنية والأخلاقية الواجبة ويحاط علما بها أعضاء الجهاز الحاكم لصندوق الثروة السيادية وإدارته وموظفيه.	4.715	.452	1

10	تخضع عمليات صندوق الثروة السيادية وكشوفه المالية للتدقيق السنوي طبقا للمعايير المحاسبية الدولية أو القومية المعمول بها.	3.256	.980	6
11	يتم إعداد تقرير سنوي مصحوب بكشوف مالية عن عمليات صندوق الثروة السيادية وكيفية أدائه وذلك في الوقت المقرر وطبق للمعايير المحاسبية الدولية أو القومية المعمول بها ومع مراعاة متطلبات الاتساق.	3.659	.475	5
12	يتولى فريق الإدارة التشغيلية لصندوق الثروة السيادية تنفيذ استراتيجياته بصورة مستقلة وفي إطار مسؤوليات واحة التحديد.	3.812	1.211	3

يشير الجدول رقم ( 24 ) أن الفقرات حصلت على درجات متفاوتة ما بين مرتفعة ومتوسطة من حيث الموافقة، إذ تراوح الوسط الحسابي لجميع فقرات المجال بين ( 3.243-4.715 ) إذ جاءت الفقرة رقم (9) والتي نصها تتحدد بوضوح المعايير المهنية والأخلاقية الواجبة ويحاط علما بها أعضاء الجهاز الحاكم لصندوق الثروة السيادية وإدارته وموظفيه في المرتبة الأولى بمتوسط حسابي ( 4.715 ) ثم تلتها الفقرة رقم (6) العمل في إطار سليم للحكومة يحدد تقسيما واضحا وفعالا لإدارة المسؤوليات بما يسهل المساءلة والاستقلالية التشغيلية في تحقيق أهداف الصندوق في المرتبة الثانية و بمتوسط حسابي (3.972)، وجاءت الفقرة رقم ( 12 ) ونصها يتولى فريق الإدارة التشغيلية لصندوق الثروة السيادية تنفيذ استراتيجياته بصورة مستقلة وفي إطار مسؤوليات واضحة التحديد في المرتبة الثالثة و بمتوسط حسابي (3.812)، في حين جاءت الفقرة رقم (8) ونصها يعمل الجهاز الحاكم بما يحقق مصالح صندوق الثروة السيادية ويكلف مهمة واضحة المعالم ويمنح السلطة والاختصاص الكافيين لأداء وظائفه في المرتبة الأخيرة بمتوسط حسابي (3.243). إن وضوح المعايير المهنية والأخلاقية وكفاءة عمل الموظفين والقائمين على صناديق الثروة السيادية تعتبر عوامل مهمة وجاذبة لإنشاء هذه الصناديق.

المحور الثالث: إطار الاستثمار وإدارة المخاطر.

جدول رقم ( 25 )

المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية ومستوى الموافقة لإجابات عينة الدراسة عن إطار الاستثمار وإدارة المخاطر

الرقم	الفقرات	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	ترتيب درجة الموافقة
13	يسترشد صندوق الثروة السيادية بسياسته الاستثمارية في تقنين مدى انكشافه للمخاطر المالية وإمكانية استخدامه للرفع المالي.	4.097	.963	2
14	يتم الإفصاح علنا عن توصيف لسياسة الاستثمار المعتمدة لدى صندوق الثروة السيادية.	3.631	1.095	7
15	القرارات الاستثمارية التي يتخذها صندوق الثروة السيادية تهدف إلى تعظيم العائد المالي المعدل حسب المخاطر بما يتوافق مع سياسة الصندوق الاستثمارية استنادا إلى أسس اقتصادية ومالية.	3.861	1.081	5
16	تدار أصول صندوق الثروة السيادية وفقا للطريقة السليمة والمقبولة عموما في مجال إدارة الأصول.	3.916	.942	3
17	يستند صندوق الثروة السيادية إلى إطار يحدد مخاطر عملياته ويقدرها ويديرها.	3.868	1.079	4

18	يتم الإفصاح علنا عن المنهج العام المعتمد لإطار إدارة المخاطر.	3.687	1.124	6
19	يتضمن إطار إدارة المخاطر معلومات موثقة ونظماً لإبلاغ البيانات في الوقت المقرر.	4.187	.860	1

يشير الجدول رقم (25) أن الفقرات حصلت على درجات متفاوتة ما بين مرتفعة ومتوسطة من حيث الموافقة، إذ تراوح الوسط الحسابي لجميع فقرات المجال (4.187-3.631) إذ جاءت الفقرة رقم (19) والتي نصها يتضمن إطار إدارة المخاطر معلومات موثقة ونظماً لإبلاغ البيانات في الوقت المقرر في المرتبة الأولى بمتوسط حسابي (4.187) ثم تلتها الفقرة رقم (13) يسترشد صندوق الثروة السيادية بسياسته الاستثمارية في تقنين مدى انكشافه للمخاطر المالية وإمكانية استخدامه للرفع المالي في المرتبة الثانية و بمتوسط حسابي (4.097)، وجاءت الفقرة رقم (16) في المرتبة الثالثة ونصها تدار إدارة أصول صندوق الثروة السيادية وفقاً للطريقة السليمة والمقبولة عموماً في مجال إدارة الأصول بمتوسط حسابي (3.916)، في حين جاءت الفقرة رقم (14) ونصها يتم الإفصاح علنا عن توصيف لسياسة الاستثمار المعتمدة لدى صندوق الثروة السيادية في المرتبة الأخيرة بمتوسط حسابي (3.631). إن سياسة إدارة المخاطر والاستثمار والمنهج المعتمد لدى القائمين على صناديق الثروة السيادية يشجع على جذب الاستثمارات الخارجية وهذا يؤثر بشكل إيجابي على إنشاء هذه الصناديق.

2/4 اختبار فرضيات الدراسة:

أولاً: النتائج المتعلقة بمحاور الدراسة للفرضية الرئيسية الأولى:

HO1: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمخاطر على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة، وتتفرع منها فرضيات فرعية سيتم اختبارها لاحقاً:

لاختبار هذه الفرضية تم إجراء اختبار الانحدار المتعدد كما في جدول رقم (26)

جدول ( رقم 26)

نتائج تحليل الانحدار لبيان اثر المخاطر على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة.

المتغير	B	Beta	قيمة t المحسوبة	الخطأ المعياري	مستوى الدلالة
الثابت	0.033		.239	.133	0.000
المخاطر الاقتصادية	2.561	1.84	15.946	161.	0.000
المخاطر السياسية	.972	.991	23.931	.041	0.000
المخاطر التشريعية	-1.727	-1.321	-12.984	.138	0.000
المخاطر الإدارية	-.770	-.479	-6.541	.118	0.000
المخاطر الديمغرافية	-.163	-.113	-0.943	.173	0.000

$$R^2 = 0.992, F = 3427, \text{Sig} \leq 0.05$$

يتضح من الجدول رقم (26) أن قيمة ( F ) المحسوبة (3427)، وهي أكبر من قيمة ( F ) الجدولية (2.21)، عند مستوى دلالة (  $\alpha \geq 0.05$  )، لذلك نرفض الفرضية العدمية ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على أنه يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمخاطر على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة. كما أن المخاطر تفسر 99.2% من التباين الحاصل في إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة، وان المخاطر الاقتصادية كانت الأكثر تأثيراً في إنشاء الصناديق السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة بينما كانت المخاطر الديمغرافية الأقل تأثيراً.



وتتفرع من الفرضية الرئيسة الأولى الفرضيات الفرعية التالية :

HO1-1: لا يوجد أثر للمخاطر الاقتصادية على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة.

لاختبار هذه الفرضية تم إجراء اختبار الانحدار البسيط كما في جدول رقم (27).

جدول رقم ( 27 )

نتائج اختبار الانحدار البسيط للمخاطر الاقتصادية على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة.

المتغير	R	R <sup>2</sup>	قيمة t المحسوبة	قيمة t الجدولية	مستوى الدلالة
المخاطر الاقتصادية	0.819	0.670	16.981	1.96	0.000

يتضح من الجدول رقم (27) أن قيمة ( t ) المحسوبة (16.981) وهي أكبر من قيمة (t) الجدولية (1.96)

عند مستوى دلالة (  $\alpha \geq 0.05$  ) لذلك نرفض الفرضية العدمية ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على أنه يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمخاطر الاقتصادية على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة. كما أن المخاطر الاقتصادية تفسر 67.0 % من التباين الحاصل في إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة.

