

UKJAES

University of Kirkuk Journal
For Administrative
and Economic Science

ISSN:2222-2995 E-ISSN:3079-3521

University of Kirkuk Journal For
Administrative and Economic Science



Hussein Hezha Abdulkareem & Hussain Ibraheem Mohammed. The impact of the sovereign wealth fund on the financial stability of macroeconomic indicators in Norway during the period 1998-2023. *University of Kirkuk Journal For Administrative and Economic Science* (2026) 16 (1):271-287.

The impact of the sovereign wealth fund on the financial stability of macroeconomic indicators in Norway during the period 1998-2023

Hezha Abdulkareem Hussein¹, Ibraheem Mohammed Hussain²

^{1,2} Department of Financial and Banking Sciences/College of Administration and Economics - University of Duhok, Kurdistan Region of Iraq, Iraq

Hezha.hussein@uod.ac¹
ibrahim.husain@uod.ac²

Abstract: This study aims to analyze the impact of the sovereign wealth fund on the financial stability of macroeconomic indicators in Norway. It relies on annual data for the sovereign wealth fund as an independent variable and several dependent variables, namely (economic growth rate, inflation rate, government debt/GDP, public revenue growth rate, external balance/GDP, and total reserves/GDP), for a time series extending from 1998 to 2023. The results show that the variables (sovereign wealth fund contribution to the economy, economic growth rate, government debt/GDP, and external balance/GDP) were stable at a level, while the remaining variables (inflation rate, public revenue growth rate, and total reserves/GDP) were stable at the first difference in the unit root test. Therefore, the ARDL model was used to analyze the impact relationship between the study variables. After conducting the Bounds cointegration test, it was found that there is a long-term equilibrium relationship between the sovereign wealth fund and each of (economic growth rate, inflation rate, government debt/GDP, and public revenue growth rate). Total reserves / GDP); In addition, the sovereign wealth fund had a positive short-term impact on (economic growth rate, government debt/GDP, public revenue growth rate, and total reserves/GDP) and a negative impact on (inflation rate and the external balance/GDP). In the long term, the sovereign wealth fund had a positive impact on (economic growth rate, inflation rate, government debt/GDP, public revenue growth rate, and total reserves/GDP) and a negative impact on the external balance/GDP. The significance of the (T) value indicates that the sovereign wealth fund plays a significant role in determining the level of (inflation rate and government debt/GDP) in the short term. Furthermore, the significance of the (F) value, which was less than 5% for (inflation rate, government debt/GDP, and the external balance/GDP), demonstrates the overall significance of the three models in interpreting the data of the phenomenon they represent.

Keywords: Sovereign Wealth Fund, Financial Stability, Economic Growth Rate, Inflation Rate, Government Debt, Public Revenue, External Balance, Foreign reserves.

أثر صندوق الثروة السيادي في الاستقرار المالي لمؤشرات الاقتصاد الكلي في النرويج خلال المدة ١٩٩٨ - ٢٠٢٣

م.د. هيژا عبدالكريم حسين^١، أ.م.د. ابراهيم محمد حسين^٢

^{١,٢} قسم العلوم المالية والمصرفية - كلية الإدارة والاقتصاد/جامعة دهوك، أقليم كردستان العراق، العراق

¹ Hezha.hussein@uod.ac

² ibrahim.husain@uod.ac

المستخلص: تهدف الدراسة إلى تحليل أثر صندوق الثروة السيادي في الاستقرار المالي لمؤشرات الاقتصاد الكلي في النرويج بالاعتماد على البيانات السنوية لرصيد صندوق الثروة السيادي كمتغير مستقل وعدد من المتغيرات المعتمدة المتمثلة (بمعدل النمو الاقتصادي، ومعدل التضخم، والدين الحكومي / GDP، ومعدل نمو الإيرادات العامة، والميزان الخارجي / GDP، واجمالي الاحتياطيات / GDP) وسلسلة زمنية تمتد من سنة ١٩٩٨ ولغاية ٢٠٢٣، وتبين من خلال نتائج الدراسة بان المتغيرات المتمثلة بـ (رصيد مساهمة صندوق الثروة السيادي في الاقتصاد، ومعدل النمو الاقتصادي، والدين الحكومي / GDP، والميزان الخارجي / GDP) كانت مستقرة عند المستوى بينما بقية المتغيرات المتمثلة بـ (معدل التضخم، ومعدل نمو الإيرادات العامة، واجمالي الاحتياطيات / GDP) كانت مستقرة عند الفرق الأول عند اختبار جذر الوحدة، لذا تم استخدام نموذج (ARDL) في تحليل علاقة التأثير بين متغيرات الدراسة، وبعد اجراء اختبار Bounds للتكامل المشترك تبين بأن هناك علاقة توازنية طويلة الاجل بين رصيد صندوق الثروة السيادي وكل من (معدل النمو الاقتصادي، ومعدل التضخم، والدين الحكومي / GDP، ومعدل نمو الإيرادات العامة، واجمالي الاحتياطيات / GDP)؛ بالإضافة إلى ذلك فقد كان لرصيد صندوق الثروة السيادي أثر ايجابي في الاجل القصير على (معدل النمو الاقتصادي، والدين الحكومي / GDP، ومعدل نمو الإيرادات العامة، واجمالي الاحتياطيات / GDP) وأثر سلبي على (معدل التضخم والميزان الخارجي / GDP)؛ أما في الاجل الطويل فقد كان لرصيد صندوق الثروة السيادي أثر ايجابي على (معدل النمو الاقتصادي، ومعدل التضخم، والدين الحكومي / GDP، ومعدل نمو الإيرادات العامة، واجمالي الاحتياطيات / GDP) وأثر سلبي على الميزان الخارجي / GDP؛ ومن خلال معنوية قيمة (T) تبين أن لرصيد صندوق الثروة السيادي دوراً كبيراً في تقرير مستوى (معدل التضخم، والدين الحكومي / GDP) في الاجل القصير، كما تشير معنوية قيمة (F) بانها كانت أقل من ٥٪ لكل من (معدل التضخم، والدين الحكومي / GDP، والميزان الخارجي / GDP)، وهذا دليل على المعنوية الكلية للنماذج الثلاثة في تفسير بيانات الظاهرة التي تمثلها.

