



جامعة آل البيت

كلية الاقتصاد والعلوم الادارية

قسم التمويل والمصارف

محددات كفاءة الأداء المالي للصناديق السيادية في دولة  
الامارات العربية المتحدة

**Determinants of the Efficiency Performance of United  
Arab of Emirates Sovereign**

إعداد الطالب

زيد مؤيد بشير الراوي

1720503021

اشراف الدكتور - أحمد الخزعلي

قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في

تخصص التمويل والمصارف

عمادة الدراسات العليا

جامعة آل البيت

الفصل الدراسي الثاني

2018-2019

## تفويض

أنا زيد مؤيد بشير الراوي أفوض جامعة آل البيت بتزويد نُسخ من رسالتي، للمكتبات أو المؤسسات أو الهيئات أو الاشخاص عند طلبهم حسب التعليمات النافذة في الجامعة.

.....التوقيع:

.....التاريخ:

## إقرار والتزام بقوانين جامعة آل البيت وأنظمتها وتعليماتها

أنا الطالب: زيد مؤيد بشير الراوي الرقم الجامعي: ١٧٢٠٥٠٣٠٢١

تخصص: تمويل ومصارف كلية: الاقتصاد والعلوم الادارية

أُعلن بأنني قد التزمت بقوانين جامعة آل البيت وأنظمتها وتعليماتها وقراراتها السارية المفعول المتعلقة بإعداد رسائل الماجستير والدكتوراه عندما قمت شخصياً بإعداد رسالتي بعنوان:

### محددات كفاءة الأداء المالي للصناديق السيادية في دولة الامارات العربية المتحدة

وذلك بما ينسجم مع الأمانة العلمية المتعارف عليها في كتابة الرسائل والاطاريح العلمية. كما أنني أعلن بأن هذه غير منقولة أو مستله من رسائل أو اطاريح أو كتب أو أبحاث أو أي منشورات علمية تم نشرها أو تخزينها في أي وسيلة إعلامية، وتأسيساً على ما تقدم فأنتني أتحمل المسؤولية بأنواعها كافة فيما لو تبين غير ذلك بما فيه حق مجلس العمداء في جامعة آل البيت بإلغاء قرار منحي الدرجة العلمية التي حصلت عليها وسحب شهادة التخرج مني بعد صدورها دون أن يكون لي الحق في التظلم أو الاعتراض أو الطعن بأي صورة كانت في القرار الصادر عن مجلس العمداء بهذا الصدد.

التوقيع:..... التاريخ:.....

عمادة الدراسات العليا

جامعة آل البيت

قرار لجنة المناقشة

نوقشت هذه الرسالة:

محددات كفاءة الأداء المالي للصناديق السيادية في دولة الامارات العربية  
Determinants of the Efficiency Performance of United Arab of  
Emirates Sovereign

وأجيزت بتاريخ: 2019 / 03 / 21

إعداد الطالب

زيد مؤيد بشير الراوي

إشراف الدكتور

أحمد سالم خالد الخزعلي

التوقيع	أعضاء لجنة المناقشة
	د. أحمد سالم خالد الخزعلي (متمرواً رئيساً)
	د. حسين الزويد (عضواً داخلياً)
	د. غازي الرقيبات (عضواً داخلياً)
	د. إبراهيم محمد متايري (عضواً خارجياً)

## الاهداء

إلى أرض أول حرف كتابه في التاريخ ...

العراق .. تجذرا واتمءاءاً.

\* إلى القلب المعطاء والمنير العذب ... أبي .. تقديراً وامتناناً.

\* إلى النور الذي يسير معي اينما كنت .. امي .. حبا وعرفاناً

\* إلى نبراس الحياة وعطرها.. إخوتي واصدقائي الاعزاء..

وفاء واحتراماً

اهدي ثمرة جهدي هذا

الباحث

## الشكر والتقدير

العرفانُ بالإحسان، والثناءُ باللسان، فالشكرُ للعليّ التقديرِ لما انعمَ وتفضلَ واحسنَ  
وتجملَ.

كما يسعدني أن أتقدمَ بخالصِ الشكرِ والتقديرِ الى الاستاذِ المشرف  
(د. أحمد الخزعلي)

حيث لم يدخرُ جهداً في ابداءِ العونِ والمساعدةِ لإتمامِ هذه الرسالة  
واتقدمُ بوافرِ الشكرِ والامتنانِ لأعضاءِ لجنةِ المناقشةِ كل من الأستاذِ الدكتور  
حسين الزبيد، والدكتور غازي رقيبات، والمناقشِ الخارجي الدكتور اياد ملكاوي  
من جامعة اربد الاهلية لقبولهم مناقشة هذا العمل المتواضع.  
ولكلٍ من وقفَ بجانبني وشجعَ ودعمَ من أجلِ انجازِ هذا العملِ وأسألُ اللهَ جلَّ  
شأنهُ أن ينفعني وينفع به غيري  
واخرُ دعوانا ان الحمدُ لله رب العالمين والصلاة والسلامُ على سيد المرسلين  
الباحث

## قائمة المحتويات

ز	قائمة المحتويات	.....
ط	فهرس الجداول	.....
ط	فهرس الأشكال	.....
ي	الملخص	.....
ك	Abstract	.....
١	الفصل الأول الإطار العام للدراسة	.....
١	المقدمة:	.....
٥	مشكلة الدراسة:	.....
٦	أهداف الدراسة:	.....
٨	فرضيات الدراسة:	.....
١٠	أهمية الدراسة:	.....
١٢	منهجية الدراسة:	.....
١٢	مجتمع وعينة الدراسة:	.....
١٣	مصادر جمع البيانات:	.....
١٣	مخطط الدراسة:	.....
٢١	الفصل الثاني الإطار النظري والدراسات السابقة	.....
٢٢	أولاً: الإطار النظري	.....
٢٢	المبحث الأول: محددات كفاءة الأداء المالي	.....
٣٣	المبحث الثاني: صناديق الثروة السيادية	.....
٧٠	المبحث الثالث: محددات كفاءة الأداء المالي على صناديق الثروة السيادية:	.....
٧٧	ثانياً: الدراسات السابقة	.....
١٠٦	ثالثاً: ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة:	.....

١٠٩	الفصل الثالث تحليل البيانات اختبار الفرضيات
١٠٩	المقدمة:
١١٠	الاختبارات المستخدمة:
١٢٣	نموذج الدراسة:
١٣٥	التوصيات
١٣٧	قائمة المراجع
١٣٧	أولاً: المراجع باللغة العربية
١٤٣	ثانياً: المراجع باللغة الأجنبية
١٥١	الملاحق



## فهرس الجداول

الصفحة	اسم الجدول	رقم الجدول
20	الصناديق السيادية في العالم وحجم موجوداتها	1
21	الصناديق السيادية المستحدثة	٢
29	منافع ومخاوف البلدان من صناديق الثروة السيادية	٣
52	ملخص لكافة الدراسات السابقة	٤
58	اختبار فيليبس بيرن (PP) واختبار ديكي فولر المطور (ADF)	٥
59	نتائج اختبار معامل تضخم التباين للمتغيرات المستقلة	٦
60	نتائج اختبار الارتباط الذاتي	٧
61	نتائج اختبار تجانس التباين	٨
62	نتائج اختبار التوزيع الطبيعي	٩
67	نتائج الانحدار المتعدد	١٠

## فهرس الأشكال

رقم الصفحة	اسم الشكل	رقم الشكل
22	صناديق الثروة السيادية ما قبل ٢٠٠٠	1
23	صناديق الثروة السيادية ما بعد ٢٠٠٠	2

## محددات كفاءة الأداء المالي للصناديق السيادية في دولة الامارات العربية المتحدة

إعداد الطالب

زيد مؤيد بشير الراوي

إشراف الدكتور

أحمد الخزعلي

الملخص

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة محددات كفاءة الأداء المالي للصناديق السيادية في دولة الامارات العربية المتحدة. استخدمت الدراسة عدة مقاييس مثل (الدين العام كنسبة للإيرادات، واحتياطي الدين العام الأجنبي، وإيرادات الديون الخارجية على الصادرات، وخدمة الديون للإيرادات، واجمالي الدين العام للنتائج المحلي الإجمالي، وتكونت عينة الدراسة من صناديق الثروة السيادية الموجودة في الامارات العربية المتحدة خلال الفترة الواقعة ما بين (٢٠٠٠-٢٠١٨). واستخدمت الدراسة العديد من الأساليب الإحصائية مثل السلاسل الزمنية (Panel Data) وتحليل الانحدار المتعدد.

أظهرت النتائج بأنه لا يوجد تأثير معنوي للدين العام للإيرادات على الأداء المالي للصناديق السيادية في الامارات العربية المتحدة، كما تبين بأنه لا يوجد تأثير معنوي لاحتياطي الدين العام الأجنبي على الأداء المالي للصناديق السيادية في الامارات العربية المتحدة، وتبين بأنه يوجد تأثير معنوي لإيرادات الديون الخارجية، وخدمة الديون للإيرادات، واجمالي الدين العام في الأداء المالي للصناديق السيادية في الامارات العربية المتحدة. أوصت الدراسة على ضرورة إدراك كافة متخذي القرار في الامارات العربية المتحدة على وجه الخصوص، بأن كل من النفط والغاز أو أي مورد طبيعي آخر، عبارة عن موارد نابضة وغير متجددة.

**الكلمات المفتاحية:** محددات الأداء المالي، صناديق الثروة السيادية، الامارات العربية

المتحدة

# **Determinants of the Efficiency Performance of United Arab of Emirates Sovereign**

## **Zaid Mooiad Basheer Al-Rawi**

**(Supervisor: Dr. Ahmad Ghazaleh)**

### **Abstract**

This study aimed at identifying the determinants of the efficiency of the financial performance of sovereign funds in the United Arab Emirates. The study used a number of measures, such as the public debt of revenues, the foreign public debt reserve, the external debt income on exports, the debt servicing of revenues, and the total public debt of GDP. The sample of the study consisted of sovereign wealth funds in the United Arab Emirates (2000-2018). The study used many statistical methods such as descriptive statistics and multiple regression analysis.

The results showed that there is no significant effect on the financial performance of sovereign funds in the United Arab Emirates. There is also no significant effect of foreign public debt on the financial performance of sovereign funds in the United Arab Emirates. Debt service revenue, and total public debt in the financial performance of sovereign funds in the United Arab Emirates. The study recommended that all decision makers in the United Arab Emirates should be aware that oil and gas or other natural resources are spring and non-renewable resources.

**Keywords:** Determinants of Financial Performance, Sovereign Wealth Funds, United Arab Emirates.



# الفصل الأول

## الإطار العام للدراسة

### المقدمة:

تصاعد الحديث حول صناديق الثروة السيادية، على الصعيدين الرسمي وغير الرسمي، وذلك داخل الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا، ما بين مؤيد ومعارض لها، وقد أثير جدل ونقاش كبير من القلق والحذر فيما يخص نشاط هذه الصناديق، ومن أجل ضمان عمل صناديق الثروة السيادية على أفضل شكل، كان لابد من دمج صناديق الثروة السيادية في إطار السياسات الكلية للحكومة، ووضع معلومات كاملة للأطراف الخاصة، ويتم ادراج هذه العمليات المتعلقة بالصناديق السيادية في الحسابات الوطنية، ولابد أن تنسجم قواعد التمويل والسحب المتعلقة بهذه الصناديق مع أهدافها المعلنة،

بحيث تعتمد على ترتيبات تكون واضحة المعالم فيما يخص حوكمة الشركات، ولا يمكن أن يحدث ذلك إلا من خلال الاطار النظري الواضح والمتكامل، وهو ما يشمل الأسس المفاهيمية والتنظيمية والتشغيلية لغاية ما تصل إلى المعيارية، من أجل قياس الأداء العام لصندوق الثروة السيادية وتقييمه بشكل منطقي وعملي ودقيق.

ولم تمض سوى سنوات قليلة لغاية ما تلاشت تلك الفوائض مع تغير العلاقات في السوق النفطية، وانخفاض الأسعار وانخفاض أو جمود الإنتاج، مما يؤدي لانخفاض الأسعار والإنتاج أو جموده، وبالتالي انخفاض العوائد وتراكم عجوزات الميزانيات العامة للدول النفطية وارتفاع أعباء الدين العام للعديد منها، وقد تكرر الحال في طفرة ٢٠٠٣-٢٠٠٨، وصاحبها اهتمام كبير بشكل عالمي، بما أصبح يعرف بـ"صناديق الثروة السيادية".

وتعتبر دول الخليج في منتصف التحول الكبير الذي تشهده الأسواق المالية العالمية، وليس فقط في فعل الصعود الكبير لصناديق الثروة السيادية، ولكن فيما تتمتع به من إمكانيات وقواعد اقتصادية، وقدرتها في لعب دور مهم في النظام العالمي الجديد والإدارة الاقتصادية الجديدة ما بعد الازمة المالية، بحيث تعمل صناديق الثروة السيادية على الترحيب بالاستثمارات الأجنبية المسؤولة، وحماية القطاعات الاستراتيجية من استثمارات الصناديق، وضمان المعاملة بالمثل في المبادلات الاستثمارية، ومن الجانب السلبي فإن الدول المالكة للصناديق تعد دول غير صديقة، كما أنه يوجد عدم شفافية لصناديق الثروة السيادية، وبالتالي التخوف من فقدان النفوذ الاقتصادي والسياسي.

وتبقى دبي حالة فريدة في الخليج، وذلك بسبب عدم اعتمادها على النفط والغاز، وامتلاكها صندوقاً سيادياً تقدر قيمة موجوداته بحوالي ١٩٦ مليار دولار، ولقد نجحت الامارات العربية المتحدة في تحقيق موازنة بلا عجز لسنتين على التوالي، في

الوقت الذي عانت فيه دول الخليج من عجز في الموازنة بسبب انخفاض أسعار النفط، وذلك في إشارة واضحة لتجاوز الامارات عصر البترول ودخولها عصر الاستثمار، ورغم نجاحها الباهر، إلا انا دبي كانت أكبر المتضررين من الأزمة المالية العالمية سنة ٢٠٠٨، حيث وصلت لأن تشهر افلاسها سنة ٢٠٠٩، لولا تدخل إمارة أبو ظبي وضخ أموال النفط لشراء ديونها السيادية، وهو ما يركز على إمكانية دولة الامارات أمام الازمات الاقتصادية العالمية من غير موارد النفط، والاعتماد على صناديقها السيادية فقط، خصوصاً مع انخراطها بشكل كبير في العولمة الاقتصادية وضعفها أمام تقلبات الأسواق العالمية.



## مشكلة الدراسة:

أدت التقلبات الحادة لأسعار النفط والسلع الرئيسية، وعدم ثبات الثروات وخاصة في البلدان النامية والمنتجة غير المتجددة، وعدم تحمل الصدمات الخارجية للنفط لإيجاد صناديق سيادية، والآثار الجدلية فيما يتعلق بسلبية وإيجابية التحليل غير المستقر لهذه الصناديق، وأيضاً استخدام الصناديق السيادية فيما يتعلق بتحقيق هدف التخصيص وتحقيق التنمية والاستخدام الأفضل للموارد الاقتصادية وتنويع مصادر الدخل الوطني والاستفادة منها وضمان العدالة التوزيعية، ومن أجل تحقيق هدف ترشيد وتعظيم دالة المنفعة الاقتصادية والاجتماعية من استغلال واستثمار وإدارة الثروات السيادية في مختلف أشكالها التخصيص الأمثل للموارد الاقتصادية المتوفرة، مما يؤمن لها تنويع في مصادر الدخل القومي واستمراريتها، وبالطريقة التي يجنبها من

أساس أو أحادية المصدر للدخل القومي، وتحقيق مبدأ العدالة التوزيعية ما بين أفراد الجيل الواحد وما بين الأجيال، لغاية تأسيس بنية تحتية متقدمة للاقتصاد الوطني في المجالات جميعها وتحقيق التنمية المستدامة، بحيث أنه يوجد تأثير إيجابي ومنافع لدى الصناديق السيادية من خلال أنها تساعد في الاستثمارات الأجنبية المسؤولة، وتعمل على حماية القطاعات الاستراتيجية من استثمارات الصناديق، وضمان المعاملة بالمثل في المبادلات الاستثمارية.

### أهداف الدراسة:

تعتبر الصناديق السيادية أسلوب متقدم لاستيعاب الفوائض المالية من أجل ادخارها واستثمارها وتنويع مصادر الدخل الوطني وضمان العدالة التوزيعية بين الأجيال، ومواجهة الصدمات الاقتصادية الايجابية والسلبية، وتحقيق التنمية المستدامة، لذلك فقد هدفت هذه الدراسة إلى تقييم الأداء المالي لصناديق الثروة السيادية في دولة

الإمارات العربية المتحدة، ومن خلال ذلك تتحدد أهداف الدراسة كما يلي:

**الهدف الرئيس الاول:** التعرف على محددات كفاءة الأداء المالي للصناديق السيادية في دولة الإمارات العربية.

**الهدف الأول:** التعرف على أثر الدين العام للإيرادات على الأداء المالي للصناديق السيادية في الإمارات العربية المتحدة.

**الهدف الثاني:** التعرف على أثر احتياطي الدين العام الأجنبي على الأداء المالي للصناديق السيادية في الإمارات العربية المتحدة.

**الهدف الثالث:** التعرف على أثر إيرادات الديون الخارجية على الصادرات على الأداء المالي للصناديق السيادية في الإمارات العربية المتحدة.

**الهدف الرابع:** التعرف على أثر خدمة الديون للإيرادات على الأداء المالي للصناديق السيادية في الإمارات العربية المتحدة.

**الهدف الخامس:** التعرف على أثر اجمالي الدين العام للنتاج المحلي الاجمالي على الأداء المالي للصناديق السيادية في الامارات العربية المتحدة.

الهدف الرئيسي الثاني: التعرف على دور الصناديق السيادية في الاقتصاد العالمي.

الهدف الرئيسي الثالث: التعرف على أهمية المحددات الاقتصادية لصناديق الثروة السيادية.

### **فرضيات الدراسة:**

يركز موضوع الدراسة للحديث عن الصناديق السيادية ومحددات كفاءة الأداء المالي في الامارات العربية المتحدة، ومن خلال ذلك تم وضع مجموعة من الفرضيات المتعلقة بالدراسة.

تم وضع الفرضية الرئيسية التالية: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة (٠,٠٥) لمحددات كفاءة الأداء المالي على الصناديق السيادية في دولة الامارات العربية المتحدة. ويتفرع عنها:

**الفرضية الأولى:(H01)** لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة (٠,٠٥) للدين العام على الأداء المالي للصناديق السيادية في الامارات العربية المتحدة.

**الفرضية الثانية:(H02)** لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة (٠,٠٥) لاحتياطي الدين العام الأجنبي على الأداء المالي للصناديق السيادية في الامارات العربية المتحدة.

**الفرضية الثالثة:(H03)** لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة (٠,٠٥) لإيرادات الديون الخارجية على الأداء المالي للصناديق السيادية في الامارات العربية المتحدة.

الفرضية الرابعة: (H04) لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة (0,05) لخدمة الديون

على الأداء المالي للصناديق السيادية في الامارات العربية المتحدة.

الفرضية الخامسة: (H05) لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة (0,05) لإجمالي

الدين العام على الأداء المالي للصناديق السيادية في الامارات العربية المتحدة.

### أهمية الدراسة:

تظهر أهمية هذه الدراسة بالنظر إلى مجموعة من الأمور منها على وجه

الخصوص التطور السريع لصناديق الثروة السيادية وظهورها كمنافس للمستثمرين

المؤسسيين الآخرين مثل صناديق التقاعد، وصناديق المضاربة، وهو ما يتطلب التعرف

على هذه الصناديق ومحاولة تقييم مساهمتها في إيجاد حل لأزمة الدول الاخرى.

وتتضح أهمية الدراسة من خلال هدفها في معرفة أثر محددات كفاءة الأداء المالي لصناديق الثروة السيادية في الامارات العربية المتحدة. ويوجد عدة جوانب توضح أهمية الدراسة، بحيث أنها سوف تساعد الشركات والمؤسسات المالية على معرفة مستوى تأثير صناديق الثروة السيادية عليها، وكيفية إدارتها لتلك الصناديق بالشكل الصحيح الذي يساعدها على تخطي كافة الازمات والمشاكل وتحسين مستوى أدائها المالي.