HO1-2: لا يوجد أثر للمخاطر السياسية على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة.

لاختبار هذه الفرضية تم إجراء اختبار الانحدار البسيط كما في جدول رقم (28).

جدول رقم ( 28 )

نتائج اختبار الانحدار البسيط للمخاطر السياسية على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة.

المتغير	R	R <sup>2</sup>	قيمة t المحسوبة	قيمة t الجدولية	مستوى الدلالة
المخاطر السياسية	0.912	0.831	26.445	1.96	0.000

يتضح من الجدول رقم (28) أن قيمة ( t ) المحسوبة (26.445) وهي أكبر من قيمة ( t ) الجدولية (1.96) عند مستوى دلالة (  $\alpha \geq 0.05$  ) لذلك نرفض الفرضية العدمية ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على أنه يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمخاطر السياسية على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة كما أن المخاطر السياسية تفسر 83.1 % من التباين الحاصل في إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة.

HO1-3: لا يوجد أثر للمخاطر التشريعية على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة.

لاخار هذه الفرضية تم إجراء اختبار الانحدار البسيط كما في جدول رقم (29).

جدول رقم ( 29 )

نتائج اختبار الانحدار البسيط للمخاطر التشريعية على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة.

المتغير	R	R <sup>2</sup>	قيمة t المحسوبة	قيمة t الجدولية	مستوى الدلالة
المخاطر التشريعية	0.723	0.523	12.486	1.96	0.000

يتضح من الجدول رقم (29) أن قيمة ( t ) المحسوبة (12.486) وهي أكبر من قيمة ( t ) الجدولية (1.96) عند مستوى دلالة (  $\alpha \geq 0.05$  ) لذلك نرفض الفرضية العدمية ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على انه يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمخاطر السياسية على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة. كما أن المخاطر التشريعية تفسر 52.3 % من التباين الحاصل في إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة.

HO1-4: لا يوجد أثر لمخاطر البيئة الإدارية والجوانب الإجرائية على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة.

لاختبار هذه الفرضية تم إجراء اختبار الانحدار البسيط كما في جدول رقم (30).

جدول رقم ( 30 )

نتائج اختبار الانحدار البسيط للمخاطر البيئية الإدارية على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة.

المتغير	R	R <sup>2</sup>	قيمة t المحسوبة	قيمة t الجدولية	مستوى الدلالة
المخاطر البيئية الإدارية والجوانب الإجرائية	0.814	0.663	16.715	1.96	0.000

يتضح من الجدول رقم (30) أن قيمة ( t ) المحسوبة (16.715) وهي أكبر من قيمة ( t ) الجدولية (1.96) عند مستوى دلالة (  $\alpha \geq 0.05$  ) لذلك نرفض الفرضية العدمية ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على انه يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للمخاطر البيئية الإدارية على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة. كما أن المخاطر البيئية الإدارية تفسر 66.3 % من التباين الحاصل في إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة.

HO1-5: لا يوجد أثر للمخاطر الديمغرافية على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة.

لاختبار هذه الفرضية تم إجراء اختبار الانحدار البسيط كما في جدول رقم (31).

جدول رقم ( 31 )

نتائج اختبار الانحدار البسيط للمخاطر الديمغرافية على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة.

المتغير	R	R <sup>2</sup>	قيمة t المحسوبة	قيمة t الجدولية	مستوى الدلالة
المخاطر الديمغرافية	0.639	0.408	9.896	1.96	0.000

يتضح من الجدول رقم (31) أن قيمة ( t ) المحسوبة (9.896) وهي أكبر من قيمة ( t ) الجدولية (1.96) عند مستوى دلالة (  $\alpha \geq 0.05$  ) لذلك نرفض الفرضية العدمية ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على انه يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمخاطر الديمغرافية على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة. كما أن المخاطر الديمغرافية تفسر 40.8% من التباين الحاصل في إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة.

ثانيا: النتائج المتعلقة بمحاور الدراسة للفرضية الرئيسة الثانية:

HO2: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للعوائد المالية على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة.

لاختبار هذه الفرضية تم إجراء اختبار الانحدار المتعدد كما في جدول رقم (32)

جدول ( رقم 32 )

نتائج تحليل الانحدار لبيان لتأثير العوائد المالية على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة.

المتغير	B	Beta	قيمة t المحسوبة	الخطأ المعياري	مستوى الدلالة
الثابت	0.973		6.963	.140	0.000
اثر تدفقات رأس المال	1.039	1.096	15.653	.066	0.000
اثر أسعار الأصول الأجنبية	.383	.535	10.377	.383	0.000
اثر الاحتياطي الأجنبي	-.727	-.763	-9.673	.075	0.000

$$R^2 = .822, F = 215, \text{Sig} \leq 0.05$$

يتضح من الجدول رقم (32) أن قيمة ( F ) المحسوبة (215) وهي أكبر من قيمة ( F ) الجدولية (2.21) عند مستوى دلالة (  $\alpha \geq 0.05$  ) لذلك نرفض الفرضية العدمية ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على انه يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للعوائد المالية على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة. كما أن العوائد المالية تفسر 82.2% من التباين الحاصل في إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة وأن أثر التدفقات النقدية كانت الأكثر تأثيراً في إنشاء الصناديق السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة.

وتتفرع من الفرضية الرئيسة الثانية الفرضيات الفرعية التالية:

HO2-1: لا يوجد أثر لتدفقات رأس المال على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة.

لاختبار هذه الفرضية تم إجراء اختبار الانحدار البسيط كما في جدول رقم (33).

جدول رقم ( 33 )

نتائج اختبار الانحدار البسيط لتأثير تدفقات رأس المال على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة.

المتغير	R	R <sup>2</sup>	قيمة t المحسوبة	قيمة t الجدولية	مستوى الدلالة
اثر تدفقات رأس المال	0.804	0.647	16.128	1.96	0.000

يتضح من الجدول رقم (33) أن قيمة ( t ) المحسوبة (16.128) وهي أكبر من قيمة (t) الجدولية (1.96) عند مستوى دلالة (  $\alpha \geq 0.05$  ) لذلك نرفض الفرضية العدمية ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على انه يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتدفقات رأس المال على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة. كما أن تدفقات رأس المال تفسر 64.7 % من التباين الحاصل في إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة.

HO2-2: لا يوجد أثر للاحتياطيات الأجنبية على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة.

لاختبار هذه الفرضية تم إجراء اختبار الانحدار البسيط كما في جدول رقم (34).

جدول رقم ( 34 )

نتائج اختبار الانحدار البسيط لتأثير الاحتياطات الأجنبية على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة.

المتغير	R	R <sup>2</sup>	قيمة t المحسوبة	قيمة t الجدولية	مستوى الدلالة
اثر الاحتياطات الأجنبية	0.592	0.351	8.755	1.96	0.000

يتضح من الجدول رقم (34) أن قيمة ( t ) المحسوبة (8.755) وهي أكبر من قيمة (t) الجدولية (1.96) عند مستوى دلالة (  $\alpha \leq 0.05$  ) لذلك نرفض الفرضية العدمية ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على انه يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتأثير الاحتياطات الأجنبية على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة. كما أن الاحتياطات الأجنبية تفسر 35.1 % من التباين الحاصل في إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة.

HO2-3: لا يوجد تأثير لأسعار الأصول الأجنبية على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة.

لاختبار هذه الفرضية تم إجراء اختبار الانحدار البسيط كما في جدول رقم (35).



جدول رقم ( 35 )

نتائج اختبار الانحدار البسيط لتأثير أسعار الأصول الأجنبية على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة.

المتغير	R	R <sup>2</sup>	قيمة t المحسوبة	قيمة t الجدولية	مستوى الدلالة
اثر أسعار الأصول الأجنبية	0.708	0.501	11.938	1.96	0.000

يتضح من الجدول رقم (35) أن قيمة ( t ) المحسوبة (11.938) وهي أكبر من قيمة (t) الجدولية (1.96) عند مستوى دلالة (  $\alpha \leq 0.05$  ) لذلك نرفض الفرضية العدمية ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على انه يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لأسعار الأصول الأجنبية على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة. كما أن أسعار الأصول الأجنبية تفسر 50.1% من التباين الحاصل في إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة.

نتائج تحليل الانحدار لبيان تأثير المخاطر على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة على الإطار القانوني

جدول ( رقم 36 )

نتائج تحليل الانحدار المتعدد لبيان أثر المخاطر على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة على الإطار القانوني.