الكلمات المفتاحية: صندوق الثروة السيادي، الاستقرار المالي، معدل النمو الاقتصادي، معدل التضخم، الدين الحكومي، الإيرادات العامة، الميزان الخارجي، الاحتياطيات الأجنبية.

Corresponding Author: E-mail: Hezha.hussein@uod.ac

المقدمة

تعد صناديق الثروة السيادية ركيزة أساسية في النظم الاقتصادية العالمية وإحدى الأدوات المالية الفريدة التي تلعب دوراً حاسماً في تحقيق الاستقرار المالي للدول من خلال تنويع مصادر الدخل وتخفيف المخاطر المرتبطة بالتقلبات الاقتصادية والمالية، إذ تساهم تلك الصناديق بشكل رئيسي في تعزيز بعض المؤشرات الاقتصادية الأساسية مثل معدل النمو الاقتصادي، ومعدل التضخم، ومعدل نمو الإيرادات العامة، والاحتياطيات الأجنبية، وتحقيق التوازن الخارجي، وتخفيض الدين العام، إذ تعكس إدارة الثروات الوطنية من خلال صناديق الثروة السيادية قدرة الدول على تخطيط استراتيجيات مالية فعالة تضمن استدامة النمو وتمكين الاقتصاد من مواجهة التحديات التي قد تواجهه.

تعمل صناديق الثروة السيادية على تعزيز معدل النمو الاقتصادي من خلال استثمار الفوائض المالية في مجموعة متنوعة من الأصول المحلية والعالمية، إذ تسهم هذه الاستثمارات في خلق فرص عمل جديدة ودعم النمو في القطاعات الاقتصادية المختلفة كأستثمار الأموال في مشروعات البنية التحتية، والذي يتطلب العمالة ويولد عوائد اقتصادية على المدى الطويل، وبالتالي يُعزز من مستوى معيشة الأفراد ويرفع من مستوى الناتج المحلي الإجمالي، علاوة على ذلك تلعب صناديق الثروة السيادية دوراً في التحكم في معدل التضخم من خلال توجيه الفوائض المالية إلى استثمارات مُنتجة، تُساعد هذه الصناديق على زيادة العرض في السوق وتعزيز الكفاءة الاقتصادية، كما أنها تتيح للحكومات تحسين قدرتها على إدارة الأزمات النقدية، مما يؤدي إلى استقرار الأسعار وتقليل الضغوط التضخمية، في هذا السياق يمكن لصندوق الثروة السيادية أن يوجه استثمارات نحو القطاعات الانتاجية المهمة والتي تعزز من الكفاءة الإنتاجية وتقود إلى تحسين مستوى الأسعار.

وفيما يتعلق بمعدل نمو الإيرادات العامة، تُعتبر صناديق الثروة السيادية وسيلة فعالة لتنمية الموارد المالية للحكومة، فالتوجهات الاستثمارية المدروسة يمكن أن تُحقق عوائد كبيرة تُضاف إلى الإيرادات العامة، مما يُساعد في تمويل البرامج الاجتماعية والخدمية، بالنتيجة يمكن للدولة استخدام تلك الإيرادات لتحقيق الأهداف التنموية والرواج الاقتصادي؛ وبخصوص الاحتياطيات الأجنبية فإن صناديق الثروة السيادية تُعزز من قدرة الدول على الاحتفاظ بمستويات كافية من الاحتياطيات التي تُمكنها من مواجهة

تقلبات الأسواق العالمية ، تُسهم هذه الاحتياطات في دعم العملة الوطنية وتعزيز الثقة في النظام المالي وهذا يعد أمراً بالغ الأهمية لتحقيق الاستقرار النقدي والاقتصادي.

إضافة إلى ذلك ، يُعد تحقيق التوازن الخارجي من الأهداف الاستراتيجية الهامة التي تسعى إليها الدول إذ تُساهم صناديق الثروة السيادية في تحسين ميزان المدفوعات من خلال استثماراتها في الأسواق العالمية ، وتوليد القيم المضافة التي تُساعد في تحقيق توازن أكبر في العلاقات التجارية ؛ وأخيراً تعمل صناديق الثروة السيادية على تخفيض الدين العام من خلال تقديم الدعم المالي للحكومة وتمويل المشاريع بشكل مباشر أو عبر استثمارات تعود بعائدات على المدى الطويل ، يساعد هذا الدور في تخفيف العبء المالي عن الدولة ويعزز من قدرتها على اتخاذ قرارات اقتصادية أكثر استقلالية ويتجنب الحاجة إلى الاقتراض. في الختام فإن لصناديق الثروة السيادية أهمية كبيرة في تحقيق الاستقرار المالي لمؤشرات الاقتصاد الكلي، إن الإدارة الحكيمة لهذه الصناديق تُعتبر محركاً رئيسياً للنمو الاقتصادي المستدام، ووسيلة فعالة للتحكم في التضخم، وزيادة الإيرادات العامة، وتعزيز الاحتياطات الأجنبية، وتحقيق التوازن الخارجي، وتخفيض الدين العام؛ ومن خلال التوجهات الاستثمارية المدروسة والشفافية في الإدارة، يمكن للدول تحقيق رفاهية مستدامة للأجيال القادمة وضمان استقرار اقتصادي في مواجهة التحديات العالمية.