الحصول على نتائج حديثة بخصوص الموضوع، واقتراح الافكار والتوصيات التي تساعد في تحسين المشاكل التي تتعرض لها المؤسسات المالية على مستوى القطاع المالي كعدم الاستقرار الاقتصادي، وتقادي العديد من المشاكل الخارجية التي من ممكن أن تؤثر على اقتصاد الدولة.

وستوضح هذه الدراسة للباحثين والمهتمين مفهوم صناديق الثروة السيادية وعمل مقارنات مع الدراسات السابقة فيما يخص محددات كفاءة الأداء المالي للصناديق السيادية في دولة الامارات العربية المتحدة.

### **منهجية الدراسة:**

تم الاعتماد في هذه الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي لتقديم صورة واضحة لكل جانب من جوانب الدراسة ووصف الظاهرة كما في الواقع.

### **مجتمع وعينة الدراسة:**

تكون مجتمع الدراسة من كافة الشركات والمؤسسات المالية الموجودة في الامارات العربية المتحدة، بينما عينة الدراسة فقد تكونت من البيانات المالية الموجودة في الامارات العربية المتحدة والتي تتعلق بصناديق الثروة السيادية والتي يبلغ عددها (٧) صناديق، خلال الفترة الواقعة ما بين (٢٠١٨-٢٠٢٠).



## مصادر جمع البيانات:

المصادر الثانوية: تضمنت الرجوع للعديد من الكتب والدراسات السابقة المنشورة في المجالات العلمية، بالإضافة إلى أطروحات الدكتوراه ورسائل الماجستير، والمواقع الالكترونية كموقع بورصة الامارات العربية المتحدة، والتقارير المالية السنوية لدولة الامارات المعن عنها في المواقع الالكترونية وموقع بورصة الامارات العربية المتحدة، والتقارير المالية المتعلقة بدولة الامارات العربية المتحدة فيما يخص البيانات المتعلقة بمتغيرات الدراسة.

## مخطط الدراسة:

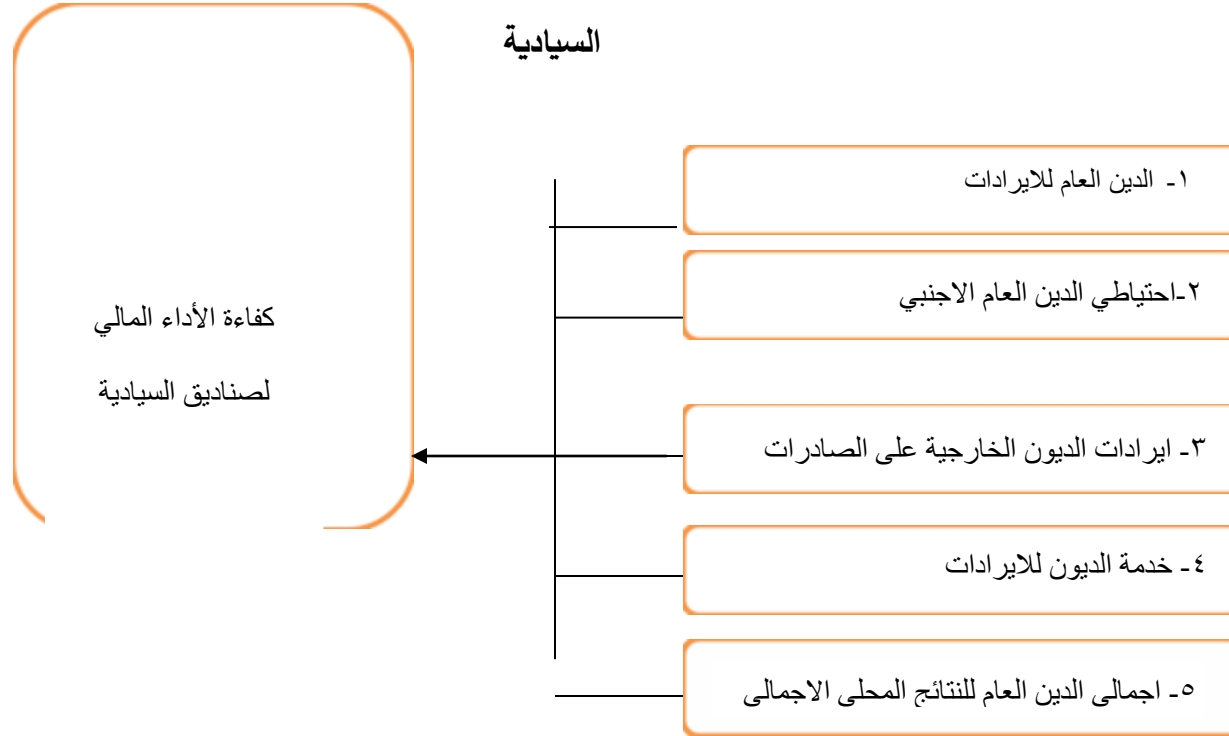
تم بناء مخطط الدراسة حسب المتغير المستقل وعناصره والمتغير التابع وفيما يلي توضيح لذلك.

المتغير التابع

المتغير المستقلة

كفاءة الأداء المالي لصناديق

محددات



المصدر: إعداد الباحث، وذلك بالاعتماد على دراسة (Alozie, 2018).

استخدمت الدراسة بيانات ثانوية تم الحصول عليها من الوكالات الحكومية المختصة المسؤولة بشكل قانوني عن إدارة الدين العام في الامارات العربية المتحدة؛ والبنك المركزي الاماراتي (CBI). وركزت الدراسة على موضوع مالية الصناديق السيادية وإدارة الأداء المالي في الامارات العربية المتحدة للفترة الواقعة ما بين (٢٠٠٠-٢٠١٨)، واستخدمت الدراسة نموذج خاص حسب ما ورد في الدراسات السابقة التي ركزت على موضوع الدراسة مثل دراسة (Alozie, ٢٠١٨) وكان النموذج كما يلي:

$$FHI = 0.50X_1 + 0.50X_2 + 0.50X_3 + 0.50X_4 + 0.50X_5$$

حيث أن كل منها:

FHI = إدارة الأداء المالي.

X1 = الدين العام للإيرادات.

X2 = احتياطي الدين العام الأجنبي.

X3 = إيرادات الديون الخارجية.

X4 = خدمة الديون للإيرادات.

X5 = إجمالي الدين العام للناج المحلي الإجمالي.

التعريفات الاجرائية:

تم تناول المتغير المستقل والتابع وكيفية قياسها وذلك كما يلي:

#### ١- المتغير التابع: الأداء المالي للصناديق السيادية

صناديق استثمارية لها أهداف معينة مملوكة للحكومة وتحت سيطرتها من أجل

تحقيق أهداف اقتصادية كلية متوسطة وطويلة الاجل. ومن أجل تحديد مقدار التمييز

بين كفاءة الأداء المالي للصناديق السيادية في نموذج قياس الأداء المالي، يجب أن

يكون Z مساوياً أو < ٠,٥٠ وهي نسبة جيدة، ومن ٠,٤٠ > ٠,٥٠ يعتبر (تحت

المراقبة)، بينما يعتبر ٠,٢٥ > ٤,٠٠ ضعيفة جداً. تتراوح درجة التصنيف الائتماني

السيادي من ٠,٠١ إلى ١,٠٠؛ ودرجة التصنيف تتراوح بين ٠,٥٠ و ٠,٩٩، وتمثل

٠,٠١ إلى ٠,٤٩، مما يدل على حالة مالية غير آمنة. (Alozie, 2018)

## المتغير المستقل: محددات الأداء المالي

يعتبر الاداء من الخصائص الرئيسية التي تؤثر على الصناديق، لذلك فإن هذه النسبة في السنوات الماضية والحالية من أهم العوامل المؤثرة على الصناديق، وتم قياس محددات كفاءة الأداء المالي من خلال المتغيرات التالية:

### - الدين العام للإيرادات: (X1)

تشمل كافة الديون المتعلقة بكل صندوق في الامارات العربية المتحدة، وتكون خاصة بالدولة بشكل سنوي، وهي الأموال التي تقترضها الحكومة من الأفراد والمؤسسات لمواجهة أحوال طارئة ولتحقيق أهداف مختلفة وذلك عندما لا تكفي الإيرادات العامة لتغطية النفقات العامة التي تتطلبها هذه الأحوال الطارئة، مثل الحرب وحالة التضخم الشديد، وتمويل مشروعات التنمية ومواجهة النفقات الجارية العادية حتى يتم تحصيل الضرائب، حيث أن مواعيد التحصيل قد لا تتوافق تماماً مع

مواعيد النفقات الجارية. وأيضاً هي ديون مترتبة على الحكومات ذات السيادة.

ويتم حسابه من خلال المعادلة التالية (الهروط، ٢٠١٠):

$$\frac{\text{الدين العام}}{\text{الإيرادات}} = \mathbf{X1}$$

- احتياطي الدين العام الأجنبي: (X2)

تشمل على الديون العامة المتعلقة بالحصص الأجنبية للأفراد من دول أخرى

غير الامارات. فإن حجم ديون الدولة للمقرضين خارج وداخل الدولة نفسها، ويمكن أن

يكون هؤلاء المقرضين إما أفراد، أو شركات وحتى حكومات أخرى. ولا يتم الإشارة إلى

الدين العام على أنه الدين الوطني، ففي بعض الدول يمكن أن يكون الدين العام عبارة

عن الديون المستحقة على المدن، والمقاطعات والبلديات، ويتم حسابه من خلال المعادلة

التالية (الرشيد، ٢٠١٠):

$$\frac{\text{صافي الاحتياطي النقدي الأجنبي}}{\text{الدين العام الخارجي}} = \mathbf{X2}$$

- إيرادات الديون الخارجية: (X3)

تتعلق بالديون التي يتم تحصيلها أو استقراضها من قبل شركات أو مؤسسات مالية أخرى، وتقوم الحكومة بإصدار سندات موجهة للمستثمرين في الخارج بعملة غير عملتها المحلية، والتي غالبا ما تكون بعملة دولية مثل الدولار أو اليورو. ويتم حسابها

من خلال المعادلة التالية (أبو مدللة، ٢٠١٠):

$$\frac{\text{الإيرادات}}{\text{الديون الخارجية}} = X3$$

- خدمة الديون للإيرادات: (X4)

يوجد لكل صندوق خدمات يتم تقديمها له حسب طبيعة عمل المؤسسة والصفقات المتعلقة بها، لذلك يوجد حساب خاص للديون المتعلقة بالخدمات، ويتم

حسابها من خلال ما يلي (المطيري، ٢٠١١):

$$\frac{\text{خدمة الدين}}{\text{الناتج المحلي الإجمالي}} = \mathbf{X4}$$

- إجمالي الدين العام للناتج المحلي الإجمالي: (X5)

الناتج المحلي الإجمالي يعتبر عنصر رئيسي في اقتصاد الدولة، لذلك فهو

مرتبط بالديون العامة لكل دولة. ويتم حسابه من خلال المعادلة التالية Pilinkus &

(Boguslauskas, 2009):

$$\frac{\text{الدين العام}}{\text{الناتج المحلي الإجمالي}} = \mathbf{X5}$$



## الفصل الثاني

### الإطار النظري والدراسات السابقة

تضمن هذا الفصل الإطار النظري والدراسات السابقة الخاصة بالدراسة، فتقد شمل الإطار النظري على الحديث عن محددات كفاءة الأداء المالي، وتوضيح مفهوم الأداء المالي، وكيفية قياسه، والعوامل المؤثرة عليه، ومن ثم تم الحديث عن صناديق الثروة السيادية، وأنواعها، وأهميتها، وتوضيح مفهومه، والعوامل المؤثرة عليه، ويليه معرفة العلاقة ما بين صناديق الثروة السيادية والأداء المالي، بينما في الجزء الثاني من هذا الفصل فقد تضمنت الدراسات السابقة الخاصة بالدراسة، بحيث تم عرض للدراسات العربية والأجنبية التي تحدثت بشكل أساسي عن صناديق الثروة السيادية، وتوضيح ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة.

## أولاً: الإطار النظري

### المبحث الأول: محددات كفاءة الأداء المالي

التطرق للحديث عن الأداء المالي للشركة بشكل نظري يعتبر مطلب ضروري للإحاطة بكافة جوانبه، وفي هذا المبحث سوف يتم الحديث عن الأداء المالي ومعرفة محددات كفاءة الأداء المالي.

### مفهوم الأداء المالي:

يعبر عن الأداء بعدة مفاهيم مختلفة مثل الكفاءة، والفعالية، والإنتاجية، ولكن ذلك يعتبر غير صحيح في علوم الاقتصاد، وإعطاء تعريف وحيد، والاقتصار عليه يعتبر غير كافي من أجل الوصول لمفهوم الأداء. (Bergvin, 2002).  
أصل كلمة أداء يعود للغة اللاتينية Performance وهي ما تعني إعطاء، وذلك بأسلوب كامل الشكل لشيء ما، لذلك فإن الأداء هو عبارة عن أداء مركز ذو

مسؤولية، وهو ما يدل على الفعالية والإنتاجية، والتي يبلغ بهما هذا المركز عدة أهداف، ولذلك فإن الفعالية تحدد لأي مستوى تم تحقيق الأهداف. (Bob, 2002)

لذلك فإن الأداء يتمثل في عنصرين وهما الفعالية والإنتاجية، فإن العنصر الأول يدل على مستوى بلوغ الهدف بحيث يوجد عنصرين للمقارنة، بالإضافة لأهداف مسيطرة يرغب في بلوغها وتحقيق أهدافها. (Dondtas *et al.*, 2009)

وتحديد تعاريف ومفاهيم دقيقة لمفهوم الاداء والاتفاق عليها، ومن الاهداف التي يصعب تحقيقها وخصوصاً في العلوم الانسانية والاجتماعية، ومن المصطلحات التي تلقى تعريف وحيد وشامل. حيث يمكن تعريفه على أنه أداء مركز ذو مسؤولية ما يعني الفعالية والإنتاجية التي يبلغ بهما هذا المركز الاهداف التي قبلها، والفعالية في تحديد بأي مستوى تتحقق الأهداف. (James, *et al.*, 2006)

كما تم تعريف الأداء على أنه مستوى تحقيق الأهداف، وهذا المستوى يتم قياسه من خلال استخدام العديد من المؤشرات المالية. (Poster *et al.*, 2005)

والأداء مفهوم واسع يعبر عن أسلوب الشركة في استثمار مواردها المتوفرة وذلك حسب معايير واعتبارات خاصة في أهدافها من خلال مجموعة من المتغيرات الداخلية والخارجية التي تتفاعل معها الوحدة الاقتصادية في هدفها وتحقيق كفاءتها وفعاليتها من أجل تأمين بقائها، وأهمية الأداء تكمن في أنه يعبر عن قابلية الوحدة الاقتصادية في وجود النتائج المقبولة لتحقيق طلبات المجموعة التي لها أهمية بالوحدة الاقتصادية والتي تتمثل بالمستوى الذي تستطيع فيه أن تنجز المهمة بكل نجاح، أو تحقيق الهدف المناسب، بحيث يمثل النتيجة النهائية التي تهدف الشركة للوصول إليها، فإن الأداء عبارة عن مصلحة لجميع العمليات التي تقوم بها الشركة، وأي خلل فيها يؤثر على الأداء بشكل سلبي.

## أهمية الأداء المالي:

للأداء المالي أهمية خاصة سواء على المستوى العام أو الخاص، بحيث أنها هي بديل عن الدافع الذاتي والذي يحفز النشاط الخاص، بالإضافة إلى أنه يدعم سعي الإدارة من أجل تحقيق أهدافها، فعملية تقييم الأداء المالي هي أحد المقومات الرئيسية للعملية الرقابية، وهي ما تعتمد على مقارنة الأداء الفعلي لكل نشاط من أنشطة الشركة، بالإضافة للأداء الكلي، ولها مؤشرات ومقاييس محددة مسبقاً، وتحديد الانحرافات عن الأهداف المحددة، وتحديد المسؤول عن هذه الانحرافات عن الأهداف المحددة من أجل الحكم على مستوى كفاءة التشغيل سواء على مستوى القطاعات الداخلية أو على مستوى الشركة كافة. (Roehl *et al.*, 2005)

ويعتبر تقييم الأداء المالي أحد العمليات الإدارية التي لها أهمية للوحدات الاقتصادية من حيث أنه يتجه لحصيلة الاعمال، مما يجعله متأثر بمختلف أوجه

النشاط ويعكس نتائجها، ويمكن توضيح أهمية الأداء المالي في الجوانب التالية

(Giannopouhs *et al.*, 2013):

- يوفر الأداء المالي وتقييمه مقياس لمستوى نجاح الوحدة الاقتصادية من خلال سعيها لمواصلة نشاطها وتحقيق أهدافها، كما يوفر المعلومات لكافة المستويات في الشركة من أجل التخطيط والرقابة، واتخاذ القرارات المعتمدة لحقائق علمية، بالإضافة لأهمية هذه المعلومات للجهات الثانية خارج الشركة.
- يهدف تقييم الأداء المالي التأكد من تحقيق التنسيق ما بين مختلف أوجه نشاط الوحدة الاقتصادية والتي تتمثل بالإنتاج والتسويق والتمويل والافراد وغير ذلك، من أجل تحقيق الوفورات الاقتصادية والعمل على تغاضي الفقد والضياع الاقتصادي والاسراف المالي.
- يعمل الأداء المالي وتقييمه، إلى اجراء مسح ميداني شامل للوحدة الاقتصادية من أجل التعرف على معظم عملياته الإنتاجية فيما يخص الوقوف على العلاقات، وهي ما تتعلق

- بمختلف مراحل الإنتاج والتوصل لخصائص النشاط الإنتاجي الذي تمارسه الوحدة الاقتصادية، ومستوى تأثير ذلك على ادارتها ودراسة اقتصاديات برامج التشغيل، وأثرها على كيفية الإنتاج في عواملها بمستويات التشغيل المتنوعة تمهيداً لكافة الإجراءات
- العلاجية، والتي تكون ضرورية من أجل تفادي القصور في الأداء والعمل على استمرار نجاح الوحدة الاقتصادية في المستقبل.
- على مستوى الافراد فإن تقييم الأداء يؤدي إلى خلق مناخ الثقة والتعامل الأخلاقي من خلال تأكيد الأسس العلمية في التقييم والنهوض بمستوى العاملين من خلال استثمار طاقاتهم المدفونة، والعمل على توظيف طموحاتهم في أساليب تعمل إلى تُوَهلهم للتقدم وتحديد تكاليف العمل الإنساني والمساعدة في تحديد سبل تطوير العاملين ودفعهم نحو

- تطوير أنفسهم، وتعزيز حالة الشعور بالمسؤولية من خلال توليد القناعات الكاملة من الجهود المبذولة.

ويتضح لنا بأنه أهمية رقابة الأداء تأتي من أنها تعتمد على تقييم أداء الشركات تبعاً لأهداف ومعايير محددة مقدماً، وتمهيد لاتخاذ الإجراءات الصحيحة المناسبة بما يشمل على تطابق الأداء مع ما هو مخطط له، فإنها عملية يتم من خلالها فحص وتحليل سياسات الإدارة من خلال مجموعة من الإجراءات والوسائل المناسبة لكشف الانحرافات، واتخاذ الإجراءات المناسبة للتصحيح أول بأول، ومعرفة المظاهر الإيجابية في الأداء والعمل على تعميمها، ووضع السبل التي أسهمت في ايجادها التي تحقق رقابة وتحسين الكفاءة والفعالية التي تنفذ بها الاعمال في الشركة.



## أنواع الأداء المالي:

من خلال توضيح مفهوم الاداء المالي، يمكن توضيح أنواع الاداء المالي حسب

معايير التقسيم كما يلي: (Abu Yhya, 2009)

- حسب معيار المصدر:

حسب هذا المعيار، فإنه يمكن تقسيم أداء الشركة لنوعين، الأداء الذاتي أو

الداخلي والأداء الخارجي.