المتغير	B	Beta	قيمة t المحسوبة	الخطأ المعياري	مستوى الدلالة
الثابت	4.894		69.977	.070	0.000
المخاطر الاقتصادية	.532	.496	6.523	.082	0.000

المخاطر السياسية	1.137	1.507	55.142	.021	0.000
المخاطر التشريعية	1.490	1.480	21.211	.070	0.000
المخاطر الإدارية	-2.147	-1.736	-35.943	.060	0.000
المخاطر الديمغرافية	-1.354	-1.224	-15.429	.088	0.000

$$R^2 = 99.7, F = 7913, \text{Sig} \leq 0.05$$

يتضح من الجدول رقم (36) أن قيمة ( F ) المحسوبة (7913)، وهي أكبر من قيمة ( F ) الجدولية (2.21)، عند مستوى دلالة (  $\alpha \leq 0.05$  ) لذلك نرفض الفرضية العدمية ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على أنه يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للمخاطر على الإطار القانوني. كما أن المخاطر تفسر 99.7 % من التباين الحاصل في إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة، وأن المخاطر التشريعية كانت الأكثر تأثيراً على الإطار القانوني في إنشاء الصناديق السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة بينما كانت المخاطر الإدارية الأقل تأثيراً، حيث إن تعقيدات القوانين والإجراءات الروتينية وعدم وجود خطط وبرامج مستمرة لترويج الاستثمارات يعيق جذب الاستثمارات الأجنبية لأسواق دولة الإمارات العربية المتحدة.

#### جدول رقم (37)

نتائج تحليل الانحدار المتعدد لبيان أثر المخاطر على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة على الإطار المؤسسي.

المتغير	B	Beta	قيمة t المحسوبة	الخطأ المعياري	مستوى الدلالة
الثابت	-2.378		-20.039	.119	0.000
المخاطر الاقتصادية	3.181	1.916	23.009	.138	0.000

المخاطر السياسية	.911	.779	26.041	.035	0.000
المخاطر التشريعية	-3.927	-2.517	-32.965	.119	0.000
المخاطر الإدارية	.234	.122	2.305	.101	0.000
المخاطر الديمغرافية	1.063	.619	7.136	.149	0.000

$$R^2 = 99.6, F = 6605, \text{Sig} \leq 0.05$$

يتضح من الجدول رقم (37) أن قيمة ( F ) المحسوبة (6605)، وهي أكبر من قيمة ( F ) الجدولية (2.21)، عند مستوى دلالة (  $\alpha \leq 0.05$  ) لذلك نرفض الفرضية العدمية ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على انه يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمخاطر على الإطار المؤسسي. كما أن المخاطر تفسر 99.6 % من التباين الحاصل في إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة، وان المخاطر الاقتصادية كانت الأكثر تأثيراً على الإطار المؤسسي في إنشاء الصناديق السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة بينما كانت المخاطر التشريعية الأقل تأثيراً، حيث إن ارتفاع سعر العملات الأجنبية يؤدي إلى انخفاض قيمة الدرهم تجاه هذه العملات وكذلك انخفاض معدل النمو في ميزان المدفوعات يؤدي إلى تذبذب أسعار صرف الدرهم مقابل العملات الأجنبية وبالتالي تؤثر هذه المخاطر على جذب الاستثمارات الأجنبية لأسواق دولة الإمارات العربية المتحدة.

نتائج تحليل الانحدار لبيان تأثير العوائد المالية على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة على الإطار القانوني.

جدول رقم (38)

نتائج تحليل الانحدار المتعدد لبيان أثر العوائد المالية على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة على الإطار القانوني.

المتغير	B	Beta	قيمة t المحسوبة	الخطأ المعياري	مستوى الدلالة
الثابت	2.294		38.277	.060	0.000
اثر تدفقات رأس المال	-.139	-.191	-4.892	.028	0.000
اثر أسعار الأصول	.665	1.253	42.037	.016	0.000
اثر الاحتياطي الأجنبي	-.201	-.275	-6.247	.032	0.000

$$R^2 = .945, F = 796, \text{Sig} \leq 0.05$$

يتضح من الجدول رقم (38) أن قيمة ( F ) المحسوبة (796) وهي أكبر من قيمة ( F ) الجدولية (2.21) عند مستوى دلالة (  $\alpha \leq 0.05$  ) لذلك نرفض الفرضية العدمية ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على انه يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للعوائد المالية على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة. كما أن العوائد المالية تفسر 94.5% من التباين الحاصل في إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة وأن أسعار الأصول كانت الأكثر تأثيراً على الإطار القانوني في إنشاء الصناديق السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة ، حيث تعتبر أسعار الأصول الأجنبية قليلة الكلفة وارتباط عملة الإمارات بالدولار الأمريكي من العوامل التي تؤثر على جذب الاستثمارات.

ولمزيد من التحليل تم قياس أثر العوائد المالية على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة كما في جدول رقم (39)

جدول رقم (39)

نتائج تحليل الانحدار المتعدد لبيان أثر العوائد المالية على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة على الإطار المؤسسي.

المتغير	B	Beta	قيمة t المحسوبة	الخطأ المعياري	مستوى الدلالة
الثابت	0534		2.941	.182	0.000
اثر تدفقات رأس المال	1.526	1.349	17.677	.086	0.000
اثر أسعار الأصول	.139	.169	2.907	.048	0.000
اثر الاحتياطي الأجنبي	-.846	-.745	-.865	.098	0.000

$$R^2 = .788, F = 173, \text{Sig} \leq 0.05$$

يتضح من الجدول رقم (39) أن قيمة ( F ) المحسوبة (173) وهي أكبر من قيمة ( F ) الجدولية (2.21) عند مستوى دلالة (  $\alpha \leq 0.05$  ) لذلك نرفض الفرضية العدمية ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على انه يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للعوائد المالية على الإطار المؤسسي على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة. كما أن العوائد المالية تفسر 78.8 % من التباين الحاصل في إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة وان تدفقات رأس المال كانت الأكثر تأثيراً على الإطار المؤسسي في إنشاء الصناديق السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة ، حيث يعتبر العائد على الاستثمار واستقرار الأسواق المالية وحرية تدفق رأس المال من العوامل الأكثر تأثيراً على جذب الاستثمارات الأجنبية.

ولمزيد من التحليل تم قياس أثر العوائد المالية على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة كما في جدول رقم (40)

جدول رقم (40)

نتائج تحليل الانحدار المتعدد لبيان أثر العوائد المالية على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة على إطار الاستثمار.

المتغير	B	Beta	قيمة t المحسوبة	الخطأ المعياري	مستوى الدلالة
الثابت	.090		.488	.184	0.000
اثر تدفقات رأس المال	1.730	1.330	19.763	.088	0.000
اثر أسعار الأصول	.343	.363	7.064	.049	0.000
اثر الاحتياطي الأجنبي	-1.134	-.868	-11.436	.099	0.000

$$R^2 = .835, F = 236, \text{Sig} \leq 0.05$$

يتضح من الجدول رقم (40) أن قيمة ( F ) المحسوبة (236) وهي أكبر من قيمة ( F ) الجدولية (2.21) عند مستوى دلالة (  $\alpha \leq 0.05$  ) لذلك نرفض الفرضية العدمية ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على انه يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للعوائد المالية على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة. كما أن العوائد المالية تفسر 83.5% من التباين الحاصل في إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة وان تدفقات رأس المال كانت الأكثر تأثيراً على إطار الاستثمار في إنشاء الصناديق السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة ، حيث تعتبر العوامة المالية والابتكارات في مجال الأدوات والمشتقات المالية المتنوعة أحد العوامل المؤثرة لجذب الاستثمارات.

## الفصل الخامس

### مناقشة النتائج والتوصيات

#### نتائج الدراسة:

استهدفت هذه الدراسة الكشف عن أثر العوائد المالية والمخاطر على إنشاء صناديق الثروة السيادية وذلك من خلال التعرف على أهم المخاطر والعوائد المالية التي تؤثر على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة. وفيما يلي بيان ما توصلت إليه:

أولاً: النتائج المتعلقة بأهم المخاطر التي تؤثر على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة.