أولاً: مشكلة الدراسة

تعاني معظم البلدان من مشاكل اقتصادية جمة ابرزها ارتفاع معدلات التضخم الناتج عن ارتفاع المستوى العام للأسعار ، وارتفاع الدين الحكومي ، وعدم تحقيق نمو اقتصادي مناسب ، واختلال التوازن الخارجي (توازن ميزان المدفوعات) ، بالإضافة الى انخفاض مستوى الإيرادات العامة والاحتياطات الأجنبية ، هذه المتغيرات ركزت عليها أغلب البلدان لانها متغيرات مهمة داخل كل دولة لتحقيق الاستقرار والتوازن المالي داخل البلاد ، لذا فان ظهور احد تلك المشاكل يؤثر على المستوى المعيشي ويخفض مستوى الرفاهية للمجتمع ، ويبرز دور الحكومات هنا عن طريق التدخل باستخدام ادوات معينة لمعالجة تلك المشاكل الاقتصادية او التخفيف من حدتها قدر الامكان من اجل النهوض بالمستوى والاداء الاقتصادي داخل البلاد ، ومن هنا برز دور صندوق الثروة السيادي في معالجة تلك المشاكل وخاصة في الدول التي تمتلك فوائض مالية ، إذ يمكن الاستفادة من تلك الفوائض عن طريق استثمارها في صندوق الثروة السيادي ومعالجة المشاكل الاقتصادية وتحقيق التوازن المالي في أوقات الشدة والازمات المالية .

ثانياً: فرضيات الدراسة

تستند الدراسة على الفرضيات الآتية:

1. يؤثر رصيد صندوق الثروة السيادي تأثيراً طردياً وذات دلالة معنوية احصائياً في معدل النمو الاقتصادي.
2. يؤثر رصيد صندوق الثروة السيادي تأثيراً طردياً وذات دلالة معنوية احصائياً في معدل التضخم اذا كان الاقتصاد في حالة التشغيل الكامل للموارد الاقتصادية وعكسياً وذات دلالة معنوية احصائياً ان كان الاقتصاد دون التشغيل الكامل للموارد الاقتصادية.
3. يؤثر رصيد صندوق الثروة السيادي تأثيراً عكسياً وذات دلالة معنوية احصائياً في الدين الحكومي.
4. يؤثر رصيد صندوق الثروة السيادي تأثيراً طردياً وذات دلالة معنوية احصائياً في نمو الإيرادات العامة.
5. يؤثر رصيد صندوق الثروة السيادي تأثيراً طردياً وذات دلالة معنوية احصائياً في تحقيق التوازن الخارجي.
6. يؤثر رصيد صندوق الثروة السيادي تأثيراً طردياً وذات دلالة معنوية احصائياً في الاحتياطات الأجنبية.

ثالثاً: أهمية الدراسة

تستمد الدراسة أهميتها من خلال تركيزها على أحد المواضيع المهمة في مجال الاسواق والسياسة المالية ألا وهو أثر صندوق الثروة السيادي في تحقيق الاستقرار المالي لمؤشرات الاقتصاد الكلي ، إذ يناقش هذا الموضوع واحدة من أهم القضايا المرتبطة بالسياسة المالية ودور الحكومة في استخدام الادوات المتاحة لديها كصندوق الثروة السيادي في تحقيق التوازن المالي من خلال تحقيق النمو الاقتصادي ، واستقرار الاسعار ، وتخفيض الدين الحكومي ، ونمو الإيرادات العامة والاحتياطات الأجنبية ، وتحقيق التوازن الخارجي ، هذه الاهداف تركز عليها كل البلدان من اجل زيادة رفاهية المجتمع وتحقيق الاستقرار المالي.

رابعاً: أهداف الدراسة

تسعى الدراسة إلى تحقيق الأهداف الآتية:

1. تسليط الضوء على مجموعة من المتغيرات الاقتصادية الكلية للتعبير عن الاستقرار المالي وأثر رصيد صندوق الثروة السيادي على تلك المتغيرات.
2. تحليل علاقة التكامل المشترك بين رصيد صندوق الثروة السيادي ومتغيرات الاقتصاد الكلي للتعبير عن الاستقرار المالي بالإضافة الى تحليل العلاقات في المدى القصير والطويل بين تلك المتغيرات في النرويج خلال المدة موضوع الدراسة.
3. اجراء مجموعة من الاختبارات التشخيصية للتأكد من خلو النماذج المستخدمة من مشاكل التحليل الاحصائي مثل مشكلة اختلاف التباين، والارتباط الذاتي للبواقي، ومشكلة غياب التوزيع الطبيعي للبواقي ومشكلة عدم الاستقرار الهيكلي.

خامساً: متغيرات الدراسة والمدة الزمنية

تم تحليل بيانات سلسلة زمنية سنوية لمدة ٢٦ سنة وللمدة (١٩٩٨ - ٢٠٢٣) في النرويج، وتم استخدام مجموعة من المتغيرات الاقتصادية الكلية كمتغيرات معتمدة للتعبير عن الاستقرار المالي والمتمثلة بـ (معدل النمو الاقتصادي، معدل التضخم، الدين

الحكومي / GDP، معدل نمو الإيرادات العامة، الميزان الخارجي / GDP، اجمالي الاحتياطيات / GDP)، أما المتغير المستقل فتمثل برصيد صندوق الثروة السيادي.

سادساً: الأساليب المستخدمة في تحليل الدراسة

تم استخدام الأسلوب الإحصائي القياسي الكمي لتحليل وقياس اثر المتغير المستقل المتمثل برصيد صندوق الثروة السيادي على المتغيرات المعتمدة المتمثلة بـ (معدل النمو الاقتصادي، معدل التضخم، الدين الحكومي / GDP، معدل نمو الإيرادات العامة، الميزان الخارجي / GDP، اجمالي الاحتياطيات / GDP) في النرويج، وبلاستعانة ببرنامج (Eviews) تم اتباع طرق واختبارات قياسية خاصة بإجراء التحليل كاختبار الاستقرارية والتكامل المشترك وتحليل العلاقات قصيرة وطويلة الاجل بين متغيرات الدراسة بالإضافة للاختبارات التشخيصية وباستخدام نموذج (ARDL).