أولاً: الأداء الداخلي

يطلق عليه اسم أداء الوحدة، بحيث أنه ينتج من خلال ما تملكه الشركة من

الموارد وهو ينتج أساس مما يلي:

- الأداء البشري: أداء أفراد الشركة الذين يمكن اعتبارهم مورد استراتيجي لديه مقدرة على

صنع القيمة وتحقيق الافضلية التنافسية من خلال تسيير مهاراتهم.

- الأداء التقني: يتمثل في قدرة الشركة على استعمال كافة استثماراتها بشكل فعال.
- الأداء المالي: يتم من خلاله فعالية تعبئة واستخدام الوسائل المالية المتوفرة.

### ثانياً: الأداء الخارجي

تعرف تنافسية أي دولة بقدرتها على تحقيق الرفاه المنشود لأفرادها وزيادة معدلات النمو من خلال خلق الفرص الاقتصادية وتقديم خدمات اجتماعية متميزة وذلك عن طريق توفير بيئة عمل داعمة ومحفزة للقطاعات الاقتصادية والمنشآت العاملة فيها من حيث البيئة التشريعية والبنية التحتية والموارد البشرية وتوافر خدمات الدعم وغيرها من العوامل التي من شأنها تعزيز القدرة التنافسية لأي دولة.

## مقومات الأداء المالي:

يوجد للأداء المالي العديد من المقومات التي توضح مدى أهمية الأداء المالي

في الشركات وهي: (Bergevin, 2002)

- الإدارة الاستراتيجية: إطار عام مرشد للتفكير والتصرف ويتم اتخاذه للإدارة العليا، ويكون مستمد من الأهداف العليا للشركة، من أجل أن يصبح وسيلة لتحقيق تلك الأهداف التي تكون موجهة للقرارات المصيرية المستقبلية والتي تتخذها الإدارة في تعبئة مواردها من ناحية التطوير المستمر.
- الشفافية: تدل على تقديم صورة حقيقية لكل ما يحدث، ويتصف الموظف بالعدل، ويتحلى بعمله بالنزاهة والعفة والصدق والموضوعية والأمانة والاستقامة في أدائه لكافة واجباته، ويتجرد من المصالح الشخصية، ويخضع حكمه لآراء الآخرين.

- إقرار مبدأ المساءلة الفعالة: تدل على امكانية تقييم وتقدير أعمال الإدارة التنفيذية والتأكد من قيامها وتنفيذ المهام التي تهدف لضمان القيام بالأعمال بشكل دقيق من قبل مختلف الموظفين في الشركة، وذلك من خلال تقديم تقارير دورية عن نتائج الاعمال ومستوى نجاحهم في تنفيذها.
- وجود النظم المحاسبية: يعتبر النظام المحاسبي عبارة عن مجموعة من العناصر المادية والمعنوية المستخدمة، من خلال تنفيذ العمل المحاسبي، وتنظيم وإنجاز الدورة
- المحاسبية الكاملة، وهو عبارة عن نظام يتعلق بكافة أعمال تسجيل وتصنيف وتبويب ومعالجة وتخزين وتوصيل المعلومات التي لها قيمة، وذلك على شكل قوائم مالية للأطراف التي تتطلب اتخاذ القرار، والاحداث الاقتصادية في الماضي والمستقبل

- والحاضر (Bob, 2002).

### المبحث الثاني: صناديق الثروة السيادية

لقد تصاعد الحديث فيما يخص موضوع صناديق الثروة السيادية، وذلك على الصعيد الرسمي وغير الرسمي، سواء داخل الولايات المتحدة الامريكية وأوروبا، أو على مستوى الوطن العربي، وما بين مؤيد ومعارض لها، وقد أثير جدل واسع من خلال القلق والحذر من نشاط هذه الصناديق، وذلك لطبيعة الدور الذي تقوم به، وحقيقة الأهداف التي تسعى إليها، مما أثار حفيظة الدول المالكة والمستثمرة لهذه الصناديق (عبد الكريم، ٢٠١٣).

### مفهوم صناديق الثروة السيادية:

من الممكن تعريف وتصنيف صناديق الثروة السيادية بالعديد من الطرق، ولكن الصفة المشتركة لتلك الصناديق بأنها صناديق مكلفة من خلال إدارة واستثمار الموجودات المملوكة لكيان سياسي سيادي. (Pilinkus & Boguslanskas, 2009).

فإن صناديق الثروة السيادية هي عبارة عن صناديق لمؤسسات تابعة للحكومات العامة، ويتم استخدام أموالها في عمليات الاستثمار على المدى الطويل في الدول الأجنبية (Fabio & Stefano, 2013).

حيث تعمل صناديق الثروة السيادية في المساعدة على تحسين إدارة الأموال العامة وتحقيق الاستقرار الاقتصادي الكلي، والعمل على دعم النمو العالي الجودة (حسن وحسن، ٢٠١٣).

وقد عرفت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) الصناديق السيادية على أنها وسائط استثمار تكون مملوكة للحكومة، بحيث يتم تمويلها من خلال موجودات الصرف الأجنبي للدولة (OECD, 2008).

بينما المعهد الماكينزي الدولي فقد عرف صناديق الثروة السيادية على أنها صناديق مملوكة من احتياطات البنوك المركزية وهدفها تعظيم العوائد المالية مقابل

محددات مخاطر معينة (المنيف وآخرون، ٢٠٠٩).

على ضوء ما سبق فإن صناديق الثروة السيادية تعود بفائدة كبيرة على الاقتصاد الكلي والأسواق العالمية، والقدرة التي تتمتع بها على تجاوز تقلبات الدورات الاقتصادية في العديد من الظروف التي تحقق للأسواق المالية العالمية لمستوى كبير من التنوع، وهو ما يكون ذو فائدة عالية، وذلك خلال فترات الاضطرابات المالية أو الضغوط الاقتصادية الكلية.

### نشأة وتطور صناديق الثروة السيادية:

تعود نشأة صناديق الثروة السيادية لفترة الخمسينات من القرن الماضي، بحيث تم انشاء أول صندوق للثروة السيادية في دولة الكويت في عام ١٩٥٣، وتضمن هيئة الاستثمار الكويتية وهو ما يعرف بالهيئة العامة للاستثمار حالياً، وفيما بعد وتحديداً في عام ١٩٦٩ فقد شهدت صناديق الثروة السيادية نمواً هائلاً على المستوى الدولي خلال

السنوات الخمس عشر الأخيرة، ليصل عددها إلى ٤٤ صندوق سيادي (علي،

٢٠١٧).

وفيما بعد فقد جاء الانتشار المتنامي لصناديق الثروة السيادية نتيجة للفوائض

المستمرة والكبيرة التي سجلتها الحسابات الجارية في عدة اقتصاديات أسيوية والدول

المصدرة للنفط (بيرنت، ٢٠٠٨).

وتعود هذه الفوائض لارتفاع أسعار السلع الأولية والأوضاع المواتية للموازنين

التجارية، وقد تم ترجمتها إلى تراكم سريع في الموجودات الأجنبية للبنوك المركزية، وقد

بلغ مجموع الاحتياطات مستوى ربما يعتقد العديد من الدول بأنه يوفر نسبة كافية من

هامش الأمان من خلال مواجهة الصدمات المالية أو الاقتصادية، وعلى الرغم من أنه

العديد من هذه الدول لا تزال تواجه احتياطات تنموية هائلة وكبيرة (عبد الكريم،

٢٠١٣).



ومن ثم تأتي دولة الإمارات العربية المتحدة وروسيا والمملكة العربية السعودية  
وسنغافورة والصين ودولة الكويت والنرويج من بين الدول التي تضم عدد كبير من  
الصناديق السيادية على مستوى العالم ككل (معهد الدراسات المصرفية، ٢٠١٣). وفيما  
يلي توضيح لكافة صناديق الثروة السيادية التي تم نشؤها مع ذكر حجم الموجودات التي  
تملكها:

## الجدول (١)

### الصناديق السيادية في العالم وحجم موجوداتها

تاريخ الانشاء	الدولة	اسم الصندوق	بوجودات (ملي)	مصدر العوائد
1953	الكويت	هيئة الاستثمار الكويتية	524	نפט
1974	سنغافورة	تيماسك	300	تجارة
1976	الولايات المتحدة	صندوق الاسكا الدائم	457	نפט
1976	كندا	AHSTF	17	نפט
1976	الامارات العربية	هيئة الاستثمار أبو ظبي	828	نפט
1981	سنغافورة	شركة الاستثمار الحكومية لسنغافورة	359	فائض ميزانية
1982	السعودية	شركة قابضة عمومية	514	نפט
1983	بروناي	وكالة الاستثمار لبروناي	35	نפט
1990	النرويج	صندوق المعاشات الحكومي	1000	نפט

النفط	18	Khazanah National BHD	ماليزيا	1993
احتياط الصرف	311	SAFE	الصين	1997

المصدر: (٢٠١٣) Fabio and Stefano,

ويتضح من خلال ما سبق وجود تنوع في أحجام صناديق الثروة السيادية، ولكن خلال السنوات الاخيرة زادت قيمة الموجودات بشكل مرتفع، فقد شمل الصندوق الوطني للضمان الاجتماعي في الصين على موجودات بلغت (٣٩٥) مليار دولار، بحيث تمتلك الصين أربعة صناديق سيادية، ومن بين تلك الصناديق فقد احتل الصندوق الوطني للضمان الاجتماعي المركز العاشر عالمياً وتم تأسيسه لإيجاد حلول لمعالجة مشاكل الشيخوخة المرتفعة في الصين، بينما سنغافورة فقد ارتفعت قيمة موجوداتها لتصل إلى (٣٥٩) مليار دولار، وهي ما كانت تشمل على مؤسسة حكومة سنغافورة للاستثمار والتي تعتبر أقدم الصناديق الاستثمارية في العالم.

وقد ارتفعت موجودات جهاز قطر للاستثمار لتصل لغاية (٣٢٠) مليار دولار للعام ٢٠١٧، وقد تم تأسيس هذا الصندوق من أجل استثمار الفائض من عائدات قطاع النفط والغاز القطري. وفيما يلي توضيح للصناديق السيادية المستحدثة ما بعد ٢٠٠٠.

## الجدول (٢)

### الصناديق السيادية المستحدثة

تاريخ الانشاء	الدولة	اسم الصندوق	الموجودات (مليار)	مصدر العوائد
2000	قطر	هيئة الاستثمار القطرية	50	نفط
2000	إيران	صندوق الاستثمار النفطي	12	نفط
2000	كازخستان	Khazanah National KNF	18	نفط وغاز
2000	الجزائر	صندوق ضبط الموارد	43	نفط
2001	فرنسا	صندوق الاحتياط للمعاشات	35	اقتطاعات اجتماعية

تجارة	29	الصندوق الوطني للاحتياجات المعاشات	ايرلندا	2001
عملات أجنبية	15	الصندوق الوطني للاستقرار لتايوان	تايوان	2001
نفط	10	شركة مبادلة للتنمية الدولية	الامارات العربية	2002
نفط	157	صندوق الاستقرار	روسيا	2003
غير محدد	54	الصندوق الحكومي المستقبلي لأستراليا	استراليا	2004
نفط	15	صندوق التنمية الوطني	فنزويلا	2005
تجارة	30	شركة الاستثمار الحكومية	كوريا الجنوبية	2005
نفط	82	هيئة استثمار دبي	دبي	2006
نحاس	10	صندوق الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي	الشيلي	2007
نفط	40	صندوق احتياط النفط	ليبيا	2007
عملات أجنبية	814	شركة استثمار الصين	الصين	2007

المصدر: الموسوي والمنصوري (٢٠١٧).

والرسم البياني التالي يوضح مستوى الاختلاف ما بين حجم الموجودات  
لصناديق الثروة السيادية ما قبل العام ٢٠٠٠ والصناديق التي تأسست ما بعد العام  
٢٠٠٠.

### الشكل (١)

صناديق الثروة السيادية ما قبل ٢٠٠٠



المصدر: اعداد الباحث

ويوضح الرسم البياني السابق مستوى الاختلاف في رأسمال الصناديق السيادية

الموجودة في العديد من الدول العربية والأجنبية، وقد تبين من خلال الاطلاع على هذا

الرسم البياني بأنه دولة الامارات العربية المتحدة كانت تتمتع بمستوى عالي من رأسمال للصناديق السيادية الموجودة بها، على خلاف الدولة الأخرى مثل سنغافورة، بحيث أنها

كانت تمتلك حجم رأس مال قليل على عكس دولة الامارات، واتضح بأنه بعض الصناديق في دولة الامارات العربية المتحدة والكويت كانت متساوية من ناحية حجم رأس المال الذي يملكه كل صندوق في كلا الدولتين، والصندوق السيادي في كازاخستان كان يمتلك رأس مال منخفض في حال مقارنته بالصناديق الثانية بمعظم الدول.

## الشكل (٢)

### صناديق الثروة السيادية ما بعد ٢٠٠٠



المصدر: اعداد الباحث

ويوضح الرسم البياني السابق مستوى الاختلاف ما بين الدول التي تمتلك

صناديق سيادية من خلال مستوى الموجودات التي يملكها كل صندوق ما بعد العام

٢٠٠٠، ويتضح بأنه يوجد ارتفاع في مستوى الموجودات لدى الصناديق السيادية



الموجودة في دولة الامارات العربية سواء في أبو ظبي أو دبي.

بحيث يتضح لنا بأنه هنالك تقارب ما بين صناديق الثروة السيادية في معظم الدول مقارنة بحجم رأس المال الذي يملكه كل صندوق، وتعود للعديد من الأسباب التي من ضمنها الازمة المالية التي أثرت على معظم دول العالم، بالإضافة للربيع العربي الذي اجتاح الدول العربية سواء بشكل سياسي أو اقتصادي، فإن الصناديق السيادية في معظم الدول العربية كانت تمتلك اختلاف ما بين أحجام رأس مالها نتيجة للوضع الاقتصادي الذي تتمتع به الدولة.

### أسباب نشوء صناديق الثروة السيادية:

من أجل اعداد وإنشاء صناديق الثروة السيادية يوجد العديد من الأسباب وقد

وردت في دراسة كل من (Guido, 2014) (Joshun, 2008) كما يلي:

ارتفاع مستوى المورد الطبيعي، ولا بد البحث عن أصول ثانية، ويتم ادخال دخل  
يحل محل المورد الطبيعي والذي يكون قابل للارتفاع، والعمل على استخدام الإيرادات  
من قبل الأجيال الموجودة لتحقيق العدالة للأجيال ككل.

- إمكانية تنويع الطاقة الاستيعابية لاقتصاد الدولة، وهو ما يعتمد على حجم الاحتياطي  
وحجم الإنتاج، مما يترتب عليه من حجم العائدات الخاصة بالأفراد وإجراء مقارنة  
- توضح تلك العائدات وعوامل متعلقة في الحاجات الحالية، وهي ما تكون متوفرة في  
اقتصاد هذه الدولة.

- وجود العديد من الآثار السلبية بسبب التدفقات المالية والتي تنتج عن الثروة الطبيعية،  
وهو ما يعرف بالمرض الهندي ويتم الاطلاق هذا المصطلح على مستوى الآثار غير  
المرغوب بها في القطاعات الإنتاجية وخصوصاً الصناعية، وذلك نتيجة اكتشافات

- المورد الطبيعي، وقد سمي بهذا الاسم بسبب حالة الكسل والتراخي في الوظيفة التي أصابت الشعب الهندي، وذلك بعد اكتشاف النفط والغاز في الشمال وهي ما توجه إلى الترف أو الراحة.

- اعداد صناديق ثروة سيادية يخفض من آثار تعرض احتياطي الصرف الأجنبي إلى مخاطر خاصة بمعدلات الفائدة والتي يفترض بأنها تقوم على تنوع مجالات توظيف هذه الاحتياطيات من أجل تقليل المخاطر المتنوعة على الموجودات المالية.

### أنواع صناديق الثروة السيادية:

من خلال الاطلاع على المصادر والتقارير الخاصة في صناديق الثروة السيادية، فإنه يوجد خمسة أنواع لتلك الصناديق وهي:

- صناديق الاستقرار: الهدف الرئيسي منها حماية الموازنة العامة للدولة والاقتصاد ككل، ومن ثم تحقيق استقرار سعر صرف عملتها مقابل تقلبات ميزان المدفوعات التي تنشأ

- عن تقلبات أسعار السلع وخصوصاً النفط. (Jurgen, 2009).
- صناديق احتياطي (مدخرات) الأجيال القادمة: هدفت هذه الصناديق لتحويل الموجودات غير المتجددة لحافطة موجودات أكثر تنوع (محي، ٢٠١٢).
- شركات استثمار الاحتياطات: هذه الصناديق لا تزال أصولها تدرج غالباً ضمن فئة الموجودات الاحتياطية التي يكون محتفظ بها للمصرف المركزي، ويتم تميز رغبتها المتزايدة لتحمل العديد من المخاطر في سبيل تحقيق عوائد عالية، ومن ثم الحد من التكاليف الخاصة بالفرصة البديلة من أجل حياة الاحتياطات الدولية بشكل كامل (Hamid, 2014).
- صناديق التنمية:تساعد هذه الصناديق غالباً على تمويل المشاريع ذات الطرفين الاجتماعي والاقتصادي،وهي ما يمكن أن تعزز نمو الناتج المحتمل في الاقتصاد الخاص. (Adam & Ashby, 2011).

- صناديق احتياطات طوارئ التقاعد: تغطي هذه الصناديق التزامات التقاعد  
الطارئة غير المحددة في الموازنة العامة للدولة، والتي تكون من مصادر على خلاف  
اشتراكات

-الافراد في معاشات التقاعد. (Gaudat, 2011).

ومن الممكن التمييز ما بين الصناديق السيادية على حسب مصادر موجوداتها وهي: صناديق سيادية من موارد سلعية تحدث من تصدير سلع تمتلكها الدولة وتكون ذات سيادة، ويتم فرض الضرائب عليها، وفي أساسها الموجودات التي تنتج من السلع النفطية، وصناديق سيادية تتكون من موارد غير سلعية تحدث نتيجة انتقال الموجودات من ناحية التبادل الرسمي للاحتياجات الخارجية.

### أهداف صناديق الثروة السيادية:

تختلف أهداف صناديق الثروة السيادية في مستوى اختلاف أنواع ومبررات تطوير واعداد الصناديق، وفيما يلي توضيح لأهداف صناديق الثروة السيادية وهي (علي،:2009) (Nuno, 2009) (٢٠١٧)

حماية الاقتصاد الوطني والميزانية العامة للدولة من خلال خطر الازمات الخارجية،

وهي ما تأتي بسبب التقلبات التي تنتج من مردود الصادرات.

-مبدأ العدالة، ويتحقق من ناحية توزيع الثروة ما بين الأجيال من خلال تعظيم الادخار الذي

يكون للأجيال القادمة.

-تنوع دخول الدولة والعمل على تقليل الاعتماد على الصادرات السلعية الغير متجددة.

-العمل على ارتفاع عوائد الاحتياطات إلى الصرف الأجنبي.

-مساعدة السلطة النقدية على سحب السيولة غير المرغوب بها.

-توفير أداة إلى التمويل الخاصة ببرامج التنمية الاقتصادية.

-العمل على تحقيق نمو مستدام على المدى طويل الاجل في الدول المالكة للصندوق.

-العمل على تحقيق أهداف سياسية واقتصادية واستراتيجية.

## مزايا استثمارات صناديق الثروة السيادية:

يتم الاستعادة من صناديق الثروة السيادية لكل الدول المالكة وخصوصاً دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية، والدول المضيفة لها وخصوصاً في الولايات المتحدة الأمريكية ودول الاتحاد الأوروبي (الموسوي والمنصوري، ٢٠١٧). ومن الممكن تحديد استعادة الدول المالكة لصناديق الثروة السيادية من خلال نشوء أصول تقدم عائد مريح طويل الاجل من أجل المساهمة في التنمية الاقتصادية، والعمل على دعم الدور الذي تقوم به هذه الدول في الاقتصاد العالمي وارتفاع مستوى نفوذها في الأسواق العالمية، وهو ما يجعلها شريكة في تعزيز الوضع المالي للدولة المضيفة لهذه الاستثمارات (مبروك، ٢٠١٧).