أظهرت النتائج أن المخاطر الاقتصادية والمخاطر السياسية والمخاطر التشريعية ومخاطر البيئة الإدارية والجوانب الإجرائية والمخاطر الديمغرافية، هي أهم المخاطر التي تؤثر على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة. ولقد أظهرت النتائج أن الفقرة رقم (11) التي تنص على أن حرية حركة رؤوس الأموال والتجارة قد تؤدي إلى بعض المخاطر كغسيل الأموال والمحافظة الوهمية بدرجة مرتفعة في المرتبة الأولى في مجال المخاطر الاقتصادية وقد يعود السبب إلى أن حرية حركة الأموال الداخلة إلى سوق الإمارات دون رقابة وقوانين فاعلة قد تؤدي إلى بعض المخاطر كغسيل الأموال وإنشاء المحافظ الوهمية وبالتالي يوجد أثر للمخاطر الاقتصادية على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة. أما الفقرة رقم (2) ونصها ارتفاع سعر صرف العملات الأجنبية يؤدي إلى انخفاض قيمة الدرهم تجاه هذه العملات جاءت بدرجة متوسطة في المرتبة الأخيرة وقد يعود السبب إلى أن ارتفاع سعر صرف العملات الأجنبية قد يكون ناتجاً عن ضعف عام في اقتصاد الدولة لعدم تنويع القطاعات الاقتصادية وبالتالي يؤثر على الناتج القومي واختلال في ميزان المدفوعات. وفي مجال المخاطر السياسية جاءت الفقرة رقم (13) والتيفعة نصها إن حسن العلاقات مع الدول المجاورة يزيد من حجم التبادل التجاري مع هذه الدول بدرجة مرت في المرتبة الأولى

وقد يعود السبب إلى أن سياسة الدولة تجاه جيرانها وبناء علاقات تجارية جيدة وممتازة يزيد من حجم التبادل التجاري مع هذه الدول. في حين جاءت الفقرة رقم (14) ونصها إن توافر الأمن والاستقرار في الإمارات يزيد من تدفق الاستثمارات الأجنبية ويحد من هروب رؤوس الأموال بدرجة متوسطة في المرتبة الأخيرة وقد يعود السبب إلى إن عدم توافر الأمن والاستقرار السياسي يعتبر عملية طاردة للاستثمارات الخارجية إلى داخل الدولة المستهدفة. أما في مجال المخاطر التشريعية فقد جاءت الفقرة رقم (17) والتي نصت على أن عدم وجود خطط وبرامج مستمرة كالإعفاءات الجمركية تؤدي إلى ترويج الاستثمارات الأجنبية داخل الإمارات يعيق جذب الاستثمارات الأجنبية بدرجة مرتفعة في المرتبة الأولى وقد يعود السبب إلى أن عدم وجود خطط مستقبلية ومستقرة وكذلك قوانين مشجعة وإعفاءات ضريبية تعتبر عوامل محفزة لجذب الاستثمارات الخارجية. ثم جاءت الفقرة رقم (18) والتي نصها تعتبر القوانين الضريبية التي تتمتع بها الإمارات من أبرز المميزات التنافسية لجذب الاستثمار الأجنبي بدرجة متوسطة وفي المرتبة الأخيرة وقد يعود السبب في ذلك إلى أن الطريقة التي تفرض فيها الإمارات القوانين الضريبية يعيق عملية جذب الاستثمارات الخارجية. أما في مجال مخاطر البيئة الإدارية والجوانب الإجرائية فقد جاءت الفقرة رقم (26) والتي نصت على أن النظام الضريبي شفاف ويعد من أبرز المميزات التي تمتلكها الإمارات لجذب الاستثمارات الأجنبية بدرجة مرتفعة وفي المرتبة الأولى، وقد يعود السبب إلى السياسة الحكيمة التي تتبعها الإمارات في سن قوانين جاذبة ومشجعة لجلب الاستثمارات. في حين جاءت الفقرة رقم (25) والتي نصها إن كفاءة الحكومة والتكامل في أعمال دوائرها وهيئاتها أمران حاسمان فيما يتعلق بتحسين بيئة الأعمال في الإمارات وبالتالي يساعدان على جذب الاستثمارات الأجنبية وبدرجة متوسطة وفي المرتبة الأخيرة وقد يعود السبب في ذلك إلى عدم كفاءة عمل الحكومة وخاصة إذا كان هناك تضارب وكثرة الدوائر التي تقوم بنفس العمل والتأخير في اتخاذ القرارات المهمة في الوقت المناسب كل هذه عوامل طاردة للاستثمار الأجنبي. أما في مجال المخاطر الديمغرافية فقد جاءت الفقرة رقم (30) والتي نصت على أن التركيبة السكانية تحتاج إلى دراسة وتحليل معمق للأبعاد الديمغرافية لهذه التركيبة وتداعياتها الاقتصادية والاجتماعية والسياسية على المدى المتوسط والبعيد يؤثر على جذب الاستثمارات الخارجية جاءت بدرجة مرتفعة وفي المرتبة الأولى وقد يعود السبب إلى أن التركيبة السكانية في الإمارات متعددة وهذا التعدد يؤدي إلى التنوع في إقامة المشاريع التنموية وذلك بتنوع هذه التركيبة وكذلك العوائد المالية التي يكتسبها السكان من الممكن إعادة استثمارها مرة أخرى داخل الدولة وبالتالي هذه العملية تشجع الآخرين على جلب استثماراتهم إلى الإمارات. في حين جاءت الفقرة رقم (34) ونصها توزيع الدخل على السكان يشجع على إقامة المشاريع التنموية ويشجع المستثمرين الخارجيين على إقامة شركات استثمارية كبيرة وقد يعود السبب إلى أن التفاوت في مستوى الدخل للسكان لا يشجع على إقامة شركات تنموية وبالتالي يؤثر على عملية جلب الاستثمارات الخارجية.

ثانياً: النتائج المتعلقة بأهم العوائد المالية التي تؤثر على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة.



أظهرت النتائج أن تدفقات رأس المال والاحتياطيات الأجنبية وأسعار الأصول الأجنبية من أهم العوائد المالية التي تؤثر على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة. وقد أظهرت النتائج أن الفقرة رقم (1) والتي نصت على أن العائد على الاستثمار أحد الأسباب وراء جذب التدفقات النقدية إلى الإمارات بدرجة مرتفعة وفي المرتبة الأولى وقد يعود السبب إلى أن أهم عامل من عوامل جذب الاستثمارات هو مقدار العائد المالي المتوقع الحصول عليه نتيجة لعملية أي استثمار مالي في أية دولة وحيث إن الإمارات تتوافر فيها القوانين الجاذبة للاستثمار كل هذه عوامل مشجعة لجلب الاستثمارات الخارجية، في حين جاءت الفقرة رقم (8) ونصها يمكن للتشريعات التي تحد من تدفق الاستثمارات الأجنبية أن تشكل عاملاً مقيداً للملك الأجنبي في الإمارات بدرجة متوسطة وفي المرتبة الأخيرة ويعود السبب إلى أن القوانين والتشريعات الخاصة بالإقامة ونظام الكفالة المعمول بها عاملاً مقيداً للاستثمار وتدفق رؤوس الأموال وكذلك تحديد الاستثمارات في قطاعات معينة.

أما في مجال أسعار الأصول الأجنبية فقد أظهرت النتائج أن الفقرة رقم (10) والتي نصها إن ارتباط عملة الإمارات بالدولار الأمريكي لم يبق للحكومة سوى القليل من أدوات السياسة النقدية بدرجة مرتفعة وفي المرتبة الأولى وقد يعود السبب إلى السياسة المالية والنقدية التي يتبعها المصرف المركزي بربط الدرهم بالدولار الأمريكي وهذا يؤثر على جلب الاستثمارات الخارجية خاصة في حالة تذبذب قيمة الدولار في الأسواق العالمية مقابل العملات الأخرى. في حين جاءت الفقرة رقم (9) ونصها تعتبر أسعار الأصول الأجنبية قليلة الكلفة من العوامل المؤثرة في دخول الاستثمارات الأجنبية بدرجة متوسطة وفي المرتبة الأخيرة وقد يعود السبب إلى إتباع سياسة سعر الصرف الثابت وبالتالي من الممكن أن ترتفع أو تنخفض قيمة الدرهم مقابل الدولار وهذا يعتبر عاملاً سلبياً لجذب الاستثمارات الخارجية.