المبحث الأول: الجانب النظري

أولاً: مفهوم الصناديق السيادية

صناديق الثروة السيادية ليست حديثة الظهور، إذ ترجع نشأتها الى خمسينيات القرن الماضي وتحديداً في عام ١٩٥٣ عندما انشأت دولة الكويت "مكتب الاستثمار الكويتي" والذي يسمى "هيئة الاستثمار الكويتي" حالياً، لقد كان عدد الصناديق السيادية حتى عام ١٩٦٩ قليل جداً إذ لا يتجاوز ٣ صناديق (بن قذور وبوفليخ، ٢٠١٧: ٣٤). وازداد عدد الصناديق بعد ذلك حيث انشأت سنغافورة صندوق (تيماسيك) في عام ١٩٧٤ ومولتها عن طريق إيرادات التجارة الخارجية، ومن ثم قامت دولة الامارات المتحدة بإنشاء صندوق هيئة الاستثمار ابو ظبي في عام ١٩٧٦ ومولتها عن طريق الفوائض النفطية، وقد شاع ظهور هذه الصناديق بعد الازمة المالية العالمية عام ٢٠٠٨ (نعمة وعلي، ٢٠٢٢: ٢٨٣) ولا يوجد إجماع حول مفهوم صناديق الثروة السيادية وبصعب ان يتفق الكتاب والهيئات الدولية والاقليمية على وضع تعريف شامل لهذه الصناديق وذلك لوجود اختلاف في طبيعتها وخصائصها، وفيما يلي استعراض لأبرز التعريفات الواردة في الأدبيات ذات الصلة:

- هي صناديق تُنشئها الحكومات من فوائض ميزان المدفوعات، وعمليات بيع وشراء العملات الأجنبية، وعائدات الخصخصة، والفوائض المالية، و/أو الإيرادات الناتجة عن صادرات السلع، لأغراض الاقتصاد الكلي ولتحقيق أهداف مالية بالاعتماد على مجموعة من استراتيجيات الاستثمار وتشمل الاستثمار في الموجودات المالية الأجنبية. (Das et al., 2010: 205).
- هي أدوات لإدارة الأموال العامة تعزز النشاط الاقتصادي وتعمل بشكل رئيسي في استثمارات خارج حدود الدولة، سعياً لتحقيق مزيج من تعظيم العائد المعدل بالمخاطرة من ذلك الذي توفره الاستثمارات الأكثر أماناً مثل السندات الحكومية، وتحصل على رأس مالها بشكل رئيسي من فوائض الحساب الجاري واحتياطيات النقد الأجنبي الزائد، وعادةً ما تخضع لسيطرة حكوماتها. (Jory et al., 2010:590).
- هي صناديق استثمارية مملوكة، أو خاضعة لسيطرة، أو مراقبة الحكومة بشكل مباشر أو غير مباشر، بهدف استقرار تقلبات الاقتصاد الكلي الناتجة عن اختلال ميزان المدفوعات، أو لتحقيق الاستقرار، والادخار، وتوليد الإيرادات، ودفع المعاشات التقاعدية. (Petrova et al., 2011:3).
- هي صناديق مسؤولة عن ادارة الاحتياطيات الدولية للحكومات التي تكون استثماراتها اقل من مدخراتها وتكون لديها فوائض مالية في الحساب الجاري وتوظفها في موجودات مالية اجنبية (حاجي، ٢٠١٦: ٤٣).
- ويعرفها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) بانها وسائط استثمارية مملوكة للحكومات وتدار بشكل مستقل عن احتياطيات السطات النقدية، ويتم تمويلها من موجودات النقد الاجنبي (الراجحي، ٢٠٢٣: ١٠).
- ويرى الباحثان بان صناديق الثروة السيادية هي أدوات مالية حكومية تجمع بين وظيفتي الادخار والاستثمار في آن واحد، تستخدمها الحكومات بما تمتلكها من سلطة وسيادة في تحقيق الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي وتحقيق الاستدامة المالية للأجيال القادمة من خلال ادارة واستغلال ثروات الدولة السيادية.

ثانياً: أهمية صناديق الثروة السيادية

ان صناديق الثروة السيادية انشأت لإيجاد الحلول الممكنة لادارة موارد الدولة بكفاءة وفاعلية من خلال ضخ السيولة في الاسواق المالية وقدرتها على الاستثمار لمواجهة التقلبات ولاسيما وقت الازمات، وتحقيق الاستقرار الاقتصادي، وتحقيق العدالة في توزيع الثروة بين الاجيال (طاهر، ٢٠٢١: ٥٣).

يرى (Drezner) بان هناك ثلاث حوافز لإنشاء صناديق ثروة سيادية: الأولى هي رغبة الدول في إنشاء موجودات تضمن تدفقاً طويلاً الأجل من الإيرادات للحماية من تقلبات أسعار السلع الأساسية، وتحول هذه الدول الموجودات المستخرجة من باطن الأرض إلى موجودات أكثر سيولة، الثانية هي سعي العديد من هذه الحكومات إلى تكوين صناديق احتياطية للمستقبل الذي يُستهلك فيه كل ما في باطن الأرض من النفط مثلاً. الثالثة هي التركيز على الاستثمارات الأجنبية، إذ تحاول هذه الحكومات استباق "المرض الهولندي" المتمثل في ارتفاع قيمة العملات بسرعة، ويمكن للاستثمار الخارجي عبر صناديق الثروة السيادية إنجاز جميع هذه المهام. (Drezner, 2016: 116-117).

اما من وجهة نظر (بن قذور وبوفليخ، ٢٠١٧: ٣٤) تكمن أهمية صناديق الثروة السيادية في الاتي:

١. حماية الاقتصاد والموازنة العامة من تقلبات أسعار المواد الأولية، وبالتالي تحقيق الاستقرار في العوائد من تصديرها، لان أسعار السلع الأساسية وخاصة النفط تخضع لتقلبات كبيرة ومفاجئة، وهذا هو الهدف الأساسي للكثير من الصناديق السيادية السلعية كهيئة الكويت للاستثمار.
٢. تكوين المدخرات للأجيال القادمة المتحققة من المصادر الطبيعية غير المتجددة، وتوظيفها في موجودات مالية دائمة، وبالتالي تحقيق التوزيع العادل لعوائد الموارد الطبيعية بين الأجيال، والحماية ضد الاستغلال المفرط للطاقة.
٣. استمرار وإدامة رواتب المعاشات التقاعدية، وتغطية التزامات التقاعد الطارئة غير المحددة في الميزانية العمومية للدولة.
٤. استثمار الاحتياطيات وكسب وتحسين عوائد أكبر لشركات استثمار الاحتياطيات التي أنشئت لغرض زيادة أداء احتياطيات الصرف الأجنبي وفق ما اشار إليه صندوق النقد الدولي، باستثمار هذه الاحتياطيات بطرق أفضل مقارنة بالأسلوب التقليدي المطبق على الاحتياطيات الرسمية.
٥. تقديم دعم ومساعدات لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية والاجتماعية، من خلال تعزيز السياسات الصناعية وتمويل مشاريع البنية التحتية والاستثمار في القطاعات الاستراتيجية وإقامة شركات صناعية.