كما تتميز صناديق الثروة السيادية على أنها تعمل على دعم برامج تنويع اقتصادها لتقليل الاعتماد على النفط، والعمل على المساعدة في مواجهة أي عجز



مستقبلي في الميزانية العامة، والعمل على ضمان الحفاظ على عائدات متوسطة وطويلة الاجل، والعمل على تقادي في أسعار العملات الأجنبية، وتقلبات أسعار النفط والسلع، بالإضافة للمساعدة على القيام بعملية الادخار وتناقل الموجودات والموارد غير المتجددة خلال عدة أجيال. (Javier, 2013).

### عيوب استثمارات صناديق الثروة السيادية:

تختلف نظرة الغرب عن العرب اتجاه صناديق الثروة السيادية، فيتم النظر للصناديق السيادية من قبل الغرب على أنها أدوات تستخدمها الدول المالكة من أجل تنفيذ سياساتها الاقتصادية والاستراتيجية، وتختلف طبيعة هذه السياسات على حسب حجم الصناديق وثقل دولتها، فتعتبر الصين دولة صناعية لها قاعدة عسكرية ضخمة، بحيث تتسابق مع الآخرين في تصنيع وتصدير الأسلحة، وتعتبر قوة نووية وعضو مستمر في مجلس الامن التابع للأمم المتحدة، وتنطبق هذه المواصفات على روسيا،

وتبلغ الصادرات السلعية للصين (٩٦٩) مليار دولار، بنحو ٨% من الصادرات

العالمية، وتكون بذلك احتلت المرتبة العالمية الثالثة (Solod, 2011).

ولكن دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية خاصة، والدول العربية عامة لا

ينطبق عليها هذا التحليل، والسبب في ذلك بأنها ليست صناعية وإنما ريعية، وتعمل

على استيراد ما تحتاجه من المنتجات الزراعية والمواد الصناعية وخاصة الأسلحة،

ومكانتها الدولية لا تعتمد على قوتها العسكرية أو تأثيرها في المنظمات الدولية، ولا

تحصل الأهمية التجارية لدول مجلس التعاون من حجم صادراتها بمستوى ما تحصل

عليه من خلال طبيعة المادة التي تصدرها وهي النفط (الموسوي والمنصوري، ٢٠١٧).

وتتضمن صناديق الثروة السيادية عيوب واضحة تنعكس بشكل سلبي على

الدول المالكة لها، حيث أن انخفاض قيمة الدولار الأمريكي يدل على تحدي لصناديق

الثروة السيادية، بحيث أن انخفاض قيمة الدولار الأمريكي لأكثر من ثلث قيمته في

مواجهة العملات الأساسية الثانية في الفترة الواقعة ما بين (٢٠٠٨-٢٠٠١) أدى لخسائر مالية كبيرة لعدد مرتفع من صناديق الثروة السيادية التي تحتفظ باحتياطات نقدية كبيرة في صورة أصول مقيمة بالدولار، بالإضافة إلى أنه حل بالعالم أزمة مالية قد ظهرت بوادرها في بداية أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، ومن ثم أزمة الائتمان التي امتدت تداعياتها للعديد من دول العالم بما في ذلك الدول النفطية، ومن ثم يليها انكماش أسعار النفط بشكل ملاحظ (مبروك، ٢٠١٧).

#### **دور صناديق الثروة السيادية في النظام المالي العالمي لتمويل اقتصاد الدول النفطية:**

يوجد اختلاف في وجهات نظر الدول من ناحية صناديق الثروة السيادية في النظام المالي العالمي والمتعلقة بتمويل اقتصاد الدول النفطية، والجدول التالي يوضح ذلك

(Adam & Ashby, 2011):

الجدول (٣)

منافع ومخاوف البلدان من صناديق الثروة السيادية

منافع البلدان المالكة	منافع البلدان المستقبلية
<ul style="list-style-type: none"><li>- الحصول على أرباح.</li><li>- تنويع المداخل وتعظيم الأرباح والمرونة.</li><li>- تعظيم الثروة الوطنية على المستوى الطويل.</li><li>- ارتفاع نفوذ وقوة الدولة في النظام المثالي العالمي.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>- الترحيب بالاستثمارات الأجنبية المسؤولة.</li><li>- حماية القطاعات الاستراتيجية من استثمارات الصناديق.</li><li>- ضمان المعاملة بالمثل في المبادلات الاستثمارية.</li><li>- الحصول على مصادر تمويل جديدة لمؤسساتها الاقتصادية.</li><li>- الحصول على استثمارات أجنبية طويلة المدى والمستدامة.</li><li>- الحصول على فرص استثمارية جديدة ومتنوعة لمؤسساتها في البلدان المالكة للصناديق.</li></ul>
مخاوف البلدان المالكة	مخاوف البلدان المستقبلية

<ul style="list-style-type: none"> <li>- العديد من الدول المالكة للصناديق تعد دول غير صديقة.</li> <li>- ظهور نزعة حماية في الدول المستقبلية والتي قد تضر مصالح الدول المالكة للصناديق.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- ظهور العديد من القواعد والتنظيمات التي تدعو للشفافية.</li> <li>- ظهور نزعة حماية في الدول المستقبلية والتي قد تضر مصالح الدول المالكة للصناديق.</li> <li>- عدم شفافية صناديق الثروة السيادية.</li> <li>- التخوف من فقدان النفوذ الاقتصادي والسياسي.</li> </ul>
---	---

المصدر: الموسوي والمنصوري (٢٠١٧).

يوضح الجدول السابق المنافع والمخاوف من صناديق الثروة السيادية في معظم الدول، بحيث يوجد لتلك الصناديق تأثير كبير على وضع الدولة الاقتصادي، فإنها تساعد الدول المالكة لتلك الصناديق على تحقيق أرباح عالية، وارتفاع مستوى نفوذ وقوة الدولة وسيطرتها في النظام العالمي، بينما بالنسبة للدولة المستقبلية لتلك الصناديق، فإنها

تساعدها في تحقيق استثمارات أجنبية كبيرة، مع ضمان المعاملة بالمثل في كافة

المبادلات الاستثمارية.

أما فيما يخص المخاوف التي تملكها الدول المالكة، فمن الممكن ظهور عدة قواعد وتنظيمات تنادي بالشفافية، بالإضافة لظهور نزعة واضحة المعالم في الدول المستقبلية وهي ما تعكس أثار سلبية على الدول المالكة للصناديق السيادية، بينما الدول المستقبلية لتلك الصناديق، فيوجد لدى تلك الدول شعور بعدم وجود علاقات صديقة مع الدول المالكة للصناديق الثروة السيادية، بالإضافة للاستغلال السياسي جراء صناديق الثروة السيادية.

واقع صناديق الثروة السيادية في معظم دول العالم ودولة الامارات العربية المتحدة

خاصة:

توجد في دول الخليج في منتصف التحول الكبير الذي تشهده الأسواق المالية العالمية، وليس فقط في فعل الصعود الكبير لصناديق الثروة السيادية، ولكن فيما تتمتع به من إمكانيات وقواعد اقتصادية، وقدرتها في أن تلعب دور مهم في النظام العالمي الجديد والإدارة الاقتصادية الجديدة فيما بعد الازمة المالية، ويجب الاخذ بعين الاعتبار بأن مشاركة المملكة العربية السعودية في اجتماع مجموعة العشرين والذي قد انعقد في

لندن دليل قوي جداً على أهمية الدور الذي من الممكن أن تقوم به دول الخليج من خلال صياغة النظام الاقتصادي العالمي ما بعد الازمة العالمية، وقد أدى النمو السريع لتحول كل صندوق من صناديق الثروة السيادية الخليجية لمستثمر محافظ ومتطور قد وزع مجازفته على عدة فئات من الموجودات والصناعات والمناطق الجغرافية، فالعديد من هذه الصناديق يقدم مساهمة فعالة في تنويع وتطوير اقتصادات

حكوماتها الوطنية على شكل استثمارات استراتيجية، وكلها تواجه تحديات حول كيفية الوضع مثل قوى فعالة جديدة ومهمة في الأسواق المالية العالمية، بالإضافة لكيفية التصرف في الفضاء السياسي المحيط بها (الموسوي والمنصوري، ٢٠١٧).

وهناك صناديق ثروة سيادية مهمة لإمارة أبو ظبي مثل جهاز أبو ظبي للاستثمار، وشركة مبادلة للتنمية، وشركة الاستثمارات البترولية الدولية، إضافة لمجلس أبو ظبي للاستثمار، وقد تم تأسيس هذه الصناديق لإدارة عائدات الامارة من النفط والغاز، والعمل على تعزيز موقعها في أسواق النفط الإقليمية والعالمية، والعمل على الاسهام في تنويع اقتصاد أبو ظبي بعيد عن المخاطر التي تمثلها أسواق النفط المتقلبة وذلك حسب ما يلي (علي، ٢٠١٧):

- تم تأسيس صندوق جهاز أبو ظبي للاستثمار في عام ١٩٧٦، وقد تمثلت مهمته في ضمان ازدهار أبو ظبي والحفاظ عليه، وذلك من خلال إدارة الموجودات المالية



- للإمارة في حكمه، وقد أصبح الجهاز عبر السنوات أكبر صندوق ثروة سيادية في العالم، رغمًا من أنه حافظ على وضعية علنية خفيفة، وعلى اختلاف الهيئة العامة للاستثمار في الكويت فقد عمل جهاز أبو ظبي للاستثمار على أن يكون أكثر وضوح في سياساته.

- صندوق مبادلة للتنمية وهو يعتبر أصغر حجماً من جهاز أبو ظبي للاستثمار، وتلعب الشركة دور فعال في تنويع اقتصاد أبو ظبي، وقد تأسست بعام ٢٠٠٢ وتطورات خلال سنوات قليلة شبكة مؤثرة من الشركات العالمية والمحلية في قطاعات الطاقة والطيران والعقارات والرعاية الصحية والتكنولوجيا والبنية التحتية والخدمات وقطاعات ثانية، وتلتزم شركة مبادلة في تطوير وإدارة مجموعة كبيرة وشاملة من المبادرات التجارية والمشاريع الاقتصادية بشكل مستقل أو بالاشتراك مع مؤسسات

عالمية معروفة، وتتمثل الاستراتيجية التجارية لمبادلة في الاعتماد على الاستثمارات  
الرأسمالية المكثفة الطويلة الاجل لتحقيق عوائد مالية متميزة.

- صندوق الاستثمارات البترولية الدولية سنة (٢٠٠٢)، بحيث يركز في استثماراته على المشروعات المتعلقة بالصناعة النفطية، ويسعى بشكل كبير لتعزيز استثماراته الخارجية في عدة دول من العالم، وبذلك تتحقق الأهداف الأساسية منذ لحظة انشائها، وأفضل برهان على ذلك محفظتها الاستثمارية المتنوعة والتي تشمل شركات في العديد من الشركات العالمية، ويشمل كل منها على استثماراتها بمجموعة (أو أم في OMV)،
- والتي هي أكبر شركة في النمسا وواحدة من أبرز المجموعات العاملة في مجال النفط والغاز الطبيعي، بالإضافة لعدد من الاستثمارات في مصافي تكرير النفط وشركات البتروكيماويات، وقد أعلنت الشركة بأنها سوف تصبح أكثر نشاط في آسيا

الوسطى، وفي تموز من العام ٢٠٠٨ اتفقت الشركة مع حكومة كازاخستان على اطلاق صندوق بقيمة مليار دولار للاستثمار في قطاع الطاقة وقطاعات أخرى، وتسعى الشركة على تقييم فرص الاستثمار في كل من أوزبكستان وتركمانستان.

- صندوق مجلس أبو ظبي للاستثمار والذي تأسس في عام ٢٠٠٦، ويهدف المجلس لاستثمار الأموال التي تخصصها الحكومة إلى الاستثمار في داخل امارة أبو ظبي وخارجها وتنويع الاستثمارات بما يحقق التوازن الكامل بينها والعمل على توفير الضمانات المناسبة والكافية للأموال المستثمرة والتنسيق مع المشروعات الاستثمارية التي تقوم بها الجهات الحكومية في الامارة.

- صندوق مؤسسة دبي للاستثمارات الحكومية والتي تأسست في عام ٢٠٠٦، وذلك بعد نقل محفظة الاستثمارات التابعة لحكومة دبي من عهدة قسم الاستثمار التابع لدائرة المالية، وتشرف المؤسسة بشكل مباشر على عمليات الإدارة الاستثمارية والمالية

- والصناعية والتي تقوم بها حكومة دبي، وتشمل محفظة المؤسسة كافة الشركات والمؤسسات المملوكة بشكل جزئي أو كلي لحكومة دبي، وما فيها شركة طيران الامارات، ودناتا، ودبي للألمنيوم، وبنك الامارات دبي الوطني، وشركة بترول الامارات الوطنية، وبنك دبي الإسلامي، وشركة اعمار العقارية، ومركز دبي التجاري العالمي والعديد من الاستثمارات.

- صندوق استثمار العالمية Istithmar World وهي الجناح الاستثماري لدبي العالمية Dubai World، وقد تأسست في عام ٢٠٠٣ برأس مال مقداره ١٢ مليار دولار، وتركزت في الأسواق المالية العالمية خلال شراء ما قيمته أكثر من ٣ مليارات دولار من الأسهم، خاصة محفظة في أكثر من ٥٠ شركة لها موجوداتها في قطاعات الخدمات المالية والاستهلاكية والصناعية والعقارية، ومن أبرز استثماراتها حصة ٧.٢% في بنك ستاندرد تشارترد، وقد اشترتها في عام ٢٠٠٦ بقيمة مليار دولار، وحصة بنسبة

٣% في شركة جي إل جي GLG ومقرها في لندن، وتعتبر أكبر شركة لإدارة الأصول البديلة في أوروبا، وتبلغ أصولها ٢٠ مليار دولار، واستثمار بحوالي ١٧٠ مليون دولار في شركة Pension Insurance Corporation Holdings ومقرها في بريطانيا، وتعتبر شركة رائدة في توفير تأمين المعاشات التقاعدية لصناديق تعويضات التقاعد في بريطانيا وشركات توفير المرتبات السنوية.

- صندوق دبي انتر ناشونال كابيتال Dubai International Capital تأسس في عام ٢٠٠٤ برأس مال قدره ١٣ مليار دولار، وتمتلك تفويض من أجل بناء محفظة دولية من الموجودات التجارية المتنوعة والواسعة من الصناعات في أمريكا الشمالية وأوروبا وآسيا والمحيط الهادي والشرق الأوسط وشمال أفريقيا، ويعكس الصندوق العالمي للأسهم الاستراتيجية طموحات الشركة العالمية وأهدافها في الحصول على ممتلكات استراتيجية في مؤشر فورتشن العالمي لأكثر من ٥٠٠ شركة، وله استثمارات مهمة

وضرورية في شركات مثل Sony اليابانية و HSBC Holdings البريطاني، و EADS  
(European Aeronautic Defense and Space Company) الهولندية و ICICI  
(Indian Credit and Investment Corporation of India) الهندية، وفي خلال  
العامين الماضيين يخطط الصندوق لإدارة موجودات تبلغ ١٠ مليارات دولار.

وخلال فترة قصيرة فقد تطورات صناديق الثروة السيادية في دبي، أو تلك التي  
من المفترض أنها صناديق سيادية، من أجل أن تصبح مؤسسات استثمارية محترفة في  
حقل محافظة الأوراق المالية، ولكن يوجد صعوبة في تحديد دور تنسيقي استراتيجي  
واضح قد تلعبه هذه الصناديق في تطور اقتصاد دبي، أو الاتجاهات الاستراتيجية التي  
تنتهجها استثماراتها بشكل عام.

ولقد أدى الجدل فيما يخص الصناديق السيادية إلى وضوح العديد من المواقف

والتي من أبرزها:

- الموقف الفرنسي: عملت الجمعية الوطنية الفرنسية على دراسة الصناديق السيادية بشكل

واضح، وتم اصدار ما يخص تلك الصناديق في العام ٢٠٠٨ وقد تضمن ما يلي:

- دعوة الدول الأعضاء في اللجنة الأوروبية على تقديم مساهمات مشتركة في

أعمال التفكير الجارية في إطار صندوق النقد الدولي، من خلال اعداد قواعد

بالممارسات السليمة للصندوق.

يعتبر شيء إيجابي تخصيص الدول المالكة للصناديق جزء مهم من عوائدها ومواردها

للتنمية المحلية مع ضرورة إبقاء تلك الاستثمارات مفتوحة على الشركاء الدوليين.

يعتبر جزء ضروري من خلال افتراض استثمار هذه الصناديق في دول الاتحاد الأوروبي من أن تتحمل دول الاتحاد مسؤولية في تحديد وتعريف أساليب مواجهة الاستثمارات التي تلمس المؤسسات أو القطاعات الاستراتيجية، من أجل استكمال التشريعات الوطنية التي لا تتسجم مع القواعد الأوروبية للمنافسة (قدي، ٢٠١٦).

-الموقف السويسري: أصدر المجلس الفيدرالي السويسري في عام ٢٠٠٨ قرار في المراقبة بشكل دقيق لنمو الصناديق السيادية، وتبين بأنه ليس شيء مستعجل، وتم وضع تدابير تشريعية خاصة بها، بما تؤدي المصالح الفيدرالية في المساهمة بالمناقشات الجارية على المستوى الدولي والخاصة في وضع معايير الشفافية والممارسات التجارية لتلك الصناديق. (Ban, 2008).



- الموقف الأسترالي: تمتلك استراليا موقف حماية من ناحية صناديق الثروة السيادية في العام ٢٠٠٨، بحيث أصدر وزير الخزينة الأسترالي (Wayne Swan) وثيقة بعنوان المبادئ التوجيهية، وذلك من أجل إعادة النظر في الاستثمار الأجنبي داخل استراليا،

ويعتبر هذا أول اجراء من جانب الحكومة الاسترالية يخص استثمارات الصناديق السيادية داخل استراليا، وقد نصت الوثيقة على مجموعة من التعليمات الخاصة باستثمارات الصناديق السيادية في استراليا، وتعتبر استراليا من الدول التي تشجع قانون يختص في صناديق الثروة السيادية العريضة وهي التحقق فيما إذا كانت نشاطات المستثمر هي مستقلة عن أهداف حكومة، والتحقق من أن المستثمر يخضع ويلتزم بالقانون أو معايير مشتركة للسلوك المهني، والتأثير على المنافسة، والتأثير على الإيرادات الحكومية، والتأثير

على الامن القومي، إضافة للتأثير على العمليات والاتجاهات من قبل قطاع الاعمال  
الأسترالي (حسن، ٢٠١٢).

### **المبحث الثالث: محددات كفاءة الأداء المالي على صناديق الثروة السيادية:**

من خلال الاطلاع على الدراسات السابقة يتضح لنا بأنه يوجد قلة في الدراسات  
التي ربطت ما بين محددات كفاءة الأداء المالي وصناديق الثروة السيادية، بحيث أنه  
محددات كفاءة الأداء المالي عناصر ذات أهمية وتأثير على صناديق الثروة السيادية  
من ناحية زيادة قيمة وأهمية الصندوق في ظل المنافسة الموجودة ما بين الصناديق في  
السنوات الأخيرة.

## أولاً: الدين العام للإيرادات والأداء المالي لصناديق الثروة السيادية

لقد كان الأساس في وجود صناديق الثروة السيادية تعظيم وزيادة إيرادات الدولة الموجودة بها تلك الصناديق، بحيث أنها تساعد في وجود انسجام ما بين الدين العام الذي تتحمله الدولة والإيرادات التي تحصل عليها بشكل سنوي، مع حجم الصندوق السيادي الذي تملكه.

فإن صناديق الثروة السيادية تعتبر سلاح قوي للدولة في مواجهة الديون العامة التي تتحملها بشكل كبير. والدين العام له تأثير مباشر وواضح على الوضع الاقتصادي السائد في البلاد، فيتم ربط معظم الديون التي تتحملها الدولة أو الصندوق السيادي مع الإيرادات المتوقعة الحصول عليها بشكل سنوي من مصادر مختلفة (Dewenter, 2017).