أما في مجال الاحتياطي الأجنبي فقد جاءت الفقرة رقم (12) والتي نصت على أن التطورات في المدفوعات والتدفقات المالية والرأسمالية نتيجة لارتفاع أسعار النفط تعتبر عامل جذب للاستثمارات الخارجية بدرجة مرتفعة وفي المرتبة الأولى وقد يعود السبب إلى ارتفاع أسعار النفط الذي يعتبر عاملاً مهماً لجذب الاستثمارات الخارجية. أما الفقرة رقم (13) والتي نصها ارتفاع نسبة تغطية الاحتياطيات للواردات من السلع والخدمات للإمارات تعتبر عامل جذب للاستثمارات الخارجية بدرجة متوسطة وفي المرتبة الأخيرة وقد يعود السبب إلى عدم توافر الاحتياطيات النقدية لتغطية نسبة الاحتياطيات للواردات من السلع والخدمات تعتبر عاملاً سلبياً وطارداً للاستثمارات الخارجية.

أظهرت نتائج الدراسة وجود أثر للمخاطر الاقتصادية والمخاطر السياسية والمخاطر التشريعية والمخاطر البيئية الإدارية والجوانب الإجرائية والمخاطر الديمغرافية عند مستوى دلالة ( $\alpha = 0.05$ ). كما أظهرت نتائج الدراسة إلى أن أثر العوائد المالية والمخاطر على إنشاء صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين تدفقات رأس المال والاحتياطيات الأجنبية وأسعار الأصول عند مستوى دلالة ( $\alpha = 0.05$ ).

## التوصيات:

على ضوء ما تقدم في البحث، فإن الباحث يوصي بما يلي:

- (1) الدعوة إلى إنشاء صناديق ثروة سيادية لشراء حصص في الشركات المعرضة إلى الانهيار من أجل حمايتها ومنعها من أن تؤول بعض أصولها إلى صناديق سيادية للأجانب.
- (2) أن تقوم إدارة الصناديق السيادية بتوجيه الموارد نحو التنمية الاجتماعية والاقتصادية لبلدانها من خلال الاستثمار المحلي بهدف إطلاق عجلة نمو القطاعات الاستراتيجية.
- (3) أن تعزز صناديق الثروة السيادية استثماراتها الأجنبية في قطاعات تعزز استراتيجيات النمو الاقتصادي المحلي من خلال نقل المعرفة والاستثمارات الأجنبية المباشرة.
- (4) دعوة صناديق الثروة السيادية إلى تطبيق أفضل الممارسات في الهيكل التنظيمي والحوكمة والسلوك الاستثماري بشكل تدريجي.
- (5) دعوة صناديق الثروة السيادية لإعداد دراسات تحليلية قطرية، ودراسة كل قطاع من القطاعات الاقتصادية على حده لفترة لا تقل عن خمس سنوات حتى تكون هناك نتائج عملية مبنية على فترة زمنية معقولة يمكن القياس عليها وتحليل نتائج نشاط الاستثمار وآثاره على اقتصاديات هذه الدول.
- (6) العمل على تحسين أداء السياسة الاقتصادية الكلية والإطار التشريعي والخدمات الحكومية.

زيادة الاهتمام بمستوى الشفافية من خلال مراعاة موثيق سلامة الحوكمة ومراجعة الحسابات للصناديق عن طريق شركات خاصة حسنة السمعة وملتزمة بالمعايير الدولية.

(7) رفع مستويات التنمية البشرية من خلال تنمية وتدريب الكوادر المتخصصة في مجال الاستثمارات الأجنبية لتمارس دوراً أكثر فاعلية من حيث تقديم الخدمات الفنية والتقنية أمام الشركات الأجنبية.

(8) توفير الاستقرار في الأنظمة المتعلقة بالاستثمار ووضوحها، ووجود قدر عالٍ من الشفافية وسهولة الحصول على المعلومات والبيانات اللازمة، علاوة على وجود درجة عالية من السلامة الإدارية والمالية، وقلّة الإجراءات الروتينية المعقدة.

(9) وجود أطر قانونية واضحة بحيث تنظم هذه الأطر العلاقات بين أطراف التعامل، وتكون مرجعاً عند النزاع، كأنظمة العمل والأنظمة الضريبية وأنظمة حقوق الملكية الفردية وغيرها.

(10) تدخل الحكومات من خلال صناديق الاستثمار العامة، لشراء الأسهم لإنقاذ أسواق المال من الانهيار.

(11) يتعين على صناديق الثروة السيادية أن تطبق بجرأة مبادئ سانتياغو الهادفة إلى زيادة مستوى الشفافية والمساءلة، والتي جرى التوافق عليها من قبل مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية في تشرين الأول / أكتوبر 2008.

(12) أن تخضع الصناديق السيادية إلى مساءلة أكبر في دولها الأم، إذ هي مسئولة عن إدارة ثروة بلادها المالية، حيث إن بعضها تعرض إلى خسائر فادحة.

## قائمة المراجع

### المراجع العربية:

- (1) أبي السرور، احمد (1994). الأسواق المالية العربية الناشئة، الأوضاع والأفاق، بحث نشر في، سعد النجار (محرر)، السياسات المالية وأسواق المال العربية، أبو ظبي، صندوق النقد العربي والصندوق العربي للإئماء الاقتصادي والاجتماعي.
- (2) حمامي، عبد الكريم (2000). صناديق الاستثمار المشتركة، فصلت للدراسات والترجمة والنشر، حلب - سورية.
- (3) الحناوي ، محمد صالح (1997). أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، ط 2، مصر.
- (4) حنفي، عبد الغفار (1995). البورصات، أسهم، سندات، صناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، القاهرة.
- (5) دومنيك، ستراوس (2008). كان، تصريح مدير عام صندوق النقد الدولي في كلمة أمام مجلس محافظي الصندوق، نشرة الصندوق الالكترونية.
- (6) الدلي، حازم (1995). دور المصارف في تطور أسواق الأوراق المالية في الدول العربية، بحث نشر في صندوق النقد العربي(محرر). أسواق رأس المال العربية، الفرص والتحديات، أبو ظبي، صندوق النقد العربي.
- (7) سفين، بيرينيت (2008). حين يتكلم المال صناديق الثروة السيادية العربية في خطاب العولمة، مركز كارنيغي للشرق الأوسط، بيروت.
- (8) السيد علي، عبد المنعم و العيسى نزار وسعد الدين (2004). النقود والمصارف والأسواق المالية، الطبعة الأولى.
- (9) السقا، محمد (2000). دور الأسواق المالية في النشاط الاقتصادي وفي الخصخصة، محاضرات قدمت في برنامج تحليل الأوراق المالية، المعهد العربي للتخطيط، دولة الكويت.

- صندوق النقد الدولي (2008). مجموعة العمل الدولية للصناديق السيادية.
- 10 صندوق النقد العربي (2008). التقرير الاقتصادي العربي الموحد، إصدارات متعددة ، أبو ظبي. دولة الإمارات العربية المتحدة.
- 11 العتيبي، يوسف (2008). خطوط إرشادية استثمارية في أبو ظبي.
- 12 عباد، جمعه محمود (2003). أهمية استخدام السندات بديلا للاقتراض المصرفي الطويل الأجل وأثره على الشركات المساهمة العامة الأردنية والمستثمرين، أطروحة غير منشورة، جامعة عمان العربية.
- 13 قباجة، عدنان عبد المجيد (2008). اثر فاعلية الحاكمة المؤسسية على الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، أطروحة غير منشورة ، جامعة عمان العربية.
- 14 هندي، منير إبراهيم (1993). سلسلة الأسواق المالية، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية، عمان.
- 15 كونت، ا.د. وماسموفتش (1996). تطوير أسواق الأوراق المالية وقرارات تمويل الشركات، التمويل والتنمية.
- 16 مبروك، شريف (2009). صناديق الثروة السيادية بين التحديات الغربية والأفاق الخليجية مركز الإمارات للدراسات والبحوث الإستراتيجية- أبو ظبي.
- 17 المناعي، جاسم (2008). ظاهرة صناديق الثروات السيادية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، دولة الإمارات العربية المتحدة.
- 18 المناعي، جاسم (2008). ظاهرة صناديق الثروات السيادية- مرة أخرى، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، دولة الإمارات العربية المتحدة.
- 19 مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية (2008). تقرير المبادئ والممارسات المتعارف عليها.

مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية، تقرير الاستثمار العالمي ( 2008). نيويورك وجنيف، الأمم المتحدة.

20) المجلس الأوروبي (2008). مقارنة أوروبية مشتركة للصناديق السيادية، بروكسل.

21) مورجان ستانلي (2008). تقرير بعنوان كيف سيصبح حجم صناديق الثروة السيادية عام 2015.