ثالثاً: أنواع الصناديق السيادية

يمكن تصنيف صناديق الثروة السيادية الى العديد من التصنيفات، فمن حيث ادارة أموالها، تدار غالبية هذه الصناديق من قبل الحكومات الوطنية، وهناك أيضاً صناديق مملوكة لحكومات محلية كالمحافظات والإمارات والولايات (كما هو الحال في كندا والإمارات العربية المتحدة والولايات المتحدة على التوالي). ويُدار بعضها بشكل شبه مستقل - أي أن الحكومة تُعين مجلساً للإشراف على عمليات صناديق الثروة السيادية (مثل صندوق الحكومة الأسترالية للمستقبل) - بينما تُدار صناديق أخرى مباشرة من قبل وزارة المالية (مثل صندوق الاستثمار الإندونيسي). وهناك أيضاً صناديق تُديرها البنوك المركزية (مثل الصندوق الوطني لكازاخستان وحساب فائض النفط الخام النيجيري)، ويخضع عدد قليل من صناديق الثروة السيادية لسيطرة مباشرة من رئيس الدولة (كصندوق النفط الحكومي لجمهورية أذربيجان وصندوق استثمار الاستقرار الاقتصادي الكلي في فنزويلا). وتُنشأ بعض صناديق الثروة السيادية كشركات خاصة بموجب قانون الشركات.

أما من حيث مصدر تمويلها هناك نوعين من صناديق الثروة السيادية: السلعية وغير السلعية، تُمول صناديق الثروة السيادية السلعية من عائدات تصدير النفط أو السلع، بينما تُمول صناديق الثروة السيادية غير السلعية من خلال التحويلات من احتياطيات النقد الأجنبي. (Jory et al., 2010:590).

أما من حيث الهدف فإن صندوق النقد الدولي ومبادئ سانتياغو تصنف صناديق الثروة السيادية إلى خمس مجموعات هي:

١. **صناديق الاستقرار:** تُنشأ لدعم الميزانية والاقتصاد في مواجهة تقلبات أسعار السلع الأساسية، والصدمات الداخلية والخارجية (مثل صناديق الثروة السيادية الروسية للنفط والاقتصاد). تُشبه هذه الصناديق احتياطيات النقد الأجنبي للبنوك المركزية في السبولة وفي أهدافها الاستثمارية، لكنها تختلف في موقفها تجاه المخاطر.
٢. **صناديق الادخار:** تُنشأ لحفظ الثروة للأجيال القادمة (مثل هيئة أبو ظبي للاستثمار) والغرض الرئيسي من هذه الصناديق هو تحويل الموجودات الأساسية غير المتجددة (النفط) إلى موجودات مالية متنوعة.
٣. **صناديق التنمية:** يتمثل الهدف الأساسي لصناديق التنمية في تمويل المشاريع الاجتماعية والاقتصادية مثل البنية التحتية وتعزيز السياسات الصناعية.
٤. **شركات استثمار الاحتياطيات:** تهدف إلى تقليل التكلفة السلبية للاحتياطيات وزيادة عوائد الاحتياطيات الأجنبية (مثل مؤسسة الاستثمار الصينية، ومؤسسة الاستثمار الكورية). وتستثمر هذه الشركات بشكل رئيسي في الأسهم والاستثمارات البديلة.
٥. **صناديق احتياطي المعاشات التقاعدية:** توظف مواردها لتحقيق التدفقات النقدية المستقبلية من أجل الوفاء بالالتزامات الحكومية المتعلقة بالمعاشات التقاعدية كما في (أستراليا، ونيوزيلندا، والنرويج). هذه الصناديق المذكورة أعلاه ليست متعارضة الأهداف فبعض الصناديق لها أهداف متعددة، مثل صندوق النرويج، وأستراليا، وأذربيجان. (Al-Hassan et al., 2013: 5-6)

رابعاً: مفهوم الاستقرار المالي

يعتبر الاستقرار المالي الحجر الأساسي للتصدي للالتزامات الاقتصادية والمالية، وتمثل جميع عوامل الاستقرار المالي من القطاع المصرفي والأسواق المالية والبنية التحتية صمام الأمان لتحقيق التوازن الاقتصادي للدولة. ومع ظهور العديد من التغيرات والتطورات في النظام المالي من ظهور البنوك الرقمية وانتشار العملات المشفرة واستخدام التقنيات الحديثة في الخدمات المالية والأسواق المالية، ومع زيادة الترابط بين الأسواق المالية والاقتصاديات حول العالم، أصبحت الحاجة إلى تحقيق الاستقرار المالي أكثر وذلك لتجنب الوقوع في الأزمات المالية والاقتصادية على نطاق واسع سواء على مستوى الأفراد أو الشركات أو الدول. يعرف الاستقرار المالي بأنه حالة يُخصص فيها النظام المالي الموارد بكفاءة بين الأنشطة الاقتصادية بشكل مستمر، ويُقيس ويُدير المخاطر المالية، ويمتص الصدمات. (International Monetary Fund, 2008: 131) كما يُعرفها (معهد الدراسات العربية، ٢٠٢٥) بأنه قدرة النظام المالي الذي يتضمن المؤسسات المالية وأسواق المال والبنية التحتية على تحمل الصدمات والاختلالات والالتزامات المالية، ويساهم في تقليل احتمالية حدوث معوقات في تقديم الخدمات المالية وبالتالي زيادة تخصيص الاموال المدخرة للاستثمار.