## ثانياً: احتياطي الدين العام الأجنبي والأداء المالي لصناديق الثروة السيادية

من أجل استمرارية اقتصاد دولة معينة، أو استقرار اقتصادها من حالات

الانهيار أو التعرض للاقتراض من الدول الثانية، لا بد من وجود احتياطي دين عام أجنبي، بحيث يوجد في كل دولة نسبة استثمارات أجنبية هائلة، بالإضافة للقروض التي يتم أخذها للدولة بشكل سنوي من أجل انتعاش وتطوير الوضع الاقتصادي القائم. فإن صناديق الثروة السيادية من خلال استثمارها تساعد بشكل كبير في تطوير واستمرارية الدولة في التقدم وتفادي أي ديون ممكن أن تتحملها اتجاه الجهات الخارجية، ولا بد أن تتمتع الصناديق السيادية في القدرة على وضع مخزون من أجل مواجهة الدين العام الأجنبي وهو ما يكون خارج الدولة، وتفادي أي مخاطر من المتوقع أن تتعرض لها. (Alozie, 2018).

### ثالثاً: إيرادات الديون الخارجية والأداء المالي لصناديق الثروة السيادية

تتشكل إيرادات الديون الخارجية من خلال استثمارات تعقد ما بين الدولة وأطراف خارجية أو دول ثانية خلال مدة معينة من الزمن، وقد ساعدت صناديق الثروة السيادية والإيرادات التي تحصلها من قدرتها على سداد كافة تلك الديون خلال الموعد المحدد.

بحيث أن الهدف من الصناديق السيادية تقوية الاقتصاد الموجود في الدولة، ومساعدة الدولة في سداد الديون التي تتحملها من خلال التعاون مع الدول المجاورة أو الدول العالمية، ففي حال كان هنالك قدرة على انسجام الإيرادات مع الديون الخارجية التي تتحملها الدولة، فإنه سوف يؤدي ذلك إلى تحسين في الأداء المالي لصناديق الثروة السيادية. (Ngoc, 2012).

#### رابعاً: خدمة الديون للإيرادات والأداء المالي لصناديق الثروة السيادية

يجب أن تساعد الديون التي يتم استقراضها للدولة على حصول إيرادات، فإنه عندما تعمل الدولة على أخذ مبلغ معين من أجل إنعاش وضعها الاقتصادي، سيؤدي ذلك لتطوير وتحسين قدرتها في تحصيل إيرادات تتناسب مع مستوى الدين الذي تتحمله الدولة.

فإن صناديق الثروة السيادية لتلك الدولة تساعد بشكل كبير في تحصيل إيرادات تسد من تلك الديون بشكل مناسب، ويجب التنويه بأنه السبب الرئيسي للديون هو تحسين الوضع الاقتصادي من أجل الحصول على مستوى من الإيرادات يساعد في سد وتغطية تلك الديون وتحسين مستوى الأداء المالي لتلك الصناديق بشكل يجعلها منافسة لصناديق أخرى في نفس الدولة أو الدول الأخرى التي تمتلك صناديق سيادية (Alozie, 2018).

خامساً: اجمالي الدين العام للنتاج المحلي الإجمالي والأداء المالي لصناديق

الثروة السيادية.

يعتبر عنصر أو متغير الناتج المحلي الإجمالي مصدر مهم في الحكم على المستوى الاقتصادي للدولة، بحيث أنه متعلق بالديون العامة للدولة، لذلك فإن اجمالي الديون العام له علاقة مباشرة بالناتج المحلي الإجمالي، ففي حال وجود مستوى من الديون العامة فإنه يكون هنالك مستوى مختلف لنسبة الناتج المحلي الإجمالي.

وبالتالي فإن صناديق الثروة السيادية تساعد في ذلك، وفي حال تم السيطرة على نسبة الناتج المحلي الإجمالي، فإنه سيعكس تحسن في مستوى الأداء المالي المتعلق في صناديق الثروة السيادية لتلك الدولة، بحيث يعتبر الناتج المحلي الإجمالي من المصادر المهمة في استمرارية وتحسن الاقتصاد الدولي. (Alozie, 2018)

سادساً: حجم الصناديق السيادية والأداء المالي لصناديق الثروة السيادية

يعتبر حجم الصناديق السيادية من العوامل الرئيسية المؤثرة على الأداء المالي المتعلق بها، بحيث أن حجم الصناديق السيادية يؤثر بشكل مباشر على استمرارية عمل تلك الصناديق أو تقدم مستوى أدائها مقارنة مع الصناديق السيادية الأخرى، لذلك فإن حجم الصناديق والذي يتم قياسه في الغالب بمجموع الموجودات يعتبر مصدر وعامل مهم في تقييم أداء الصناديق المالي

(Bortolotti et al., 2017).

فإن الموجودات المملوكة في كل صندوق هي ما تحدد مستوى الديون التي يتحملها ومستوى الإيرادات التي يمكن تحقيقها بشكل سنوي، مع توضيح لقدرة الصندوق على الوفاء بكافة الديون والالتزامات الخاصة به.

**سابعاً: معدل النمو الاقتصادي والأداء المالي لصناديق الثروة السيادية**

نجاح استراتيجية التنويع الاقتصادي يحسن من معدل النمو الاقتصادي من التقلبات التي تشهدها أسواق النفط العالمية، حيث أصبح الاقتصاد الإماراتي أقل انكشافاً



أمام التداعيات السلبية الناجمة عن أي انخفاضات في أسعار النفط، وعلى الرغم من ورود توقعات بأن تهدأ وتيرة النمو الاقتصادي في الدول الخليجية نتيجة الانخفاضات في أسعار النفط، إلا أنه يلعب القطاع غير النفطي في الإمارات دوراً آخر لأي تراجع محتمل في أسعار النفط، إضافة للبنية التحتية المتطورة، وهي ما تسهل أداء الأعمال، في أن تصبح دولة الإمارات العربية المتحدة مقصداً للشركات العالمية الراغبة في توسيع تواجدتها في المنطقة. (Goergen *et al.*, 2015).

### ثانياً: الدراسات السابقة

تضمن هذا الجزء عرض للدراسات السابقة الخاصة بالموضوع والتي تشمل على الدراسات العربية والاجنبية التي تحدثت عن موضوع الدراسة، ومن ثم عمل ملخص لتلك الدراسات حسب ما هو موضوع في الجدول، ويليها تفسير ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة

## الدراسات باللغة العربية

دراسة عبدالله (٢٠١٨)، بعنوان: "صناديق الثروة السيادية وأثرها على اقتصادات الدول

العربية - دراسة تحليلية للفترة ٢٠١٥-٢٠٠٢"

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة مدى تأثير صناديق الثروة السيادية على

اقتصادات الدول العربية. وجود ظاهرة من عدم الاستقرار المالي والاقتصادي من أهم

المشكلات التي أصبحت ضرورية للاقتصاد العالمي خلال مراحل تطوره،

إضافة للزمات المالية والاقتصادية وهي ما أثرت بشكل كبير ومباشر على الاقتصاد

العالمي، مما جعل العديد من الدول تفكر في آليات حديثة تساعد في معالجة هذه

الازمات، لذلك تعتبر صناديق الثروة السيادية ظاهرة اقتصادية ومالية يتم الاستعانة بها

لمواجهة التقلبات الاقتصادية المستمرة وعدم استقرار البيئة الخارجية، تكونت عينة

الدراسة من الصناديق السيادية في الامارات العربية المتحدة والصناديق السيادية في الجزائر خلال الفترة الواقعة ما بين (٢٠١٥-٢٠٠٢)، وتم استخدام العديد من الأساليب الإحصائية مثل الإحصاء الوصفي والتكرارات المئوية والرسم البياني.

أظهرت النتائج الخاصة بالدراسة بأنه صناديق الثروة السيادية تعد من القضايا الاقتصادية الحديثة والتي شهدت اهتمام كبير وتحديداً في الفترة الأخيرة انطلاقاً من الدور والاهمية التي تتصف بها الدول المالكة أو الدول المستقبلية لكافة نشاطاتها، كما تبين بأنه من أهم أهداف الصناديق السيادية هو تحويل الثروة الطبيعية النابضة لثروة مالية مستمرة والحفاظ على الثروة للأجيال القادمة. أوصت الدراسة على ضرورة العمل في زيادة الاستثمارات المحلية للصناديق السيادية ومحاولة اشراف الأسواق الداخلية على مستوى الدول العربية، من أجل تفعيل الاستثمار الأجنبي لما له من دور كبير في تحسين ونمو الاقتصاد والاستفادة من تلك الأموال المستثمرة في الداخل.

دراسة حسين وخلف (٢٠١٧)، بعنوان: "صناديق الثروة السيادية وأثرها على اقتصاديات الدول: تجارب دول مختارة مع إشارة خاصة للعراق.

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة مدى تأثير صناديق الثروة السيادية على اقتصاديات الدول وخصوصاً الريفية. تظهر مشكلة الدراسة في كيفية استخدام صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول الريفية، ويعتبر الاقتصاد العراقي واحد منها في ظل اعتماد تلك الصناديق على مصدر التمويل الرئيسي لها، ألا وهو إيرادات النفط في ظل تقلبات أسعاره وعدم اليقين الذي يسود أسواقها حالياً وعلى المدى البعيد. تكونت عينة الدراسة من الدول العربية التي تتضمن الصناديق السيادية خلال الفترة الواقعة ما بين (٢٠١٧-٢٠١٠)، وتم استخدام العديد من الأساليب الإحصائية مثل النسب المئوية.

أظهرت النتائج الخاصة بالدراسة بأنه صناديق الثروة السيادية لها أهمية كبيرة في الاقتصاد العالمي، وذلك بسبب الدور الذي تلعبه في حماية الاقتصاديات المالكة لها من تقلبات أسعار النفط العالمية ومعالجة كافة الاختلالات المالية، وتدفعات رؤوس الأموال التي تولدها الاستثمارات الدولية. أوصت الدراسة على أنه انشاء صناديق الثروة السيادية في العراق هو الحل الأمثل لتنويع مصادر الدخل للاقتصاد العراقي وهو ما يحقق الاستقرار المالي والاقتصادي وليس الاحتياطات المخزونة لدى البنك المركزي المتولدة من إيرادات النفط.

دراسة السبتي وكزيز (٢٠١٧)، بعنوان: "دور صناديق الثروة السيادية في دعم السياسة المالية وتحقيق الاستقرار الاقتصادي".

هدفت هذه الدراسة لمعرفة دور صناديق الثروة السيادية في دعم السياسة المالية وتحقيق الاستقرار الاقتصادي في الامارات العربية المتحدة. تتضح مشكلة الدراسة من

خلالها تركيزها على صناديق الثروة السيادية من خلال اتباع ومعرفة السياسات المالية الخاصة بتلك الشركات، كما ركزت مشكلة الدراسة على الاستقرار الاقتصادي المتبع في دولة الامارات. تكونت عينة الدراسة من الصناديق الموجودة في الامارات خلال الفترة الواقعة ما بين (٢٠١٦-٢٠١٣)، وتم استخدام الجانب النظري من الناحية التحليلية للدراسة.

أظهرت النتائج الخاصة بالدراسة بأنه يعتبر صندوق مبادلة على أنه مستثمر نشط في قطاعات ومناطق جغرافية تمتلك إمكانات متميزة من أجل تحقيق عائدات مناسبة، ويعمل بالشراكة مع مجموعة من المؤسسات والشركات العالمية الرائدة لإدارة مشاريع مشتركة وانشاء قطاعات أعمال متكاملة بشكل عالمي، كما تبين بأنه تعمل صناديق الثروة السيادية على تعزيز مكانة إمارة أبو ظبي في القطاعات والأسواق

والصناعات التي تتمتع فيها الامارة بميزة تنافسية قوية، وتستثمر البنية التحتية التي تدعم جهود التنمية الصناعية والاجتماعية في الامارة. أوصت الدراسة على الارتقاء بالأداء الاستراتيجي والتشغيلي لصندوق الثروة السيادي من أجل تحقيق النتائج المرجوة وتطلعات الأطراف المعنية.

دراسة عبد وآخرون (٢٠١٦)، بعنوان: "دور الصناديق السيادية في استثمار الفوائض النفطية".

هدفت الدراسة إلى توضيح الإطار المفاهيمي للصناديق السيادية وتوضيح دورها في الحفاظ على موارد الثروة النفطية في المستقبل وتوضيح امكانية الحد من الازمة المالية. تتضح مشكلة الدراسة في ضعف المعلومات المتعلقة بموضوع الصناديق السيادية من خلال البيانات الخاصة بكل منها، والتعرف على كافة موارد الثروة النفطية

في المستقبل مع عدم القدرة في الحصول على المعلومات الخاصة بالأزمة المالية العالمية الحاصلة سابقاً. تكونت عينة الدراسة من سوق الامارات بكافة صناديقه خلال الفترة الواقعة ما بين (٢٠١٤-٢٠١٠)، وتم استخدام النسب المئوية في الدراسة.

أوضحت النتائج الخاصة بالدراسة بأن الصناديق السيادية لها تأثير قوي ومشجع على الاقتصاد المحلي وعلى الأسواق المالية الدولية، وعملت الصناديق السيادية على رسملة المؤسسات المالية المتعثرة، فخلال ستة أشهر استثمر بالصناديق السيادية ما قيمته (٧٩,٩٢) مليار دولار برأس مال المؤسسات المالية الغربية، وقد أصبح للصناديق السيادية دور مميز في تحقيق الاستقرار المالي خلال الازمة والاستقرار الاقتصادي للدول المالكة نفسها. أوصت الدراسة على ضرورة تركيز دولة أبو ظبي بتنوع صناديقها الاستثمارية من ناحية التنوع والاختلاف.



دراسة حسان وآخرون (٢٠١٦)، بعنوان: "دور الصناديق السيادية في السياسة المالية بالإشارة إلى حالة العراق بعد عام ٢٠٠٣".

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة دور الصناديق السيادية في السياسة المالية ما بعد ٢٠٠٣ في العراق. توضح مشكلة الدراسة مستوى التنوع والاختلاف ما بين عوائد صناديق الثروة السيادية الموجودة في العراق خلال الفترة الواقعة ما بين (٢٠٠٤-٢٠١٥)، وتم استخدام العديد من الأساليب الإحصائية مثل النسب المئوية والمقاييس البيانية.

أظهرت النتائج الخاصة بالدراسة بأنه صناديق الثروة السيادية قد وضعت يدها على المفاصل الأساسية للاقتصاد العالمي، حيث أصبحت عامل دولي مهم، كما تبين بأنه من المنافع الأساسية لإنشاء صناديق الثروة السيادية في العراق هو التخصص

الامثل للموارد الاقتصادية وتحقيق مبدأ العدالة التوزيعية ما بين الأجيال الحالية والقادمة، كما أظهرت النتائج بأنه استخدام آلية صناديق الثروة السيادية ودمجها في موازنة الدولة وجعلها جزء لا يتجزأ عن مالية الدولة، مما يمكن تلك الدولة من تجنب الآثار الضارة للدورات الاقتصادية فترات الرواج والكساد. أوصت الدراسة على ضرورة تركيز العراق على ثروة الصناديق السيادية لما لها من تأثير على الوضع الاقتصادي السائد في الدولة.

دراسة عثمان وميلود (٢٠١٥)، بعنوان: "المدخل النظرية للصناديق السيادية ومكانتها في الاقتصاد العالمي".

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة وتوضيح المداخل النظرية للصناديق السيادية ومكانتها في الاقتصاد العالمي للدول. بحيث تعد الصناديق السيادية ظاهرة جديدة بشكل

نسبي على الساحة العالمية مقارنة بالممارسات الاقتصادية المعروفة بمجال الاستثمار المالي الدولي، وتعود لبداية الخمسينيات. واعتمدت الدراسة على المقارنة من خلال الدراسات السابقة الخاصة بموضوع الدراسة.

أظهرت النتائج الخاصة بالدراسة بأن الصناديق السيادية أخذت في التوسع والتنوع على الصعيد العالمي بسبب ارتفاع مصادر أموالها، وخصوصاً ارتفاع العائدات النفطية للدول المصدرة للنفط وخاصة العربية منها مثل الكويت والامارات العربية المتحدة والسعودية، كما أظهرت النتائج بأن الصناديق السيادية نجحت في ضخ أموال كبيرة في البنوك الاوروبية والامريكية خلال الازمة المالية العالمية الاخيرة والمعروفة بأزمة الرهن العقاري. أوصلت الدراسة على ضرورة تطبيق العديد من الدراسات العملية المتعلقة بموضوع الصناديق السيادية.

دراسة حاج موسى (٢٠١٥)، بعنوان: "دور صناديق الثروة السيادية في دعم الاستقرار المالي: دراسة أزمة الرهن العقاري".

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أهم صناديق الثروة السيادية وخاصة العربية منها، مع توضيح الاستراتيجية الخاصة لكل واحدة منها من أجل اعطاء صورة أكثر وضوح لدورها على الساحة الاقتصادية العالمية. استخدمت الدراسة منهجين، منهج الموجبي وهو ما يساعد على معرفة تأثير صناديق الثروة السيادية على الاستقرار المالي، والمنهج الثاني هو منهج دراسة حالة من خلال استعراض حالة أزمة الرهن العقاري والدور الذي أدته صناديق الثروة السيادية.

أظهرت النتائج الخاصة بالدراسة بأنه صناديق الثروة السيادية تؤدي دور ايجابي، وهذا ما أثبتته أزمة الرهن العقاري والأزمة البترولية الاخيرة، وتبين بأنه يوجد تأثير ايجابي للصناديق السيادية على الاستقرار المالي من خلال التأثير على أسعار

الأصول المالية. أوصت الدراسة على ضرورة تركيز الدول المالكة للصناديق السيادية على تطوير عمل تلك الصناديق لما لها من تأثير مباشر وواضح على الوضع الاقتصادي للدولة المالكة للصناديق بشكل خاص، والعالم ككل بشكل عام. دراسة بو فليح (٢٠١١)، بعنوان: "دور صناديق الثروة السيادية في معالجة الازمة المالية والاقتصادية العالمية".

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة دور صناديق الثروة السيادية على معالجة الأزمة المالية والاقتصادية العالمية. وتوضح مشكلة الدراسة من خلال أنه تم انشاء صندوق ضبط الموارد في الجزائر في العام ٢٠٠٠، فقد سجلت الجزائر فوائض مالية ذو قيمة خلال نفس السنة، وذلك بسبب ارتفاع أسعار النفط لمستويات قياسية مقارنة بالأسعار السائدة خلال فترة التسعينات من القرن العشرين. استخدمت الدراسة المنهج النظري والتاريخي، وتكونت عينة الدراسة من الصناديق السيادية في الجزائر خلال الفترة الواقعة

ما بين (٢٠٠٠-١٩٩٦)، وتم استخدام الأسلوب الاحصائي التكرارات المئوية في الدراسة.

أظهرت النتائج الخاصة بالدراسة بأنه تعتبر الازمة المالية والاقتصادية أكبر تحدي يواجهه العالم بظل ظاهرة العولمة، كما أظهرت النتائج بأنه بالرغم من عدم مسؤولية الدول النامية عن الازمة، وبالتالي التقليل من أثارها ومعالجتها تتطلب وجود تنسيق وتعاون دوليين. أوصت الدراسة على أنه تميز التجربة الجزائرية يجب أن تتم من خلال المؤازة مع معالجة الخلل الذي يعاني منه الاقتصاد الجزائري بسبب تبعيته المفرطة لقطاع المحروقات وضعف أداء القطاع الصناعي الجزائري.

### الدراسات باللغة الأجنبية

دراسة (٢٠١٨) Alozie، بعنوان:

**"Sovereign Treasury Solvency and Financial Performance Management in Nigeria".**

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد درجة الملاءة المالية في الخزينة السيادية في نيجيريا. في الوقت الذي تضاءلت فيه الإيرادات الحكومية، خاصة إيرادات مبيعات صادرات النفط الخام وتقلصت الموارد العامة إلى أدنى مستوى لها، فإن السلطات ذات الصلة من الحكومة النيجيرية، والمواطنين، والأسواق وأصحاب المصلحة مع المصالح التجارية والاقتصادية والسياسية في الاقتصاد النيجيري كان لديهم مخاوف حول المستوى الحالي للنقص في الأموال العامة التي تواجه الخزنة الاتحادية وعواقبها في غضون سنتين أو ثلاث سنوات. وتم تصميم تقييم الملاءة المالية للخزنة السيادية لإثبات الوضع المالي الواقعي في الخزينة الفيدرالية لنيجيريا، وهو أمر ضروري للغاية في إدارة الخزينة الوطنية لأنه يوفر معلومات مفيدة عن النفوذ في هيكل التمويل العام، والملاءة والسيولة، وبما أن المعلومات الأساسية حول مسألة الملاءة المالية في الخزينة السيادية تتضمن مقاييس العلاقة بين الدين العام وقاعدة الموارد المالية أو قدرة توليد الدخل للخزينة الوطنية،

والتي يمكن الاعتماد عليها كمصدر مالي لتغطية محفظة ديون الكيان الحكومي. تكونت عينة الدراسة من بنك نيجيريا المركزي السنوي والتقارير، إحصاءات المالية العامة من ١٩٩٩ إلى ٢٠١٦ على التوالي، وحساب منظمة FHI المستخدمة كمقاييس الملاءة المالية في هيكل التمويل العام على الخزينة الفيدرالية في نيجيريا.