22) ملاك، وسام (2008). البورصات والأسواق المالية العالمية، دار المنهل اللبناني، مكتبة رأس النبع للطباعة والنشر، بيروت - لبنان.

23) مهرا، حاتم (2008). التضخم في دول مجلس التعاون الخليجي ودور صناديق النفط في الاستقرار الاقتصادي، المعهد العربي للتخطيط.

24) نعوش، صباح (2008). الصناديق السيادية العربية، الجزيرة نت.

25) النجار، سعيد، تحرير (1994). السياسات المالية وأسواق المال العربية، صندوق النقد العربي-

أبو ظبي، دولة الإمارات العربية المتحدة.

المراجع باللمغة الانجليزية

- 1) Brad Setser & Rachel Ziemba, (2009). Sovereign Funds, Working Paper, Council on Foreign Relations.
- 2) Barnet, Steven, & Jeffrey M. Davis, Rolando Ossowski & Hames Daniel, (2001). Stabilization and savings funds for non- renewable resources: experience and fiscal policy implications *IMF Occasional Paper* No 205.
- 3) Branson, William H. & Dale W. Henderson (1985): The specification and influence of asset markets, in *Handbook of international Economics*, vol.2, pp. 749-805.
- 4) Behrent, Carnegie Paper no. 12, (2008).

Beck, Roland & Ebrahim Rahbari (2008). Operational aspects of fiscal policy in – producing countries, *IMF working Paper* No. 02 / 177.

- 5) Baumann and F. Di Mauro, (2007). The globalization and euro area trade: Interactions and challenges.
- 6) Corporate finance in the euro area – including background material, (2007). Task Force of the monetary policy Committee of the European System of Central Banks.
- 7) Chinn, Menzie, & Jeffrey Frankle, (2006). Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency, in *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, Richard Clarinda (Ed), The University of Chicago Press, Chicago, ILL.
- 8) D. Chan, F. Fontan, Rosati & D. Russo, (2007). The securities custody industry, D. Chan, F. Fontan, Rosati and D. Russo.
- 9) Dooley, Michael P. David Folkerts- Landau & Peter Garber, (2004). The revived Bretton Woods System: The effects of periphery intervention and reserve management on interest rates and exchange rates in center countries, NBER Working Paper 10332.
- 10) E. Mileva and N. Siegfried, (2007). Oil market structure, network effects and the choice of currency for oil invoicing.
- 11) European Central Bank, (2006): The accumulation of foreign reserves, *ECB Occasional Paper* No. 43.



European Central Bank, (2006). Paper No. 43.

- 12) F. Coppens, F. Conzalez & G. Winkler, (2007). The performance of credit rating systems in the assessment of collateral used in Euro system monetary policy operations.
- 13) Fidora, Michael, Marcel Fratzscher & Christian Thimann, (2007): Home bias in global bond and equity markets: The role of real exchange rate volatility, *Journal of international Money and finance* Vol. 26(4), PP.631-655, June.
- 14) Griffith -Jones, Stephanie & Jose Antonio Ocampo, (2008).Sovereign Wealth Funds: A Developing Country Perspective (New York, NY: Columbia University.
- 15) International Monterey Fund (IMF), (2008).world Economic Outlook. 204.
- 16) Kern Steffen, Sovereign Wealth Funds, (2007). State Investment on the Rise, Deutsche Bank Research, Frankfurt.
- 17) Kimmitt, R.M. (2008). "Public footprints in Private Markets: Sovereign Wealth Funds and the World Economy. *Foreign Affairs* 87(1)119-30.
- 18) M. Sturm and F. Gurtner, (2007). Fiscal policy in Mediterranean countries – Developments, structures and implications for monetary policy.
- 19) Nimrod Raphaeli & Bianca Gersten, (2008). Sovereign wealth Funds: Investment Vehicles for Persian Gulf Countries, *Middle East Quarterly*.
- 20) N. Giammarioli, C. Nickel, P. Rother, J-P. Vidal, (2007). Assessing fiscal soundness, Theory and practice.

**P. Moutot and coordinated by D. Gerdesmeier, A. Lojschova & J. von Landesberger, (2007). The role of other financial intermediaries in monetary and credit developments in the euro area edited P. Moutot and coordinated by D. Gerdesmeier, A. Lojschova & J. von Landesberger.**

**21) R. Beck & M. Fidora, (2008). The impact of sovereign wealth funds on global financial markets, by R. Beck and M. Fidora.**

**22) Sven Behrendt, (2008).When Money Talks Arab Sovereign Wealth Funds in the Global Public Policy Discourse.**

## -الملاحق

1/7 ملحق رقم (1) عدد صناديق الثروة السيادية

الرقم	الصندوق
1	جهاز أبو ظبي للاستثمار
2	شركة مبادلة للتنمية
3	شركة الاستثمارات البترولية
4	مجلس أبو ظبي للاستثمار
5	مؤسسة دبي للاستثمارات الحكومية
6	استثمار العالمية
7	دبي انترناشونال كابيتال

2/7 ملحق رقم (2) أسماء صناديق الثروة السيادية

الدولة	الصندوق	سنة التأسيس	المكون الرئيسي
الإمارات- أبو ظبي	جهاز أبو ظبي للاستثمار	1976	النفط
الإمارات - أبو ظبي	شركة مبادلة للتنمية	2002	النفط
الإمارات - أبو ظبي	شركة الاستثمارات البترولية	-	النفط
الإمارات - أبو ظبي	مجلس أبو ظبي للاستثمار	2006	النفط
الإمارات - دبي	مؤسسة دبي للاستثمارات الحكومية	2006	النفط
الإمارات - دبي	استثمار العالمية	2003	النفط
الإمارات - دبي	دبي انترناشونال كابيتال	2004	النفط

3/7 ملحق رقم (3) أسماء السادة المحكمين

الرقم	البيان	العنوان
1	ا.د . مهند المفلاح الروسان	جامعة عمان العربية
2	ا.د. شوقي ناجي جواد	جامعة عمان العربية
3	ا.د. هشام صالح غرايبة	الجامعة الألمانية

4	ا.د. غسان اومت	جامعة نيويورك
5	ا.د. قحطان السامرائي	جامعة عمان العربية
6	د. عدلي قرايين	جامعة البترا
7	د. عماد مسعود	جامعة عمان العربية
8	د. سليمان الشيباب	جامعة البترا
9	د. سعيد عقل	جامعة البترا
10	د. أسماء العمارنة	جامعة العلوم التطبيقية
11	د. فارس الشبيري	جامعة عمان العربية

بسم الله الرحمن الرحيم

استبانة صناديق الثروة السيادية في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة

جامعة عمان العربية.

كلية الأعمال

حضرة الفاضل/الفاضلة.

تحية وبعد:

يقوم الباحث / زكي عبد السلام الكوبري من كلية الدراسات العليا بجامعة عمان العربية بإعداد دراسة

ميدانية ( أطروحة الدكتوراه ) حول اثر العوائد المالية والمخاطر على إنشاء صناديق الثروة السيادية .

ويركز الباحث في هذه الدراسة، على محاولة بناء تصور متكامل عن المخاطر المؤثرة في إنشاء صناديق

الثروة السيادية في دولة الإمارات العربية المتحدة والعوائد المتوقعة لتلك الصناديق.

لذا نرجو من حضرتكم التكرم بتعبئة الاستبانة المرفقة، مبدين آراءكم حول درجة تأثير كل بند من البنود

المذكورة، وتزويدنا ( إذا رغبتم ) بأية اقتراحات ترون إنها قد تسهم في تعزيز المزايا المترتبة على إنشاء

هذا النوع من الصناديق ،

وذلك بالورقة الإضافية المرفقة، علما بان المعلومات التي ستزودوننا بها كافة تستخدم لإغراض البحث العلمي فقط، مع استعداد الباحث لتزويدكم بنسخة من نتائج الدراسة، حال الانتهاء منها، إن رغبتكم بوضع عنوانكم على الورقة المرفقة.

وتفضلوا بقبول فائق الاحترام.