أيضاً يعبر الاستقرار المالي عن قدرة المصارف المركزية على صياغة السياسات النقدية والمالية والرقابة والإشراف على القطاع المصرفي والمؤسسات المالية الأخرى في تحقيق التزاماتها دون معوقات، وكذلك استقرار الأسواق المالية والأنشطة المتعلقة بها كونها الركائز الأساسية في الانظمة المالية. (Dienillah, & Lukytawati, 2018: 433)

خامساً: أهمية الاستقرار المالي

يتمثل أهمية الاستقرار المالي بالنقاط الآتية:

1. تيسير تخصيص الفعال للموارد الاقتصادية - مكانياً وخاصةً عبر الزمن - وفعالية العمليات الاقتصادية الأخرى (مثل تراكم الثروة، والنمو الاقتصادي، ومن ثم الازدهار الاجتماعي).
2. يُساعد الاستقرار المالي النظام الاقتصادي على تخصيص الموارد، وإدارة المخاطر، وامتصاص الصدمات، وفعالية العمليات الاقتصادية الأخرى (مثل تراكم الثروة، والنمو الاقتصادي، ومن ثم الازدهار الاجتماعي. (International Monetary Fund, 2008: 102) ، (Schinasi, 2024: 8)
3. يتمكن النظام المالي من خلال الاستقرار المالي تحقيق حالة من التوازن في تحقيق وظائفه الاقتصادية كتخصيص الموارد الاقتصادية وتسوية المدفوعات وموازنة وتقييم المخاطر المالية المستقبلية وتسعيها بدقة وإدارتها بشكل جيد ، والقدرة على استمرار أداء هذه الوظائف بالكفاءة اللازمة حتى في حالة حدوث الأزمات والصدمات والحالات التي تحتاج الى تغييرات هيكلية. (صندوق النقد العربي، ٢٠١٤: ١٦) (Schinasi, 2024: 8)
4. يساهم الاستقرار المالي في الحفاظ على صحة وسلامة المؤسسات المالية وحماية القطاع المصرفي من المخاطر المالية وقوة ومثانة البنية التحتية المالية للدولة (الطائي، ٢٠١٧: ٤٩).
5. غياب الاستقرار المالي يؤثر بشكل سلبي على النمو الاقتصادي وبالتالي يؤدي الى حدوث مشاكل اقتصادية متمثلة بحالة الانكماش وهذا يتسبب فيما بعد بمشكلة جديدة وهي ارتفاع معدلات البطالة (المالكي والطائي، ٢٠١٨: ١٨٣).

سادساً: العلاقة النظرية بين صناديق الثروة السيادية والاستقرار المالي

ان العلاقة بين صناديق الثروة السيادية والاستقرار المالي هي علاقة تكاملية وتلعب صناديق الثروة السيادية دوراً بارزاً في تحقيق الاستقرار المالي، خاصة في الدول التي تعتمد على موارد طبيعية غير متجددة او الاقتصاديات التي تواجه تقلبات كثيرة في إيراداتها بسبب التغيرات في الاسواق المالية، وتعتبر هذه الصناديق كاداة استراتيجية لتحقيق الاستقرار المالي وذلك عبر إدارة فوائض الثروة (مثل إيرادات النفط) لاستثمارها بعيداً عن التقلبات قصيرة الأجل وتوجيهها لتحقيق النمو المستدام والحفاظ على ثقة المستثمرين. تساهم هذه الصناديق في تنويع مصادر إيرادات الدولة وتقليل الاعتماد على قطاع واحد، مما يساهم في تحقيق الاستقرار المالي العام للدولة على المدى الطويل. (بن مبارك وباروق، ٢٠٢٥: ١٦). كما تحافظ هذه الصناديق على الفوائض المالية الناتجة عن الصدمات الايجابية وتضمن حسن سيرها وحمايتها من الاسراف والتبذير وسوء الاستخدام (بولودنين، ٢٠٢٠: ٢٠). لذا تحقق الصناديق السيادية الاستقرار في الميزانية وحماية الاقتصاد من التقلبات وذلك من خلال تنويع صادرات الدولة من السلع واستغلال الفوائض النقدية الناتجة من إيرادات النفط والغاز والمواد الأخرى ومن الاحتياطات الأجنبية والإدخارات المحلية وبالتالي مساعدة السلطات المالية والنقدية في إنفاق فائض السيولة (طهراوي وشاقور، ٢٠١٨: ١٣٦).

اما من وجهة نظر (يوملة وحמיד، ٢٠١٨: ١٥) و(بن قدور و بوفليح، ٢٠١٧: ٣٤-٣٥) تساهم الصناديق السيادية في تحقيق الاستقرار المالي من خلال النقاط الآتية:

1. الحد من تقلبات أسعار السلع (ولا سيما النفط): عند ارتفاع أسعار السلع، تُحوّل الفوائض المالية إلى الصندوق السيادي، بينما يُلجأ إلى السحب منه في فترات الانخفاض لتمويل الإنفاق العام، الأمر الذي يساعد على تجنب التقلبات الحادة في الموازنة العامة.
2. تنويع مصادر الإيرادات: يساهم الاستثمار في محفظة عالمية متنوعة من الأصول في تقليل مخاطر الاعتماد على قطاع واحد، ويوفر حماية للاقتصاد من الصدمات والتقلبات المحلية.
3. تعزيز الاستثمار طويل الأجل: توجيه أموال الصندوق نحو مشاريع البنية التحتية والمشروعات الاستراتيجية ذات الأفق الطويل يدعم النمو الاقتصادي ويوفر فرص عمل، دون تحميل موازنة العام الحالي أعباء إضافية.
4. تعزيز الثقة والملاءة السيادية: يعكس وجود صندوق سيادي قوي كفاءة الدولة في إدارة أصولها، مما يدعم تصنيفها الائتماني ويحد من تعرضها لمخاطر الدين، كما تشير تقارير صندوق النقد العربي المتعلقة بالمخاطر السيادية.
5. وسيلة للتمويل في أوقات الأزمات: توفر الصناديق السيادية مصدراً مهماً للسيولة يمكن الحكومات من مواجهة الأزمات المالية أو الصحية، مثل جائحة كورونا، دون الحاجة إلى الاقتراض مرتفع التكلفة أو تقليص الإنفاق الأساسي.