أظهرت النتائج الخاصة بالدراسة بأنه خزينة نيجيريا متذبذبة، مما يتطلب الاهتمام من قبل السلطات المختصة بالخزينة في نيجيريا، وتبين بأن متوسط مخزون الديون لا يغطي الموارد المالية المتوفرة بشكل كامل. أوصت الدراسة على ضرورة التقليل من الاقتراض العام على المستوى الفيدرالي والمستويات الحكومية دون الوطنية، وربما يقتصر على ٥٠٪ من القدرة على توليد الدخل أو الأصول المالية الاحتياطية من أجل تقليل تراكم الديون المفرط، ويجب تقييم كل اقتراض إضافي على الخزينة قبل أن يتم.



دراسة (٢٠١٧) Dewenter ، بعنوان:

### "Firm Values and Sovereign Wealth Fund Investments".

هدفت هذه الدراسة لتوضيح الصناديق السيادية والازمة المالية الراهنة. وقد أوضحت الدراسة على أنه أودت الازمة المالية العالمية على القاء العديد من الاهتمام بالصناديق السيادية. وعلى مكانتها المتنامية بالنظام المالي العالمي، وعلى الرغم من أن الصناديق السيادية ليست مسؤولة عن الازمة، ولكن التخوف من دورها في المستقبل قد زاد من الاعمال الخاصة بوضع إطار إلى عملها، بما يدعم شفافية أدائها وحوكمتها، ولكن الصناديق السيادية المنتمية بالخصوص لدول العالم الثالث بالرغم من التزامها ومسؤولياتها.

أظهرت النتائج الخاصة بالدراسة بأنه الصناديق السيادية ظهرت نتيجة الازمة المالية التي حصلت على مستوى العالم، بحيث كانت الصناديق السيادية عبارة عن المنقذ في تخفيف حدة تلك الازمة المالية على الاقتصاد العالمي. أوصت الدراسة على

ضرورة اهتمام الحكومات في الموجودات التي ترتفع بشكل سنوي في الصناديق السيادية، لما لها من تأثير على قوة الاقتصاد واستمرارية الانتعاش الاقتصادي والتطور بشكل مستمر.

دراسة (٢٠١٧) *Bortolotti et al* ، بعنوان:

## "Sovereign Wealth Fund Investment Patterns and Performance"

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة دور الصناديق السيادية في الأداء المالي. ومعرفة العوامل المؤثرة على تقدم أو تراجع الاداء المالي في تلك الدول. بحيث أن صناديق الثروة السيادية كانت مصدر للدخل الدولي في الدول المالكة لتلك الصناديق، لذلك في حال وجود خسائر أو أرباح منخفضة من قبل تلك الصناديق فإنه سيؤثر في الوضع الاقتصادي بشكل عام. استخدمت الدراسة الجانب النظري في عرض النتائج

## المتعلقة بالدراسة

أظهرت النتائج الخاصة بالدراسة بأنه صناديق الثروة السيادية قد وضعت يدها على المفاصل الأساسية للاقتصاد العالمي، حيث أصبحت عامل دولي مهم، كما تبين بأنه من المنافع الأساسية لإنشاء صناديق الثروة السيادية في العالم هو التخصص الامثل للموارد الاقتصادية وتحقيق مبدأ العدالة التوزيعية ما بين الأجيال الحالية والقادمة. كما أظهرت النتائج بأنه استخدام آلية صناديق الثروة السيادية ودمجها في موازنة الدولة وجعلها جزء لا يتجزأ عن مالية الدولة، مما يمكن تلك الدولة من تجنب الآثار الضارة للدورات الاقتصادية فترات الرواج والكساد.

دراسة (٢٠١٥)، Goergen *et al.*، بعنوان:

**"Sovereign Wealth Funds, Productivity and People: The Impact of Norwegian Government Pension Fund – Global Investments in the United Kingdom".**

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر الصناديق الثروة السيادية على مستوى الانتاجية والافراد من ناحية صناديق التقاعد والاستثمار وفي الولايات المتحدة. ركزت الدراسة الحالية على توضيح مفهوم الصناديق السيادية في الولايات المتحدة. وتظهر مشكلة الدراسة من خلال تركيزها على موضوع الصناديق السيادية وهو ما يؤثر على الاقتصاد العام في الدولة وبالتالي تحقيق منافع مكتسبة جراء وجود الصناديق السيادية في الدولة، بالإضافة تظهر مشكلة الدراسة من خلال عدم توفر كافة المعلومات البيانات الخاصة بتلك الصناديق. تكونت عينة الدراسة من (٥٠٨) شركة خلال الفترة الواقعة ما بين (٢٠١٣-٢٠٠٦)، وتم استخدام العديد من الأساليب الإحصائية مثل الإحصاء

الوصفي واختبار (t) وهو ما يختبر فرضيات الدراسة.

أظهرت النتائج الخاصة بالدراسة بأنه يوجد تنوع في استخدام الصناديق السيادية في الولايات المتحدة، كما تبين بأنه يوجد نمو اقتصادي من خلال الربط ما بين سلوك المستثمر واختلاف وتنوع ممارسات الموظفين داخل العمل. أوصت الدراسة على توسع هذه الدراسة لتشمل صناديق الثروة السيادية الأخرى وتقديم صورة أوسع لهذا التنوع المتوقع من التأثير على ممارسة الموارد البشرية لصناديق الثروة السيادية الأخرى.

دراسة (٢٠١٢) Ngoc ، بعنوان:

### **"The Impact of Sovereign Wealth Fund Investments on the Performance of Listed Companies".**

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر صناديق الثروة السيادية على أداء الشركات المدرجة في الولايات المتحدة الأمريكية. تُعرّف صناديق الثروة السيادية بأنها صناديق أو

ترتيبات استثمارية ذات غرض خاص، تملكها الحكومة العامة، وتقوم صناديق الثروة السيادية التي أنشأتها الحكومة العامة لأغراض الاقتصاد الكلي بحفظ أو إدارة الأصول لتحقيق الأهداف المالية، واستخدام مجموعة من استراتيجيات الاستثمار التي تشمل الاستثمار في الأصول المالية الأجنبية. وقد أثارت صناديق الثروة السيادية القلق بين الاقتصاديين، وكان هناك القليل جداً من البحوث الأكاديمية في هذا المجال. وفي هذه الدراسة يتم اختيار ما إذا كان تأثير استثمارات صناديق الثروة السيادية في الشركات على الموازنة يخلق أو يقلل من القيمة من خلال فحص عوائد المساهمين في الشركات المستهدفة بعد هذه الاستثمارات. من خلال تقسيم العينة إلى مجموعات اعتماداً على مستوى الشفافية، تم تحليل بوضوح تأثير شفافية صناديق الثروة السيادية على رد فعل السوق تجاه استثمارات صناديق الثروة السيادية. تكونت عينة الدراسة من (٦٠) شركة مدرجة من قبل (١١) صندوقاً سيادياً مهم في (٦) بلدان حول العالم خلال الفترة الواقعة

ما بين (٢٠٠٩-٢٠٠٣)، وتم استخدام العديد من الأساليب الإحصائية مثل اختبار (t-test)، والمعروف باختبار العينة الواحدة، بحيث يساعد في اختبار كافة فرضيات الدراسة.

كما أظهرت النتائج الخاصة بالدراسة بأنه يوجد تأثير إيجابي على المدى قصير الأجل لصناديق الثروة السيادية على أداء الشركات، كما تبين بأنه يوجد مستوى من التبادلية المؤثرة بشكل إيجابي على صناديق الثروة السيادية وبالتالي يؤدي لتحقيق مستوى أعلى من الأداء. أوصت الدراسة على فهم مستوى تأثير صناديق الثروة السيادية على الأداء للشركات المدرجة التي تستثمر فيها وتساهم في تحسين أداء صناديق الثروة السيادية والشركات التي تجتذب استثمارات صناديق الثروة السيادية.

دراسة (٢٠٠٩) Dewenter ، بعنوان:

**"Firm Values and Sovereign Wealth Fund Investments".**

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر الاستثمارات في صناديق الثروة السيادية على قيمة الشركة، وتدير صناديق الثروة السيادية صناديق الاستثمار نيابة عن الحكومات التي تمتلك المحافظ الاستثمارية. هناك ندرة في المعلومات المتاحة للجمهور حول صناديق الثروة السيادية، وأثار النمو السريع في السنوات الأخيرة القلق بين واضعي السياسات والاهتمام الكبير بين الاقتصاديين. تكونت عينة الدراسة من (٣٧٥) عملية شراء في صناديق الثروة السيادية من أصل (٩٩٦) في الولايات المتحدة والشركات غير الأمريكية من خلال مصادر قواعد البيانات ((Lexis and Facticv). استخدمت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي.

أظهرت النتائج الخاصة بالدراسة بأنه يتزامن الإعلان عن معاملات أسهم

صناديق الثروة السيادية مع تغييرات كبيرة في قيم الشركة المستهدفة، كما تبين بأن



متوسط تاريخ الإعلان عن عائد الأسهم غير الطبيعي والإيجابي بشكل ملحوظ للشركات التي يتم شراء أسهمها، كما تبين بأن عمليات اقتسام أسهم صندوق الثروة السيادية تنقل معلومات إيجابية، أو من المتوقع أن يكون لها تأثير جيد على الشركات التي تستثمر فيها، كما أظهرت النتائج بأن متوسط تاريخ الإرجاع غير الطبيعي هو أمر سلبي بالنسبة للشركات التي يتم بيع أسهمها. أوصت الدراسة على تركيز الشركات على المخزونات التي تشتريها وتبيعها صناديق الثروة السيادية، فإنه ليس من الضروري أن تحقق عوائد طبيعية بعد ذلك بما يتفق مع كفاءة السوق.

الجدول (٤)

ملخص لكافة الدراسات السابقة

الباحث والسنة	الاهداف	العينة	النتائج	التوصيات
عبدالله (٢٠١٨)	معرفة مدى تأثير صناديق الثروة السيادية على اقتصادات الدول العربية	الصناديق السيادية في الامارات العربية المتحدة والصناديق السيادية في الجزائر خلال الفترة الواقعة ما بين (٢٠٠٢-٢٠١٥)،	صناديق الثروة السيادية تعد من القضايا الاقتصادية الحديثة والتي شهدت اهتمام كبير وتحديد في الفترة الأخيرة	ضرورة العمل على زيادة الاستثمارات المحلية لصناديق السيادية ومحاولة اشراق الأسواق الداخلية على مستوى الدول العربية
حسين وخلف (٢٠١٧)	معرفة مدى تأثير صناديق الثروة السيادية على اقتصاديات الدول وخصوصاً الربعية.	الدول العربية التي تتضمن صناديق السيادية.	صناديق الثروة السيادية لها أهمية كبيرة في الاقتصاد العالمي.	انشاء صناديق الثروة السيادية في العراق هو الحل الأمثل لتنويع مصادر الدخل للاقتصاد العراقي.
السبتي وكزيز (٢٠١٧)	معرفة دور صناديق الثروة السيادية في دعم السياسة المالية وتحقيق الاستقرار الاقتصادي في الامارات العربية المتحدة.	الصناديق الموجودة في الامارات	يعتبر صندوق مبادلة مستثمر نشط في قطاعات ومناطق جغرافية تمتلك إمكانات متميزة من أجل تحقيق عائدات مناسبة.	الارتقاء بالأداء الاستراتيجي والتشغيلي لصندوق الثروة السيادي من أجل تحقيق النتائج المرجوة وتطلعات الأطراف المعنية.

عبد وآخرون (٢٠١٦)	توضيح الإطار المفاهيمي للصناديق السيادية وتوضيح دورها في الحفاظ على موارد الثروة النفطية في المستقبل وتوضيح إمكانية الحد من الازمة المالية.	سوق الامارات بكافة صناديقه.	الصناديق السيادية لها تأثير قوي ومشجع على الاقتصاد المحلي وعلى السوق المالية الدولية.	ضرورة تركيز دولة أبو ظبي بتنوع صناديقها الاستثمارية من ناحية التنوع والاختلاف.
حسان وآخرون (٢٠١٦)	معرفة دور الصناديق السيادية في السياسة المالية ما بعد ٢٠٠٣ في العراق.	صناديق الثروة السيادية الموجودة في العراق وذلك خلال الفترة الواقعة ما بين (٢٠٠٤-٢٠١٥).	صناديق الثروة السيادية قد وضعت يدها على المفصلات الأساسية للاقتصاد العالمي.	تمكين تلك الدولة من تجنب الاثار الضارة للدورات الاقتصادية فترات الرواج والكساد.
عثمان وميلود (٢٠١٥)	معرفة وتوضيح المداخل النظرية للصناديق السيادية ومكانتها في الاقتصاد العالمي للدول.	اعتمدت الدراسة على المقارنة من خلال الدراسات السابقة الخاصة بموضوع الدراسة.	أخذت الصناديق السيادية في التوسع والتنوع على الصعيد العالمي بسبب ارتفاع مصادر أموالها.	ضح أموال كبيرة في البنوك الأوروبية والامريكية خلال الازمة المالية العالمية الاخيرة والمعروفة بأزمة الرهن العقاري.

	صناديق الثروة السيادية تؤدي دور ايجابي، وهذا ما أثبتته أزمة الرهن العقاري وأزمة البترولية الأخيرة	الصناديق السيادية كافة.	معرفة أهم صناديق الثروة السيادية وخاصة العربية منها	حاج موسى (٢٠١٥)
تميز التجربة الجزائرية يجب أن تتم من خلال الموازنة مع معالجة الخلل الذي يعاني منه الاقتصاد الجزائري.	تعتبر الازمة المالية والاقتصادية أكبر تحدي يواجه العالم بظل ظاهرة العولمة.	الصناديق السيادية في الجزائر.	معرفة دور صناديق الثروة السيادية على معالجة الأزمة المالية والاقتصادية العالمية.	بو فليح (٢٠١١)
ضرورة التقليل من الاقتراض العام على المستوى الفيدرالي والمستويات الحكومية دون الوطنية.	خزينة نيجيريا متذبذبة، مما يتطلب الاهتمام من قبل السلطات المختصة بالخزينة في نيجيريا.	بنك نيجيريا المركزي السنوي.	تحديد درجة الملاءة المالية في الخزينة السيادية في نيجيريا.	Alozie (٢٠١٨)
الصناديق السيادية المنتمية بالخصوص لدول العالم الثالث بالرغم من التزامها ومسؤولياتها.	أن الصناديق السيادية ليست مسؤولة عن الازمة، ولكن التخوف من دورها في المستقبل قد زاد من الاعمال الخاصة بوضع إطار إلى عملها	الصناديق السيادية الدولية.	توضيح الصناديق السيادية والازمة المالية الراهنة.	Dewenter (٢٠١٧)

يمكن تلك الدولة من تجنب الاثار الضارة للدورات الاقتصادية فترات الراج والكساد.	صناديق الثروة السيادية قد وضعت يدها على المفاصل الأساسية للاقتصاد العالمي.	الصناديق السيادية الدولية.	معرفة دور الصناديق السيادية في الأداء المالي.	<b>Bortolotti et al</b> (٢٠١٧)
توسيع هذه الدراسة لتشمل صناديق الثروة السيادية الأخرى	يوجد تنوع في استخدام الصناديق السيادية في الولايات المتحدة.	(٥٠٨) شركة خلال الفترة الواقعة ما بين (٢٠٠٦- ٢٠١٣).	معرفة أثر الصناديق الثروة السيادية على مستوى الانتاجية والافراد من ناحية صناديق التقاعد والاستثمار وفي الولايات المتحدة.	<b>Goergen et al.,</b> (٢٠١٥)
فهم مستوى تأثير صناديق الثروة السيادية على الأداء للشركات المدرجة التي تستثمر فيها	يوجد تأثير على المدى قصير الأجل لصناديق الثروة السيادية من ناحية تأثيرها على أداء الشركات بشكل إيجابي.	(٦٠) شركة مدرجة من قبل (١١) صندوقاً سيادياً مهم في (٦) بلدان حول العالم خلال الفترة الواقعة ما بين (٢٠٠٣-٢٠٠٩).	معرفة أثر صناديق الثروة السيادية على أداء الشركات المدرجة في الولايات المتحدة الأمريكية.	<b>Ngoc (٢٠١٢)</b>

معرفة أثر الاستثمارات في	(٣٧٥) عملية شراء في	يتزامن الإعلان عن	تركيز الشركات على
صناديق الثروة السيادية	صناديق الثروة السيادية من	معاملات أسهم صناديق	المخزونات التي تشتريها
على قيمة الشركة.	أصل (٩٩٦) في الولايات	الثروة السيادية مع تغييرات	وتبيعها صناديق الثروة
	المتحدة والشركات غير	كبيرة في قيم الشركة	السيادية.
	الأمريكية.	المستهدفة.	

### ثالثاً: ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة:

ركزت الدراسة الحالية على معرفة محددات كفاءة الأداء المالي لصناديق الثروة

السيادية في دولة الإمارات العربية المتحدة خلال الفترة (٢٠١٨-٢٠٠٠)، ويتضح من

خلال عرض للدراسات السابقة، بأنه معظم الدراسات قد ركزت على الجانب النظري

لصناديق الثروة السيادية أكثر من الجانب العملي والتطبيقي، لذلك تعتبر هذه الدراسة

من الدراسات الحديثة والمميّزة حسب علم الباحث فيما يخص موضوع صناديق

الثروة السيادية.

فعلى صعيد الدراسات الأجنبية فقد ركزت دراسة Alozie (٢٠١٨) على تحديد

درجة الملاءة المالية في الخزينة السيادية في نيجيريا. تكونت عينة الدراسة من بنك

نيجيريا المركزي السنوي والتقارير، إحصاءات المالية العامة من ١٩٩٩ إلى ٢٠١٦،

بينما الدراسة الحالية فقد تم تطبيقها على دولة الامارات العربية في الفترة الواقعة ما بين

(٢٠٠٠-٢٠١٨).

بينما على صعيد الدراسات العربية فقد ركزت دراسة حسين وخلف (٢٠١٧)،

على معرفة مدى تأثير صناديق الثروة السيادية على اقتصاديات الدول وخصوصاً

الريعية، على عينة من الدول العربية التي تتضمن صناديق السيادية خلال الفترة الواقعة

ما بين (٢٠١٧-٢٠١٠).

ومن خلال استعراض الدراسات العربية والأجنبية التي تحدثت عن صناديق الثروة السيادية، فقد تبين بأنه يوجد اختلاف ما بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة سواء في عينة الدراسة أو المتغيرات بالإضافة لفترة الدراسة المعتمدة، بحيث أن الدراسة الحالية اعتمد على التطبيق العملي لموضوع الصناديق السيادية على عكس معظم الدراسات السابقة التي استنتجت نتائجها حسب الادب النظري والمعلومات الموجودة في الدراسات السابقة المتعلقة بموضوع الدراسة، وتعتبر فترة الدراسة حديثة نسبياً مقارنة بالدراسات السابقة التي تحدثت عن موضوع الصناديق السيادية، إضافة لتضمن الدراسة على عناصر لكفاءة الأداء المالي بشكل رئيسي والتي من ضمنها (الإيرادات العامة، والدين العام، والديون الخارجية، والنتائج الإجمالي المحلي) والعديد من المتغيرات المتعلقة بالوضع الاقتصادي السائد في الامارات العربية المتحدة.