المشرف

الدكتور قحطان السامرائي

البيانات العامة:

- 1) مجموع رأس المال للصندوق السيادي:
- 1- اقل من 30 مليون دولارا
  - 2- أكثر من 30 - 40 مليون دولار
  - 3- أكثر من 40-50 مليون دولار
  - 4- أكثر من 50-60 مليون دولار
  - 5- أكثر من 60-70 مليون دولار
  - 6- أكثر من 70 مليون دولار
- 2) الوظيفة الحالية لمعبئ الاستبانة:
- 1- رئيس مجلس إدارة
  - 2- مدير محافظ استثمار
  - 3- مدير عام
  - 4- نائب مدير عام
  - 5- مدير مالي
  - 6- أخرى تذكر لطفا

العمر:

1- اقل من 25 - 30 سنة

2- ما بين 31-40

3- ما بين 41-50

4- أكثر من 50 سنة

(4) المستوى العلمي:

1- توجيهي، دبلوم متوسط

2- بكالوريوس

3- ماجستير

4- دكتوراه

(5) التخصص العلمي:

1- إدارة مالية

2- محاسبة

3- إدارة أعمال

4 - اقتصاد

5- آخر يذكر

القسم الأول: فيما يلي مجموعة خاصة بالمخاطر والعوائد المتعلقة بعمل صناديق الثروة السيادية ،

يرجى التكرم باختيار الإجابة المناسبة.

أولاً: المخاطر :

	مؤثر جدا	مؤثر	محايد	قليل الأثر	غير مؤثر
--	-------------	------	-------	---------------	-------------

المخاطر الاقتصادية:

(1)	انخفاض معدل النمو في ميزان المدفوعات يؤدي إلى تذبذب أسعار صرف الدرهم مقابل العملات الأجنبية.				
-----	--	--	--	--	--

(2)	ارتفاع سعر صرف العملات الأجنبية يؤدي إلى انخفاض قيمة الدرهم اتجاه هذه العملات.					
(3)	المخاوف المحتملة لتخفيض سعر صرف الدرهم مقابل العملات الأجنبية تؤدي إلى ارتفاع معدلات التضخم.					
(4)	ارتفاع أسعار الفائدة على القروض والتمويل المصرفي يؤدي إلى إحداث فجوة في المحافظ الاستثمارية بشأن العمليات الاستثمارية.					
(5)	وجود توقعات بارتفاع التضخم يؤدي إلى انخفاض قيمة العملة الوطنية اتجاه العملات الأخرى.					
(6)	ارتباط سعر الدرهم بالدولار في ظل تذبذب الأخير أمام العملات الأجنبية الأخرى يؤثر سلباً على الاقتصاد الكلي.					
(7)	ارتفاع معدلات البطالة يؤدي إلى ارتفاع معدلات أسعار الفائدة التي قد تنعكس على جذب الاستثمارات الخارجية.					
(8)	عدم استقرار الوضع السياسي في منطقة الشرق الأوسط في ظل المخاطر المحدقة بالمنطقة يؤدي إلى بيئة غير جاذبة للاستثمارات.					
(9)	اعتماد الدولة بشكل كبير على قطاع النفط في ظل تذبذب أسعار النفط في الأسواق العالمية ارتفاعاً وصعوداً يؤثر على بقية القطاعات الأخرى.					
(10)	ارتفاع تكلفة الاستثمار يعيق دخول الاستثمارات الأجنبية في ظل توفر محفزات استثمارية ذات كلفة أقل في بلدان أخرى.					
(11)	حرية حركة رؤوس الأموال والتجارة قد تؤدي إلى بعض المخاطر كغسيل الأموال والمحافظ الوهمية.					



(12)	الأزمات الاقتصادية العالمية تؤثر على القطاعات الاستثمارية الرئيسية كأسواق الأسهم والعقارات والمحافظ المالية.					
المخاطر السياسية:						
(13)	حسن العلاقات مع الدول المجاورة يزيد من حجم التبادل التجاري مع هذه الدول.					
(14)	توفر الأمن والاستقرار في الإمارات يزيد من تدفق الاستثمارات الأجنبية ويحد من هروب رؤوس الأموال.					
(15)	الاستقرار السياسي في الإمارات يساعد على تدني مستوى الجريمة ويعتبر عنصراً مهماً لجذب الاستثمارات الخارجية.					
المخاطر التشريعية:						
(16)	تعقيدات القوانين والإجراءات الروتينية يعيق جذب الاستثمارات الأجنبية.					
(17)	عدم وجود خطط وبرامج مستمرة لترويج الاستثمارات الأجنبية داخل الإمارات يعيق جذب الاستثمارات الأجنبية.					
(18)	تعتبر القوانين الضريبية التي تتمتع بها الإمارات من أبرز المميزات التنافسية لجذب الاستثمار الأجنبي.					
(19)	إن عزم الإمارات بشأن إصلاح القوانين التي تغطي قضايا مكافحة الاحتكار يشجع على الاستثمار الأجنبي.					
(20)	إعادة النظر في القيود التشريعية المفروضة على حقوق التملك من قبل المحافظ الاستثمارية بهدف تأمين قدرة تلك المحافظ على المساهمة في إنشاء استقرار طويل الأمد يعود بفوائد كبيرة على أسواق الإمارات					

(21)	هناك العديد من القيود على حرية تحويل رؤوس أموال وأرباح الشركات الأجنبية إلى الخارج تعيق جذب الاستثمارات الأجنبية.					
(22)	إن قوانين تشجيع الاستثمار في الإمارات والإجراءات الخاصة بالإصلاح الاقتصادي مرنة.					
(23)	إن العمل على تطوير التشريعات والقوانين في الإمارات يساعد على جذب الاستثمارات الأجنبية.					
المخاطر الإدارية:						
(24)	تحديث النظم الإدارية وإعادة النظر في جوانب النشاط التي تركز عليها تلك النظم وذلك بهدف التخلص من الإجراءات الروتينية غير الضرورية في الإمارات تعتبر عاملاً مهماً لجذب الاستثمارات الأجنبية.					
(25)	كفاءة الحكومة والتكامل في أعمال دوائرها وهيئاتها أمرين حاسمين فيما يتعلق بتحسين بيئة الأعمال في الإمارات وبالتالي يساعد على جذب الاستثمارات الأجنبية.					
(26)	النظام الضريبي شفاف ويعد من أبرز المميزات التي تمتلكها الإمارات لجذب الاستثمارات الأجنبية.					
(27)	الحد الأقصى لنسبة الملكية المسموح بها للأجانب في الشركات في الإمارات يشجع على جذب الاستثمار الأجنبي.					
(28)	تسريع جهود نشر التقنيات المتطورة وممارسة الأعمال المتقدمة والأنماط الإدارية المبتكرة عبر مختلف القطاعات الاقتصادية في الإمارات يشجع على جذب الاستثمارات الأجنبية.					
(29)	التعقيدات الإدارية تعيق من جذب الاستثمارات الأجنبية.					

المخاطر الديمغرافية:

(30)	التركيبية السكانية تحتاج إلى دراسة وتحليل معمق للإبعاد الديمغرافية لهذه التركيبة وتداعياتها الاقتصادية والاجتماعية والسياسية على المدى المتوسط والبعيد بما يؤثر على جذب الاستثمارات الخارجية.				
(31)	تعزيز دور الأسرة ومعالجة المشاكل التي تهدد كيانها واستقرارها والتأكيد على دور التعليم والإعلام وغرس قيم الولاء والانتماء للوطن تعتبر عوامل مهمة لجذب الاستثمارات الأجنبية.				
(32)	الحد من بيع الأراضي وتملك العقارات لغير المواطنين يعيقان من جذب الاستثمارات الخارجية.				
(33)	ربط عملية التنمية الاقتصادية بالتركيبية السكانية والعمل على خلق توازن سكاني بالإضافة إلى خلق توازن في سوق العمل يشجع على جذب الاستثمارات الخارجية.				
(34)	توزيع الدخل على السكان يشجع على إقامة المشاريع التنموية ويشجع المستثمرين الخارجيين على إقامة شركات استثمارية كبيرة.				

ثانيا العوائد المالية:

تدفقات رأس المال:

(1)	العائد على الاستثمار احد الأسباب وراء جذب التدفقات النقدية إلى الإمارات.				
(2)	حرية تدفق رأس المال احد الأسباب وراء جذب الاستثمارات إلى الإمارات.				
(3)	استقرار الأسواق المالية احد العوامل في جذب التدفقات النقدية إلى الإمارات.				
(4)	صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي إلى أسواق الإمارات احد العوامل المؤثرة في جذب الاستثمار.				
(5)	يعتبر ارتفاع أسعار الأسهم في أسواق الإمارات احد العوامل في جذب التدفقات النقدية إلى الإمارات.				

(6)	تعتبر العوامة المالية والابتكارات في مجال الأدوات والمشتقات المالية المتنوعة احد العوامل المؤثرة للاستثمار في الإمارات.					
(7)	تطوير أدوات استثمارية طويلة الأجل بغرض إعادة وتوجيه الفائض في السيولة نحو تمويل المشاريع التنموية في الإمارات يساعد على جذب التدفقات النقدية والرأسمالية.					
(8)	يمكن للتشريعات التي تحد من تدفق الاستثمارات الأجنبية أن تشكل عاملاً مقيداً للتملك الأجنبي في الإمارات.					