المبحث الثاني: الجانب العملي

تحليل أثر صندوق الثروة السيادي على الاستقرار المالي لمتغيرات الاقتصاد الكلي

نحاول في هذا الجزء من الدراسة الوقوف على تأثير صندوق الثروة السيادي على الاستقرار المالي لمتغيرات الاقتصاد الكلي والمتمثلة بـ (معدل النمو الاقتصادي ، معدل التضخم ، الدين الحكومي / GDP ، معدل نمو الإيرادات العامة ، الميزان الخارجي / GDP ، اجمالي الاحتياطيات / GDP) في النزوح ، وإثبات فرضيات الدراسة ونقلها من الواقع النظري إلى التطبيق (العملي) سنستعين بالاقتصاد القياسي الذي يضيف على العلاقات الوصفية سمة التقريب الواقعي ، كما يعمل على إثبات صحة النظريات

الاقتصادية أو خطؤها ، لذا فإن استخدام أسلوب الاقتصاد القياسي يعد أمراً ضرورياً للحصول على إثباتات عملية صحيحة حول الظاهرة المدروسة ، وكذلك للتأكد من صحة الفرضيات والعلاقات السلوكية بين المتغيرات المقاسة ، واتساقاً مع ذلك تم الاعتماد على نموذج $Auto-regressive Distributed Lag Models$.

أولاً: هيكل النموذج

يتكون النموذج من معادلة انحدار خطي بسيط يتضمن متغير مستقل متمثل برصيد مساهمة صندوق الثروة السيادي في الاقتصاد، ومجموعة من المتغيرات المعتمدة والمتمثلة بـ (معدل النمو الاقتصادي، معدل التضخم، الدين الحكومي / GDP، معدل نمو الإيرادات العامة، الميزان الخارجي / GDP، اجمالي الاحتياطيات / GDP)، كما أن النموذج يتضمن المتغير العشوائي والذي يوضع بجانب المتغير المستقل وهو يمثل جميع المتغيرات الأخرى التي تؤثر على المتغير المعتمد والتي لم يتم التطرق إليها. ويمكن توصيف الدوال بالشكل الآتي :

$$Y_1 = F(X)$$

$$Y_2 = F(X)$$

$$Y_3 = F(X)$$

$$Y_4 = F(X)$$

$$Y_5 = F(X)$$

$$Y_6 = F(X)$$

وإن الصيغة القياسية للنماذج هي :

$$Y_1 = b_0 + b_1 \text{Log } X + U_i$$

$$Y_2 = b_0 + b_1 \text{Log } X + U_i$$

$$Y_3 = b_0 + b_1 \text{Log } X + U_i$$

$$Y_4 = b_0 + b_1 \text{Log } X + U_i$$

$$Y_5 = b_0 + b_1 \text{Log } X + U_i$$

$$Y_6 = b_0 + b_1 \text{Log } X + U_i$$

إذ يعبر:

X : رصيد مساهمة صندوق الثروة السيادي في الاقتصاد وهو يمثل المتغير المستقل وقد عبرنا عنه باللوغاريتم الطبيعي للأرقام المطلقة وبالعملة المحلية (كرونة).

Y_1 : معدل النمو الاقتصادي وهو يمثل المتغير المعتمد الاول وقد عبرنا عنه بنسبة مئوية.

Y_2 : معدل التضخم وهو يمثل المتغير المعتمد الثاني وقد عبرنا عنه بنسبة مئوية.

Y_3 : الدين الحكومي / GDP وهو يمثل المتغير المعتمد الثالث وقد عبرنا عنه بنسبة الدين الحكومي مقسوماً على الناتج المحلي الاجمالي.

Y_4 : معدل نمو الإيرادات العامة وهو يمثل المتغير المعتمد الرابع وقد عبرنا عنه بنسبة مئوية.

Y_5 : الميزان الخارجي / GDP وهو يمثل المتغير المعتمد الخامس وقد عبرنا عنه بنسبة رصيد ميزان المدفوعات مقسوماً على الناتج المحلي الاجمالي.

Y_6 : اجمالي الاحتياطيات / GDP وهو يمثل المتغير المعتمد السادس وقد عبرنا عنه بنسبة اجمالي الاحتياطيات مقسوماً على الناتج المحلي الاجمالي.

U_i : المتغير العشوائي، وهو يعبر عن المتغيرات الأخرى جميعاً والتي يمكن أن تؤثر على متغيرات الاستقرار المالي لمتغيرات الاقتصاد الكلي والتي لم يتطرق إليها ، إذ أن لكل ظاهرة أو متغير مدروس العديد من العوامل المختلفة والتي تؤثر فيه بشتى الطرق ، لذا فقد يتناول المهتم بالموضوع أحد تلك العوامل أو مجموعة منها وحسب متطلبات الدراسة لكنه بدون شك لن يكون قادراً على الإلمام بجميع العوامل المؤثرة أما لصعوبة قياسها كميًا ، أو لعدم القدرة على حصرها وتوفير البيانات اللازمة عنها ، لذلك يستعاض عنها بالمتغير (U_i) والذي يعبر عن تلك المتغيرات .

ثانياً: تحديد فترة الإبطاء الملائمة

يتم تحديد فترة التباطؤ الملائمة لكل نموذج من نماذج الدراسة عن طريق إجراء انحدار ذاتي لكل متغير ولفترة 6 إبطاءات واحدة تلو الأخرى لحين التوصل الى نموذج يحقق أفضل قيم للمعايير (HQ ، SC ، AIC) وكانت النتائج كما موضحة في الجدول التالي:

جدول (١): نتائج اختبار Lag Length Criteria

Hannan-Quinn information criterion HQ	Schwarz information criterion SC	Akaike information criterion AIC	عدد الإبطاءات لكل نموذج Lag	النموذج
-1.905372*	-1.753731*	-1.952102*	(2, 0)	1
-5.980908*	-5.591463*	-6.088855*	(4, 4)	2
6.211172*	6.590275*	6.094346*	(4, 4)	3
-0.838068*	-0.721235*	-0.870452*	(1, 0)	٤
6.159640*	6.349191*	6.101227*	(3, 0)	5
-5.498843*	-5.343065*	-5.542022*	(1, 1)	6

* تشير إلى فترة الإبطاء المختارة بالاعتماد على المعيار المختار

* الجدول من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews

يُظهر الجدول (١) أن أفضل فترة إبطاء ملائمة للنموذج الأول هي (2, 0)، وللنموذج الثاني والثالث هي (4, 4)، وللنموذج الرابع هي (1, 0)، وللنموذج الخامس هي (3, 0)، وللنموذج السادس هي (1, 1) لكونها معنوية حسب المعايير الثلاث المعتمدة.