## الفصل الثالث

### تحليل البيانات اختبار الفرضيات

#### المقدمة:

قام الباحث من خلال هذا الفصل للتطرق إلى التعريف بالمنهج الأمثل الذي سيخدم الدراسة، بالإضافة إلى التعريف بالمتغيرات المالية التي يتم اختيارها وسبب اختيارها مع الإشارة إلى مصادرها، وتوضيح الاختبارات الإحصائية التي تخدم متطلبات الدراسة والتي تم إدراجها، وأخيراً تبيان النتائج المتحصل عليها والاستنتاجات لتستخلص في الأخير مجموعة من التوصيات.

## الاختبارات المستخدمة:

بسبب التطور في مجال الاقتصاد القياسي وتحليل السلاسل الزمنية، فقد اهتمت الخصائص الإحصائية للسلاسل الزمنية باستقرار أو عدم استقرار تلك السلاسل، وخاصة بعدما نشر Nelson & Plosser (١٩٨٢) دراستهما التي أكدا فيها أن معظم السلاسل الزمنية المالية للولايات المتحدة الأمريكية تحتوي على جذر الوحدة ( Unit Root) أي أن معظم السلاسل الزمنية غير مستقرة (Non-Stationary)، وبالتالي فإن تطبيق الأساليب القياسية التقليدية على بيانات غير مستقرة إحصائياً سيؤدي إلى إظهار نتائج غير دقيقة أو زائفة، لذلك ستقوم الدراسة الحالية بتطبيق اختبارات جذر الوحدة مثل اختبار ديكي فولر (Dickey-Fuller) وفيليبس بيرون (Phillips Peron)، للتأكد فيما إذا كانت هذه البيانات للمتغيرات المدروسة مستقرة أم غير مستقرة.

وعند التثبت من وجود جذر الوحدة (Unit Root) في السلاسل الزمنية فيمكن الكشف عن ما إذا كان لديها اتجاه (Trend) أم لا، والمتوفرة ضمن أشكال اختبار ديكي فولر المطور (Augmented Dickey-Fuller)، مع تحديد عدد سنوات الإبطاء لمعرفة هل يحتوي اتجاه أم لا، بحيث يتم إدخاله في حالات إجراء عمليات الانحدار المختلفة، لأن وجود اتجاه في البيانات للمتغيرات الداخلة في نموذج اقتصادي سيؤدي إلى ظهور أثر ذلك الاتجاه في معاملات المتغيرات الأخرى، وإذا كانت السلاسل الزمنية غير مستقرة عند المستوى نأخذ الفرق الأول ويعاد اختبار الاستقرار مرة أخرى، فإذا لم تكن مستقرة نأخذ الفرق الثاني وهكذا، إلى أن تصبح السلسلة الزمنية الواحدة تتصف بالاستقرار، وعادة لا يتحقق استقرار السلاسل الزمنية إلا بفترات إبطاء أعلى من الدرجة الأولى، لذلك فإن اختبار ديكي فولر لفترة الإبطاء الأولى قد لا تكون مناسباً لإظهار استقرار السلاسل الزمنية، لذلك ستستخدم هذه الدراسة أحد أشكال الاختبار الذي يوفر فترة إبطاء أعلى مثل (Augmented Dickey-Fuller) و(Phillips & Perron).

### اختبار جذر الوحدة: (Unit Root Test)

غالباً ما تتسم البيانات بوجود تغيرات هيكلية تؤثر على درجة استقرار السلاسل الزمنية، لذا يعد تحديد درجة الاستقرار مهماً قبل اختبار العلاقات بين المتغيرات، حيث يتطلب ذلك عدم استقرار البيانات وتكاملها من نفس الدرجة، فإذا كانت سلسلة الفروق الأولى من سلسلة المتغير العشوائي مستقرة، فإن السلسلة الأصلية تكون متكاملة من المرتبة الأولى (Integrated of Order). أما إذا كانت السلسلة مستقرة بعد الحصول على الفروق الثانية (الفروق الأولى للفروق الأولى) فإن السلسلة الأولى تكون متكاملة من الرتبة الثانية أي  $I(2)$  وهكذا، إذا كانت السلسلة الأصلية مستقرة يقال إنها متكاملة من الرتبة صفر، وهو بذلك لا يحمل جذر الوحدة، أي  $I(0)$ ، بشكل عام فإن السلسلة  $(X_t)$  تكون متكاملة من الدرجة  $(d)$  إذا كانت ساكنة عند مستوى الفروق  $(d)$ ، لذا فإنها تحتوي على عدد  $(d)$  جذر وحدة. (Seddighi et al., 2000).

وقد وضحت عدد من الدراسات منها دراسة (Nelson and Polsser ١٩٨٢) أن أغلب السلاسل الزمنية تحتوي جذر الوحدة، وكذلك بينت الدراسات التي قام بها Stock and Watson (١٩٨٩) أن مستويات تلك السلاسل الزمنية غير مستقرة. وهذا معناه أن متوسط وتباين المتغير غير مستقلين عن الزمن بوجود جذور الوحدة في أي سلسلة زمنية، والتي من شأنه أن يؤدي إلى وجود ارتباط زائف ومشاكل في التحليل والاستدلال القياسي (العبدلي، ٢٠٠٥). ويوجد هناك عدد من الاختبارات التي يمكن استخدامها للتأكد من وجود أو عدم وجود جذر الوحدة، أي لتحديد مدى استقرار السلسلة الزمنية منها طريقة (PP) (Phillips and Perron) 1988 واختبار ديكي فوللر المطور (Augmented Dickey-Fuller) (ADF) وقد يختلف (PP) عن (ADF) بكونه لا يحتوي على قيم متباطئة للفروق والذي يأخذ في الاعتبار الارتباط في الفروق الأولى في سلسلة الزمنية باستخدام التصحيح غير العلمي (Nonparametric Correction) ويسمح بوجود متوسط لا يساوي صفر واتجاه خطي للزمن. ويستخدم

لاختبار استقرار المتغيرات المستعملة عبر الزمن (Gujarati & Porter,

٢٠٠٩)، والاختبارات التقليدية، لاستقرار السلاسل الزمنية على غرار اختبار ديكي فولر

وفيليبس بيرون تختبر فرضية وجود جذر الوحدة (وبالتالي عدم استقرار السلسلة الزمنية)

كفرضية عدمية.

- قبل إجراء الانحدار لا بد من التأكد من الفروض التي يتطلبها نموذج الانحدار حتى

نحصل على نتائج حقيقية وليس نتائج مزيفة، وهذه الفروض هي كما يلي:

- اختبار الاستقرارية.
- اختبار الارتباط المتعدد.
- اختبار الارتباط الذاتي.
- اختبار تجانس التباين للأخطاء.
- اختبار التوزيع الطبيعي للبيانات.

## اختبارات استقرار السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة:

من أجل اختبار استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة تم استخدام كل من اختبار ديكي فولر المطور وفيليبسبيرون وذلك للتأكد من استقرارية السلاسل الزمنية حيث أن عدم استقرارية السلاسل الزمنية يؤدي إلى نتائج انحدار مزيفة غير حقيقية، وبالتالي تم إجراء الاختبارين لمتغيرات الدراسة عند المستوى وتبين من خلال النتائج في الجدول (٥) إن متغيرين غير مستقرين عند المستوى، لذلك لا بد من اخذ الفرق الأول لكافة المتغيرات ومن ثم إعادة الاختبار، وبعد اخذ الفرق الأول تبين من خلال الاختبارين (ديكي فولر المطور وفيليبسبيرون) ومن خلال قيمة المعنوية والتي كانت أقل من ٥% لكلا الاختبارين، وبالتالي رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة التي تنص على عدم وجود جذر الوحدة إي أن السلسلة الزمنية لمتغيرات الدراسة أصبحت مستقرة .

جدول رقم (5)

اختبار فيليبس بيرن (PP) واختبار ديكي فولر المطور (ADF)

النتيجة	PP(prob)	ADF(prob)		المتغير
غير مستقرة	0.0056	0.0001	المستوى	X1
مستقرة	0.0000	0.0056	الفرق الأول	
غير مستقرة	0.0055	0.0055	المستوى	X2
مستقرة	0.0000	0.0000	الفرق الأول	
غير مستقرة	0.0000	0.0001	المستوى	X3
مستقرة	0.0000	0.0000	الفرق الأول	
غير مستقرة	0.3980	0.2165	المستوى	X4
مستقرة	0.0387	0.0178	الفرق الأول	
غير مستقرة	0.1055	0.4798	المستوى	X5
مستقرة	0.0000	0.0497	الفرق الأول	



غير مستقرة	0.0000	0.0001	المستوى	FHI
مستقرة	0.0000	0.0011	الفرق الأول	

المصدر: من إعداد الباحث - مخرجات برمجية E-Views

- اختبار الارتباط المتعدد:

قبل إجراء الانحدار المتعدد لا بد من التأكد من عدم وجود ارتباط عالي بين المتغيرات المستقلة بين الجدول (٦) نتائج اختبار معامل تضخم التباين، حيث يتبين من النتائج ومن خلال قيمة معامل تضخم التباين والتي كانت أقل من ٥% لكافة المتغيرات، وبالتالي عدم وجود ارتباط عالي بين المتغيرات المستقلة.

جدول (٢)

نتائج اختبار معامل تضخم التباين للمتغيرات المستقلة

Variance Inflation Factors			
Date: 02/28/19 Time: 10:03			
Sample: 2000 2018			
Included observations: 19			
	Coefficient	Uncentered	Centered
Variable	Variance	VIF	VIF
C	2.86E-13	1.442226	NA
X1	1.52E-20	1.161770	1.065642
X2	1.13E-20	1.457335	1.375741
X3	1.10E-24	1.325720	1.312556
X4	2.37E-19	1.304399	1.223883
X5	4.42E-23	1.538411	1.259779

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات

## *E*IEWS.

- اختبار الارتباط الذاتي:

تم استخدام اختبار Breusch-Godfrey للتأكد من عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء ويتضح من النتائج في جدول (٧) ومن خلال قيمة الاحتمالية والتي كانت أكبر من ٥% عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء حيث يتم قبول فرضية العدم التي تنص على عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء، ورفض الفرضية البديلة بوجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء.

جدول (٧)

نتائج اختبار الارتباط الذاتي

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	0.664994	Prob. F(2,11)	0.5440
Obs*R-squared	2.235278	Prob. Chi-Square(2)	0.3271
Test Equation:			
Dependent Variable: RESID			
Method: Least Squares			
Date: 02/28/19 Time: 10:13			
Sample: 2000 2018			
Included observations: 19			

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات EViews.

- اختبار تجانس التباين للأخطاء:

تم استخدام اختبار Breusch-Pagan-Godfrey، حيث يتبين من النتائج في

الجدول رقم (٨) ومن خلال قيمة المعنوية والتي كانت أكبر من ٥% إلى تجانس التباين

الأخطاء وبالتالي يتم قبول الفرضية العدمية التي تنص على تجانس التباين للأخطاء،

ورفض الفرضية البديلة التي تنص على عدم تجانس التباين الأخطاء.

جدول (٨)

نتائج اختبار تجانس التباين

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey			
F-statistic	0.896335	Prob. F(5,13)	0.5118
Obs*R-squared	4.870920	Prob. Chi-Square(5)	0.4318
Scaled explained SS	1.888009	Prob. Chi-Square(5)	0.1501
Test Equation:			
Dependent Variable: RESID^2			
Method: Least Squares			
Date: 02/28/19 Time: 10:12			
Sample: 2000 2018			

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات EViews.

- اختبار التوزيع الطبيعي للبيانات:

تم استخدام اختبار كل من كولموجوروف - سميرنوف-Kolmogorov، وشابيرو Shapiro-Wilk، حيث يستخدم هذان الاختباران لمعرفة فيما إذا كانت البيانات التي تم الحصول عليها من عينة الدراسة موزعة توزيعاً طبيعياً أم لا.

وقد بين اختبار كل من كولموجوروف - سميرنوفوشايبيرو أن البيانات تتبع التوزيع الطبيعي حيث يتبين ذلك كما في الجدول (٩) ومن خلال قيمة المعنوية التي كانت أكبر من ٥% لكلا الاختبارين وبالتالي نقبل الفرضية العدمية التي تنص على أن توزيع البيانات يتبع التوزيع الطبيعي.

### جدول (٩)

#### نتائج اختبار التوزيع الطبيعي

Tests of Normality				
	Kolmogorov-Smirnov(a)		Shapiro-Wilk	
	Statistic	Sig.	Statistic	Sig.
X1	0.07	0.200(*)	0.935	0.243
X2	0.154	0.197	0.795	0.372
X3	0.235	0.186	0.876	0.356
X4	0.185	0.176	0.675	0.255
X5	0.166	0.199	0.815	0.384
FHI	0.245	0.198	0.976	0.456

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات EViews.

وبعد إجراء الاختبارات القبلية التي يتطلبها الانحدار المتعدد أصبحت البيانات جاهزة للتحليل، وبالتالي أصبح بالإمكان التعرف محددات كفاءة الأداء المالي للصناديق السيادية في دولة الامارات المتحدة.

### نموذج الدراسة:

بالاطلاع على الدراسات السابقة تم صياغة النموذج التالي:

$$FHI = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \varepsilon$$

حيث أن كل منها:

FHI : الأداء المالي.

$X_1$ : الدين العام للإيرادات.

$X_2$ : احتياطي الدين العام الأجنبي.

$X_3$ : إيرادات الديون الخارجية.

$X_4$ : خدمة الديون للإيرادات.

$X_5$ : إجمالي الدين العام للنتائج المحلي الإجمالي.

$\varepsilon$ : حد الخطأ

$\beta_0$ : مقطع الانحدار

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$ : معاملات الانحدار لقياس أثر المتغيرات المستقلة على المتغير

التابع.



الجدول (٦) يبين نتائج الانحدار المتعدد، ومن خلال الجدول نلاحظ ما يلي:

- يعتبر وضع الصناديق السيادية الموجودة في الامارات العربية جيدة، والدليل على ذلك

بأنه نسبة Z-Score بلغت (١١٨,٨٧) وهي أعلى من نسبة (٠,٥٠).

- عدم وجود تأثير معنوي للدين العام للإيرادات على الأداء المالي للصناديق

السيادية في الامارات العربية المتحدة حيث بلغ قيمة الاحتمالية ٠,٣٢ وهي اكبر من

٥% وبالتالي يتم قبول الفرضية الفرعية الأولى ( $H_{01}$ ) لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية

عند مستوى الدلالة ( $\alpha \leq 0.05$ ) للدين العام للإيرادات على الأداء المالي للصناديق

السيادية في الامارات العربية المتحدة، ورفض الفرضية البديلة القائلة بوجود أثر ذو

دلالة إحصائية

- لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ( $\alpha \leq 0.05$ ) للدين العام للإيرادات على الأداء المالي للصناديق السيادية في الامارات العربية المتحدة، واختلفت هذه النتيجة مع نتائج دراسة حسين وخلف (٢٠١٧)، والتي أظهرت نتائجها بأنه الثروة السيادية لها أهمية كبيرة في الاقتصاد العالمي، وذلك بسبب الدور الذي تلعبه في حماية الاقتصاديات المالكة لها من تقلبات أسعار النفط العالمية ومعالجة كافة الاختلالات المالية، بحيث أنه لها تأثير من ناحية الإيرادات التي حصلها الدولة المتعلقة بالصندوق.

- عدم وجود تأثير معنوي لاحتياطي الدين العام الأجنبي على الأداء المالي للصناديق السيادية في الامارات العربية المتحدة حيث بلغ قيمة الاحتمالية ٠,٧٨ وهي أكبر من ٥% وبالتالي يتم قبول الفرضية الفرعية الأولى ( $H_0$ ) لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ( $\alpha \leq 0.05$ ) لاحتياطي الدين العام الأجنبي على الأداء المالي للصناديق السيادية في الامارات العربية المتحدة، ورفض الفرضية البديلة القائلة بوجود

- أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ( $\alpha \leq 0.05$ ) لاحتياطي الدين العام الأجنبي على الأداء المالي للصناديق السيادية في الامارات العربية المتحدة. واختلفت هذه النتيجة مع دراسة عبد وآخرون (٢٠١٦) والتي أظهرت نتائجها بأنه الصناديق السيادية لها تأثير قوي ومشبع على الاقتصاد المحلي وعلى السوق المالية الدولية، وعملت الصناديق السيادية على رسملة المؤسسات المالية المتعثرة.

- وجود تأثير معنوي لإيرادات الديون الخارجية في الأداء المالي للصناديق السيادية في الامارات العربية المتحدة، حيث بلغ قيمة معامل التأثير ٠,٠٣، أي أنه مع ثبات العوامل

الأخرى فإن زيادة ١% في إيرادات الديون الخارجية يؤدي إلى زيادة في الأداء المالي للصناديق السيادية في الامارات العربية المتحدة بمقدار ٣%، وبالتالي يتم رفض الفرضية الفرعية الثالثة ( $H_{03}$ ) لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ( $\alpha \leq 0.05$ )

لإيرادات الديون الخارجية على الأداء المالي للصناديق السيادية في الامارات العربية المتحدة)، وقبول الفرضية البديلة القائلة بوجود أثر ذو دلالة إحصائية لإيرادات الديون الخارجية على الأداء المالي للصناديق السيادية في الامارات العربية المتحدة، واتفقت هذه النتيجة مع نتائج دراسة (Alozie ٢٠١٨) والتي أظهرت نتائجها بأنه يوجد أثر كبير للإيرادات الخارجية الخاصة بالديون الخارجية من قبل المساهمات والاستثمارات الخارجية على الوضع المالي لصناديق الثروة السيادية في نيجيريا مما يتطلب الاهتمام من قبل السلطات المختصة بالخرينة في نيجيريا.

-وجود تأثير معنوي لخدمة الديون للإيرادات في الأداء المالي للصناديق السيادية في الامارات العربية المتحدة، حيث بلغ قيمة معامل التأثير ٠,٢٦، أي أنه مع ثبات العوامل الأخرى فإن زيادة ١% في خدمة الديون للإيرادات يؤدي إلى زيادة في الأداء المالي للصناديق السيادية في الامارات العربية المتحدة بمقدار ٢٦%، وبالتالي يتم رفض الفرضية الفرعية الرابعة ( $H_{04}$ ) لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ( $\alpha \leq 0.05$ )

- لخدمة الديون للإيرادات على الأداء المالي للصناديق السيادية في الامارات العربية المتحدة)، وقبول الفرضية البديلة القائلة بوجود أثر ذو دلالة إحصائية لخدمة الديون للإيرادات على الأداء المالي للصناديق السيادية في الامارات العربية المتحدة.
- واتفقت هذه النتيجة مع نتائج دراسة Drezner (٢٠١٦) والتي أظهرت نتائجها بأنه الصناديق السيادية لها تأثير قوي ومشبع على الاقتصاد المحلي وعلى السوق المالية الدولية، وعملت الصناديق السيادية على رسملة المؤسسات المالية المتعثرة.
- وجود تأثير معنوي لإجمالي الدين العام للنتائج المحلي الاجمالي في الأداء المالي للصناديق السيادية في الامارات العربية المتحدة، حيث بلغ قيمة معامل التأثير ٠,١٥، أي أنه مع ثبات العوامل الأخرى فإن زيادة ١% في إجمالي الدين العام للنتائج المحلي الاجمالي يؤدي إلى زيادة في الأداء المالي للصناديق السيادية في الامارات العربية المتحدة بمقدار ١٥%، وبالتالي يتم رفض الفرضية الفرعية الرابعة ( $H_0$ ) لا يوجد أثر ذو

- دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ( $\alpha \leq 0.05$ ) لإجمالي الدين العام للنتائج المحلي الاجمالي على الأداء المالي للصناديق السيادية في الامارات العربية المتحدة، وقبول الفرضية البديلة القائلة بوجود أثر ذو دلالة إحصائية لإجمالي الدين العام للنتائج المحلي الاجمالي على الأداء المالي للصناديق السيادية في الامارات العربية المتحدة. واتفقت هذه النتيجة مع دراسة Goergen et al. (2015)، والتي أظهرت نتائجها بأنه يوجد تنوع وأثر في استخدام الصناديق السيادية في الولايات المتحدة، كما تبين بأنه يوجد نمو اقتصادي من خلال الربط ما بين سلوك المستثمر واختلاف وتنوع ممارسات الموظفين داخل العمل

- كما يتبين من خلال قيمة معامل التحديد إن ٥٤% من التغيرات في الأداء المالي للصناديق السيادية في الامارات العربية المتحدة تعود إلى كل من إيرادات الديون الخارجية، خدمة الديون للإيرادات، إجمالي الدين العام للنتائج المحلي الاجمالي وبالتالي يتم رفض الفرضية الرئيسية التي تنص على انه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند

مستوى الدلالة ( $\alpha \leq 0.05$ ) لمحددات كفاءة الأداء المالي على الصناديق السيادية في دولة الامارات العربية المتحدة وقبول الفرضية البديلة بوجود أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ( $\alpha \leq 0.05$ ) لمحددات كفاءة الأداء المالي على الصناديق السيادية في دولة الامارات العربية المتحدة.