#### أسعار الأصول الأجنبية:

(9)	تعتبر أسعار الأصول الأجنبية قليلة الكلفة من العوامل المؤثرة في جذب الاستثمارات الأجنبية.					
(10)	ارتباط عملة الإمارات بالدولار الأمريكي لم يبق للحكومة سوى القليل من أدوات السياسة النقدية.					

#### الاحتياطي الأجنبي:

(11)	ارتفاع الاحتياطيات الدولية والتطورات في التجارة الخارجية نتيجة لارتفاع أسعار النفط تعتبر عوامل جذب للاستثمارات الخارجية.					
(12)	التطورات في المدفوعات والتدفقات المالية والرأسمالية نتيجة لارتفاع أسعار النفط تعتبر عامل جذب للاستثمارات الخارجية.					
(13)	ارتفاع نسبة تغطية الاحتياطيات للواردات من السلع والخدمات للإمارات تعتبر عامل جذب للاستثمارات الخارجية.					

القسم الثاني:

فيما يلي مجموعة خاصة بالمبادئ والممارسات المتعارف عليها لعمل صناديق الثروة السيادية ، يرجى التكرم باختيار الإجابة المناسب

		مؤثر جدا	مؤثر	محايد	قليل الأثر	غير مؤثر
المحور الأول: الإطار القانوني والأهداف والقوانين والتوافق مع السياسات الاقتصادية.						
(1)	الإطار القانوني الذي يستند إليه صندوق الثروة السيادية سليما وداعما لفعالية تشغيله وتحقيق أهدافه المعلنة.					
(2)	يضمن الإطار القانوني سلامة الوضع القانوني لصندوق الثروة السيادية والمعاملات التي يجريها.					
(3)	يتم الإفصاح العلني عن أهم مواصفات الأساس والهيكل القانوني لصندوق الثروة السيادية وكذلك العلاقة بين كل صندوق وغيره من كيانات الدولة.					
(4)	يتحدد بوضوح غرض السياسة من إنشاء صندوق الثروة السيادية ويتم الإفصاح عنه علنا.					
(5)	يتم الإفصاح عن مصادر تمويل صناديق الثروة السيادية وعن الترتيبات أرصدها والإنفاق منها نيابة عن الحكومة المعتمدة في السحب من الإدارة العليا للصندوق.					

المحور الثاني:

الإطار المؤسسي وهيكل الحكومة.

(6)	العمل في إطار سليم للحكومة يحدد تقسيما واضحا وفعالا لإدارة المسؤوليات بما يسهل المساءلة والاستقلالية التشغيلية في تحقيق أهداف الصندوق.					
(7)	تحدد الجهة المالكة أهداف صندوق الثروة السيادية وتتولى تعيين أعضاء الجهاز الإداري والفني طبقا لإجراءات واضحة التحديد وممارس الإشراف على عملياته.					

(8)	يعمل الجهاز الحاكم بما يحقق مصالح صندوق الثروة السيادية ويكلف بمهمة واضحة المعالم ويمنح السلطة والاختصاص الكافيين لأداء وظائفه.					
(9)	تحدد بوضوح المعايير المهنية والأخلاقية الواجبة ويحاط علما بها أعضاء الجهاز الحاكم لصندوق الثروة السيادية وإدارته وموظفيه.					
(10)	تخضع عمليات صندوق الثروة السيادية وكشوفه المالية للتدقيق السنوي طبقا للمعايير المحاسبية الدولية أو القومية المعمول بها.					
(11)	يتم إعداد تقرير سنوي مصحوب بكشوف مالية عن عمليات صندوق الثروة السيادية وكيفية أدائه وذلك في الوقت المقرر وطبقا للمعايير المحاسبية الدولية أو القومية المعمول بها ومع مراعاة متطلبات الاتساق.					
(12)	يتولى فريق الإدارة التشغيلية لصندوق الثروة السيادية تنفيذ استراتيجياته بصورة مستقلة وفي إطار مسؤوليات واضحة التحديد.					

#### المحور الثالث: إطار الاستثمار وإدارة المخاطر.

(13)	يسترشد صندوق الثروة السيادية بسياسته الاستثمارية في تقنين مدى انكشافه للمخاطر المالية وإمكانية استخدامه للرفع المالي.					
(14)	يتم الإفصاح علنا عن توصيف لسياسة الاستثمار المعتمدة لدى صندوق الثروة السيادية.					
(15)	القرارات الاستثمارية التي يتخذها صندوق الثروة السيادية تهدف إلى تعظيم العائد المالي المعدل حسب المخاطر بما يتوافق مع سياسة الصندوق الاستثمارية استنادا إلى أسس اقتصادية ومالية.					

(16)	تدار إدارة أصول صندوق الثروة السيادية وفقا للطريقة السليمة والمقبولة عموما في مجال إدارة الأصول.					
(17)	يستند صندوق الثروة السيادية إلى إطار يحدد مخاطر عملياته ويقدرها ويديرها.					
(18)	يتم الإفصاح علنا عن المنهج العام المعتمد لإطار إدارة المخاطر.					
(19)	يتضمن إطار إدارة المخاطر معلومات موثقة ونظما لإبلاغ البيانات في الوقت المقرر.					

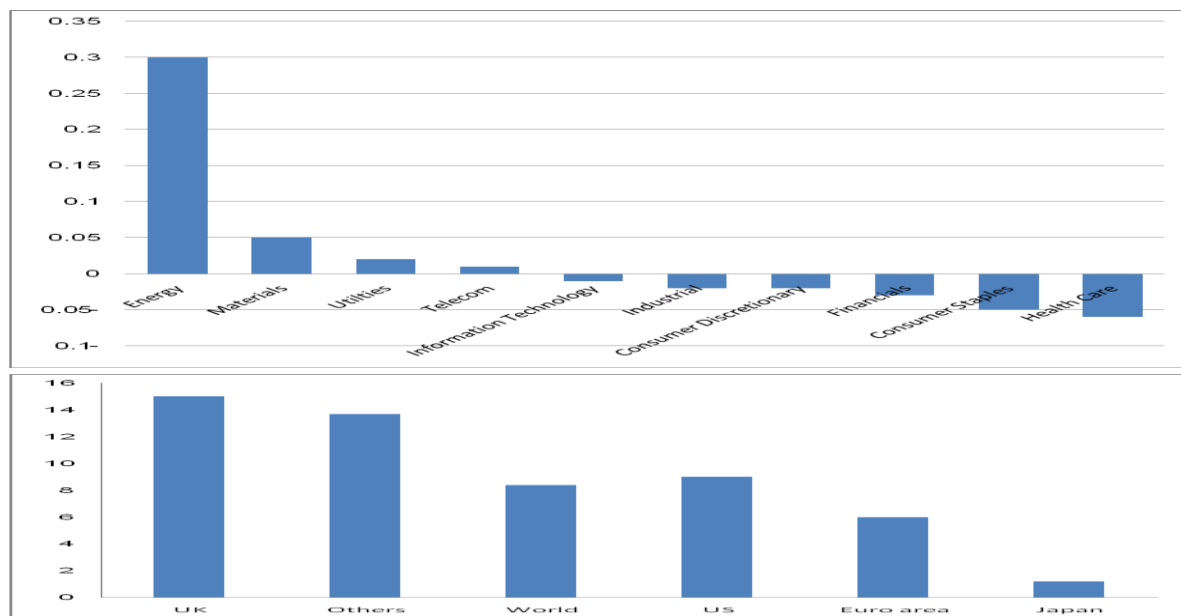
Chart( 2) Correlation of Sector returns with Oil prices

Sources : Bloomberg and Roland Beck calculations.

Notes : the sectoral indices are the MSCI world sector indices.

The correlations have been computed for daily returns between 1 January 1995 and

6 February 2008. Chart (3) Share of Oil Company Stocks in Total Market



UK	15	US	9
Others	13.7	Euro area	6
World	8.4	Japan	1.2

Axis % of Total Market capitalization



**Chart (3) Share of Oil Company Stocks in Total Market Capitalization**

UK	15	US	9
Others	13.7	Euro area	6
World	8.4	Japan	1.2

**Axis % of Total Market capitalization**

*Note: Market capitalization figures refer to Q4 2006*

**Sources: DataStream and ECB calculations.**