- كما يتبين من خلال احتمالية الـ  $F(0.01, 161)$  أن النموذج صالح لقياس العلاقة السببية بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع.

#### جدول (١٠)

##### نتائج الانحدار المتعدد

Dependent Variable: FH1				
Method: Least Squares				
Date: 02/28/19 Time: 10:02				
Sample: 2000 2018				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-3.45E-07	5.35E-07	-0.644232	0.5306
X1	0.1000	1.2300	0.081300	0.3215
X2	0.0032	0.5022	0.006371	0.7812
X3	0.031903	0.013607	2.344577	0.0410

X4	0.265030	0.110576	2.396813	0.0401
X5	0.157034	0.043702	3.593276	0.0049
R-squared	0.547140	F-statistic		5.606583
Adjusted R-squared	0.515283	Prob(F-statistic)		0.016185

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات EViews.

### النتائج:

تبين من خلال النتائج ما يلي:

- عدم وجود تأثير معنوي للدين العام للإيرادات على الأداء المالي للصناديق السيادية في الامارات العربية المتحدة، بحيث أن الدين العام الذي تتحمله دولة الامارات العربية المتحدة لا ينسجم مع مستوى الإيرادات، بحيث أنه يوجد آلية منفصلة ما بين الدين العام والايرادات التي تملكها الدولة جراء تلك الصناديق.



- عدم وجود تأثير معنوي لاحتياطي الدين العام الأجنبي على الأداء المالي للصناديق السيادية في الامارات العربية المتحدة، وذلك ما يدل على أنه مستوى الدين العام الأجنبي الذي تتحمله الدولة، والذي يكون مصدره الدول المجاورة لدولة الامارات العربية المتحدة أو الدول العالمية لا يؤثر على الأداء المالي الخاصة بصناديق الثروة السيادية الموجودة في الامارات، وبالتالي فإن يمكن استنتاج بأن مصدر التمويل الدولة معظمها من الداخل.

- وجود تأثير معنوي لإيرادات الديون الخارجية في الأداء المالي للصناديق السيادية في الامارات العربية المتحدة، وذلك ما يدل على أنه الإيرادات التي تحققها دولة الامارات بشكل سنوي تتسجم مع مستوى الديون الخارجية التي تتحملها، مما يؤثر على الأداء المالي للصناديق السيادية في الامارات العربية المتحدة.

- وجود تأثير معنوي لخدمة الديون للإيرادات في الأداء المالي للصناديق السيادية في

- الامارات العربية المتحدة، بحيث أن يوجد حساب مخصص لخدمة الديون والتي تتعلق بإيرادات الدولة التي يتم الحصول عليها بشكل سنوي، وبالتالي تلك الديون المتعلقة بالخدمات المقدمة من قبل الدولة والمرتبطة بالإيرادات تؤثر بشكل مباشر على الأداء المالي لصناديق الثروة السيادية والتي تعتبر مؤسسات مملوكة من قبل الحكومة.

- وجود تأثير معنوي لإجمالي الدين العام للناتج المحلي الاجمالي في الأداء المالي للصناديق السيادية في الامارات العربية المتحدة، حيث إن زيادة ١% في إجمالي الدين العام للناتج المحلي الاجمالي يؤدي إلى زيادة في الأداء المالي للصناديق السيادية في الامارات العربية المتحدة بمقدار ١٥%.

- التغيرات في الأداء المالي للصناديق السيادية في الامارات العربية المتحدة تعود إلى كل من إيرادات الديون الخارجية، وخدمة الديون للإيرادات، وإجمالي الدين العام للناتج المحلي الإجمالي.

## التوصيات

أوصت الدراسة على ما يلي:

- ضرورة إدراك كافة متخذي القرار في الامارات العربية المتحدة على وجه الخصوص، بأن كل من النفط والغاز أو أي مورد طبيعي آخر عبارة عن موارد نابضة وغير متجددة، لذلك يجب اتخاذ القرار المناسب.

- العمل على تنسيق مجموعة من الصناديق السيادية المتنوعة من خلال مصادر التمويل وسياسات الاستثمار وتحقيق مبدأ تنويع محفظة الاستثمار، والتركيز على الاستثمار الداخلي في الوضع الاقتصادي، بحيث تتسجم الديون الخارجية والأجنبية مع مستوى الإيرادات التي تحققه تلك الصناديق.

-تجربة دول الامارات في الصناديق السيادية من التجارب الناجحة في الصناديق السيادية، لذلك  
ضرورة تركيز تلك الصناديق على أدائها من أجل أن تثبت نجاحها في تنويع اقتصاد  
الدولة.

-يجب على صناديق الثروة السيادية الاستعداد لحالة من التعديلات الجذرية من ناحية ردود الفعل  
الغربية في ظل بيئة أكثر ما توصف به أنها كثيرة التغير وعدم الاستقرار بظل منظمة  
تشريعية غربية أكثر ما يقال عنها أنها متشددة نحو الاستثمارات العربية سواء تلك التي  
تقوم بها الصناديق السيادية الخليجية أو الاستثمارات الأجنبية المباشرة.

## قائمة المراجع

### أولاً: المراجع باللغة العربية

- الكتب:

أبو مدللة، سمير، (٢٠١١). تطور الدين العام للأراضي الفلسطينية ٢٠٠٠-٢٠١١، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، المجلد ٢١، العدد الأول، ص. ٢٦٣.

باكير، علي حسين، (٢٠١٢) الصناديق السيادية الخليجية: دورة الصعود والهبوط وأفاق المستقبل، اراء الخليج، العدد. ٦٥.

بوفليح، نبيل، (٢٠١١). دور صناديق الثروة السيادية في معالجة الازمة المالية والاقتصادية العالمية، بحوث اقتصادية عربية، ص. ص. ٩٢-١٠٤.

بيرنت، سفين، (٢٠٠٨). صناديق الثروة السيادية في خطاب العولمة، مؤسسة كارنيغي للسلام الدولي، العدد. ١٢.

حاج موسى، نسيمه، (٢٠١٥). دور صناديق الثروة السيادية في دعم الاستقرار المالي: دراسة أزمة الرهن العقاري، أطروحة دكتوراه مطروحة، جامعة أمحمد بوقرة، بومرداس، الجزائر.

حسان، صلاح كريم وفيصل، حوراء عبد الحسين وصبيح، فرج، (٢٠١٦). دور الصناديق السيادية في السياسة المالية بالإشارة إلى حالة العراق بعد عام ٢٠٠٣، رسالة ماجستير منشورة، جامعة ميسان، العراق.

حسن، يسرى مهدي وحسن، رافع، (٢٠١٣). الصناديق السيادية ومتطلبات انشاء صندوق سيادي في العراق، مجلة الكوت للعلوم الاقتصادية والإدارية، الإصدار .٧.

حسين، عيادة وخلف، مصطفى سامي، (٢٠١٧). صناديق الثروة السيادية وأثرها على اقتصاديات الدول: تجارب دول مختارة مع إشارة خاصة للعراق، مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد ٩، العدد ١٩، ص. ص. ٨٥-١٠٣.

#### - الرسائل والأطروحات الجامعية:

الرشيد، نورة، (٢٠١٠). الانفاق الحكومي وأثره على النمو الاقتصادي، رسالة ماجستير منشورة، جامعة الملك سعود، السعودية.

السبتي، وسيلة وكزيز، نسرين، (٢٠١٧). دور صناديق الثروة السيادية في دعم السياسة المالية وتحقيق الاستقرار الاقتصادي، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد. ١٢، ص. ٣٥٤-٣٤٣.

سلمان، هزاع داود ومحمد، ناجي محمد، (٢٠١٢) الصناديق السيادية ودورها في الاقتصاد العالمي، المجلد ١، الإصدار ١١.

عبد الحق، بوعتروس، (٢٠١٢) الاستراتيجيات الاستثمار لصناديق الثروة السيادية، مجلة العلوم الإدارية والاقتصادية، عليمو محكمة متخصصة، العدد التاسع والعاشر.

عبد الكريم، سليمان، (٢٠١٣). دور صناديق الثروة السيادية في ترشيد الإيرادات النفطية العربية مع إشارة حالة أبو ظبي، رسالة ماجستير منشورة، أبو ظبي، الامارات العربية المتحدة.

عبد، أحمد ياسين ومحمود، عماد ومحسين، علي راضي، (٢٠١٦). دور الصناديق السيادية في استثمار الفوائض النفطية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد (٤٩)، ص. ص. ١٦٣-١٨٨.

عبدالله، محمد جاسم، (٢٠١٨) صناديق الثروة السيادية وأثرها على اقتصادات الدول العربية – دراسة تحليلية للفترة ٢٠١٥-٢٠٢٠، المجلد التاسع، العدد الثالث، الجزء الثاني.

عثمان، علام وميلود، وعيل، (٢٠١٥). المداخل النظرية للصناديق السيادية ومكانتها في الاقتصاد العالمي، الملتقى العلمي الدولي الثالث حول الصناديق السيادية، جامعة خميس مليانة.

علي، محمد مدلول، (٢٠١٧). واقع صناديق الثروة السيادية في الدول العربية مع إشارة خاصة للعراق، مجلة كلية الإدارة والاقتصاد للدراسات الاقتصادية والإدارية والمالية،



المجلد ٩، العدد ٣، ص. ص. ٨٤-١٠٠.

قدي، عبد المجيد، (٢٠١٢). الثروة الصناديق السيادية الاستراتيجية: دراسة تحليلية، مجلة العلوم الإدارية والاقتصادية، اليمن، ع. ١٠-٩، ص. ص. ٨٠-٥١

قدي، عبد المجيد، (٢٠١٦). الصناديق السيادية والازمة المالية الراهنة، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، العدد. ٦، ص. ص. ١٦-١.

ميروك، شريف شعبان، (٢٠١٧). صناديق الثروة السيادية بين التحديات الغربية والأفاق الخليجية: دراسات استراتيجية، مركز الامارات للدراسات والبحوث الاستراتيجية، أبو ظبي.

ميروك، شريف شعبان، (٢٠١٧). صناديق الثروة السيادية بين التحديات الغربية والأفاق الخليجية: دراسات استراتيجية، مركز الامارات للدراسات والبحوث الاستراتيجية، أبو ظبي، الامارات.

## المجلات العلمية:

محي، واثق علي، (٢٠١٢). الصناديق السيادية ودورها في الاقتصاد الكلي للدول المختارة،

رسالة ماجستير منشورة، جامعة كربلاء، العراق.

المطيري، مشعل، (٢٠١١). تحليل وتقييم الأداء المالي لمؤسسة البترول الأردنية، رسالة

ماجستير منشورة، جامعة الشرق الأوسط، عمان، الأردن.

معهد الدراسات المصرفية، (٢٠١٣). صناديق الثروة السيادية، الكويت، السلسلة السادسة،

العدد. ٥.

المنصوري، واثق علي، (٢٠١٢). الصناديق السيادية ودورها في الاقتصاد الكلي لدول

المختارة، رسالة ماجستير منشورة، جامعة كربلاء، العراق.

الموسوي، صفاء عبد الجبار وواثق علي، المنصوري، (٢٠١٧). اقتصاديات صناديق  
الثروة السيادية، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.

الهروط، فوزان، (٢٠١٠). أثر الدين العام الخارجي على الانفاق الرأسمالي في المملكة  
الأردنية الهاشمية للفترة ١٩٨٠-٢٠٠٨، جامعة عمان العربية، عمان، الأردن.

### ثانياً: المراجع باللغة الأجنبية

Abu-Yahya, A. (2009). **Using Balanced Scorecard to Assess Performance of Banks in Ghana**. School of management- Blekinge Institute of Technology. MBA Thesis.

Adam, D. and Ashby, H. (2011). **What Role for Sovereign Wealth Funds in Africa's Development**, Center for Global Development.

Adia, Annual Report of 2012, Abu Dhabi, Emirates.

Alozie, C. (2018). Sovereign Treasury Solvency and Financial Performance Management in Nigeria, *Journal of Economics and International Finance*, Vol. 10(7), PP. 77-88.

Avendano, R. (2010). Sovereign Wealth Funds' Investments: Firm-level Impacts, *Diversification and Natural Endowments*, PP. 1-52.

Bergevin, P. (2002). **Financial Statement Analysis: An Integrated Approach**. New Jersey: Prentice Hall, Inc.

Bob, L. (2002). How to Conduct a Performance Appraisal, *Public Management*, USA, Vol. 84, Issue. 3, PP: 8 – 11.

Bortolotti, B. Fotak, V. Megginson, W. and Miracky, W. (2009). Sovereign Wealth Fund Investment Patterns and Performance, *the University of Oklahoma*, PP. 1-48.

Dewenter, K. Han, X. & Malatesta, P. (2010). Firm Values and Sovereign Wealth Funds Investments. *Journal of Financial Economics*, 98(2), 256-278.

Donatas, P. Vytautas, B. (2009). The Short-Run Relationship between Stock Market Prices and Macroeconomic Variables in Lithuania: An Application of the Impulse Response Function, *Economics of Engineering Decisions*, Vol. (3), PP 20-80.

Fabio, B. and Stefano, L. (2013). The Certification Effect of Sovereign Wealth Funds on the Credit Risk of their Portfolio Companies, *ADIG - Politecnico di Milano*, Piazza Leonardo da Vinci 32.

Gawdat, B. (2011). Sovereign Wealth Funds in the Gulf: An Assessment, Kuwait Programme on Development, *Governance and Globalization in the Gulf States*, Center for Strategic Studies, Washington, US, No16.

Giannopoulos, G. Holt, A. Khansalar, E. and Cleanthous, S. (2013).  
The Use of the Balanced Scorecard in Small Companies.  
*International Journal of Business and Management*, 8(14), p. 1-  
22.

Goergen, M. O`Sullivan, N. and Wood, G. (2017). Sovereign Wealth  
Funds, Productivity and People: The Impact of Norwegian  
Government Pension Fund – Global Investments in the United  
Kingdom, *Wiley*, Vol. 28, PP. 288-303.

Guido, G. (2014). **Sovereign Wealth Funds: an Opportunity for  
Sustainable Development if Properly Managed?**, PhD  
Dissertation Doctoral Program in Political Theory, Liberal  
University International edgily Study Social.

Gujarati, D and Porter, D. (2009). **Basic Econometrics**, (5<sup>th</sup>  
ed.).International Edition, McGraw Hill.

Hamid, T. (2014). **A Survey of Sovereign Wealth Funds (SWFs) in the Gulf Cooperation Council (GCC) Countries**, thesis Master.

James E. Hunton, Robert L. and Cheri L. Mazza, (2006). Financial Reporting Transparency and Earnings Management, *the Accounting Review*, Vol. 81, No.1, Pp.135-157.

Javier. S. (2013). **Sovereign Wealth Funds Professor of Economics, ESADE Business School Vice President**, ESADE geo - Center for Global Economy and Geopolitics.

Jing, X. Susheng, W. Zhaokun. K. & Wenhui, L. (2009). Investment Analysis of sovereign wealth funds in the world Department of Economics and Management, Vol. I, No .2.

Joshua, A. (2008). **Sovereign Wealth Funds: Stylized Facts about their Determinants and Governance**, Federal Reserve Bank of San Francisco.

Jurgen. B. (2009). **Sovereign Wealth Funds: the Emergence of State Owned Financial Power Brokers**, Magister der Philosophies.

Ngoc, D. (2012). The impact of Sovereign Wealth Fund investments on the performance of listed companies, ***CERAG***, PP. 1-16.

Nuno G. (2009). **Sovereign Wealth Funds: Investment Choices and Implications around the World**, Working paper, European Corporate Governance Institute.

OECD, (2008). **Working Papers on Insurance and Private Pensions**, No. 14, OECD Publishing France.

Phillips and Peron, F. (1988), Testing for Unit Root in Time Series Regression Biometrika, Vol. 75, PP.335-346.

Pilinkus, D. and Boguslauskas, V. (2009). The Short-Run Relationship Between Stock Market Prices And Macroeconomic, P. 104.



Poster, H. & Streib, G. (2005). Elements of Strategic Planning and Management in Municipal Government: Status after Two Decades. *Public Administration Review*, Vol.65, No.1, PP: 45-56.

Roehl, M. and Bragg, S. (2005). **The Controllers Function: The Work of the Managerial Accountant**. New Jersey: Wiley.

Seddighi and Lawler, (2000). **Econometrics: Practical Approach**, London, Routledge, pp.396.

Sollod, M. (2011). Sovereign Wealth Funds: Global and Domestic Implications of the Rise of a New Major Player in International Finance, **Syracuse University Honors Program Capstone Projects Paper**, 294.

Stock, S. and Watson, A. (1989). New Indexes of Coincident and Leading Economic Indicators, pp.351-409, *Mit press national Bureau of Economic Research*.

William, M. and Davis, D. (2008). Assessing the Risks, the Behaviors of Sovereign Wealth Funds in the Global Economy, *Rapport of Monitor Company Group.*

## الملاحق

year	الدين العام	الإيرادات	صافي الاحتياطي النقدي الأجنبي	الدين العام الخارجي	الإيرادات	الديون الخارجية	خدمة الدين	الإيرادات	الدين العام	الناتج الإجمالي المحلي
2000	155215	74386	10.41	98467	74386	98467	155215	74386	155215	241.9
2001	163415	67971	1.78	111113	67971	111113	163415	67971	163415	379.4
2002	190889	57218	-29398	123920	57218	123920	190889	57218	190889	663.3
2003	226012	75335	-13465	136601	75335	136601	226012	75335	226012	1051

200 4	28672 0	94751	-1523	19399 7	94751	19399 7	28672 0	94751	28672 0	1359.9
200 5	39489 3	160541	- 3825 0	16682 0	160541	16682 0	39489 3	160541	39489 3	663.3
200 6	775	200704	23885	29944 5	200704	29944 5	29944 5	200704	775	599.2
200 7	32097 0	3778	18323 8	32249 5	3778	32249 5	32249 5	3778	320970	729.23

2008	282599	471	172385	283757	471	283757	283757	471	282599	934000000
2009	186265	5.7	22520	128.9	5.7	128.9	128.9	5.7	186265	1900000000
2010	194401	3722	26873	165811	3722	165811	165811	3722	194401	1042.7
2011	14615	3700	16621	248.9	3700	248.9	248.9	3700	14615	1.248E+12
2012	296,749.7	379,235.2	-105.9	0.1	379,235.2	0.1	0.1	379,235.2	296,749.7	1.764E+12
2013	340,265.0	412,072.0	9,354.3	-0.2	412,072.0	-0.2	-0.2	412,072.0	340,265.0	1.43
2014	374,725.21	380,655.30	590.5	7678.5	380,655.30	7678.5	7678.5	380,655.30	374,725.21	1141.7
2015	335,333.5	281,260.9	-46,034.7	78.0	281,260.9	78.0	78.0	281,260.9	335,333.5	1184.7

201 6	827,07 7.4	401,94 5.1	265.8	819,1 97.8	401,94 5.1	819,1 97.8	819,19 7.8	401,94 5.1	827,07 7.4	1.45
201 7	359,59 8.9	401,89 3.7	- 1,983 .5	719,1 97.8	401,89 3.7	719,1 97.8	719,19 7.8	401,89 3.7	359,59 8.9	1.5
201 8	467,47 8.6	51.4	369.1	124.4	51.4	124.4	467,47 8.6	51.4	467,47 8.6	1.6