ثالثاً: اختبار استقرارية متغيرات الدراسة

إن بيانات السلاسل الزمنية غالباً ما يوجد بها عامل الاتجاه العام الذي يعكس بعض الظروف التي تؤثر على المتغير وتجعله ينحدر على نفس النمط لذا يُفترض التخلص من هذا الاتجاه العام والتوصل إلى الاستقرار تلافياً لحدوث مشكلة الإنحدار الزائف بين المتغيرات، وسيتم اختبار استقرارية السلاسل المعتمدة في هذه الدراسة باستخدام اختبار جذر الوحدة، وبالرغم من تعدد اختبارات جذر الوحدة فسيتم الاعتماد على اختبار ديكي فولر الموسع Augmented Dickey-Fuller (ADF)، من أجل التأكد من وجود جذر الوحدة من عدمه في بيانات الدراسة، إذ يُبنى الاختبار على أساس الفرضية الآتية:

H0: وجود لجذر الوحدة في السلسلة الزمنية

H1: عدم وجود لجذر الوحدة في السلسلة الزمنية

وبعد تغذية برنامج Eviews ببيانات متغيرات الدراسة وإجراء الاختبار تم الحصول على المخرجات الموضحة في الجدول أدناه:

جدول (٢): نتائج اختبار ديكي فولر الموسع لجذر الوحدة قبل الاستقرارية وبعد الاستقرارية لمتغيرات الدراسة خلال المدة (١٩٩٨ - ٢٠٢٣)

القرار	الفرق الأول (1st difference)			المستوى (Level)			القيم الحرجة المتغيرات
	Noon	Trend & Intercept	Intercept	Noon	Trend & Intercept	Intercept	
مستقرة عند الفرق الأول I(0)	-1.9601	-3.6328	-3.0299	-1.9580	-3.6328	-3.0123	X
مستقرة عند المستوى I(0)	....	....	....	6.1264	-2.6187	-3.6301	Prob.
مستقرة عند الفرق الأول I(1)	-7.3988	-3.8368	-7.3578	0.3186	-3.0048	-2.5528	Y ₁
مستقرة عند المستوى I(0)	0.0000	0.0359	0.0000	0.7695	0.1505	0.1158	Prob.
مستقرة عند الفرق الأول I(1)	0.0000	0.0013	0.0005	0.4499	0.8297	0.6406	Y ₂
مستقرة عند المستوى I(0)	....	....	....	0.2069	-5.3885	-5.1150	Prob.
مستقرة عند الفرق الأول I(1)	-5.0450	-5.3169	-5.0508	-0.5940	-1.4193	-1.2395	Y ₃
مستقرة عند المستوى I(0)	0.0000	0.0025	0.0003	0.6593	0.4435	0.1798	Prob.
مستقرة عند الفرق الأول I(1)	-5.2997	-5.0326	-5.1852	-0.0416	-2.2506	-2.2995	Y ₄
مستقرة عند المستوى I(0)	0.0000	0.0025	0.0003	0.6593	0.4435	0.1798	Prob.
مستقرة عند الفرق الأول I(1)	-5.2997	-5.0326	-5.1852	-0.0416	-2.2506	-2.2995	Y ₅
مستقرة عند المستوى I(0)	0.0000	0.0025	0.0003	0.6593	0.4435	0.1798	Prob.
مستقرة عند الفرق الأول I(1)	-5.2997	-5.0326	-5.1852	-0.0416	-2.2506	-2.2995	Y ₆
مستقرة عند المستوى I(0)	0.0000	0.0025	0.0003	0.6593	0.4435	0.1798	Prob.

* الجدول من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews

يمثل الجدول (٢) ملخص لنتائج الاستقرارية لجميع متغيرات الدراسة، ويُلاحظ أن المتغير X الذي يمثل رصيد مساهمة صندوق الثروة السيادي في الاقتصاد، والمتغير Y₁ الذي يمثل معدل النمو الاقتصادي، والمتغير Y₃ الذي يمثل الدين الحكومي / GDP، والمتغير Y₅ الذي يمثل الميزان الخارجي / GDP، مستقرة عند المستوى وذلك من خلال مقارنة القيمة المطلقة المحسوبة لهم مع القيمة المطلقة الجدولية، إذ أن القيم المطلقة المحسوبة لديكي فولر الموسع للمتغيرات الثلاثة هي أكبر من القيم المطلقة الجدولية، وهذا يدعو إلى رفض الفرضية الصفرية التي تدعي بوجود جذر الوحدة وقبول الفرضية البديلة أي أن تلك المتغيرات مستقرة

وخالية من جذر الوحدة عند المستوى ، وما يؤكد هذه النتيجة هي أن جميع القيم الاحتمالية (prob.) للمتغيرات الثلاث أقل من مستوى الدلالة الإحصائية ٥٪ ، إذن فإن المتغيرات (Y_5, Y_3, Y_1, X) هي متكاملة من الدرجة صفر $I(0)$. أما فيما يخص المتغيرات المتبقية المتمثلة بـ Y_2 الذي يمثل معدل التضخم ، والمتغير Y_4 الذي يمثل معدل نمو الإيرادات العامة ، والمتغير Y_6 الذي اجمالي الاحتياطيات / GDP ، فهي غير مستقرة عند المستوى لذا ينبغي أخذ الفروق الأولى لها ، وبعد أخذ الفرق الأول يلاحظ أنها أصبحت مستقرة في حال مقارنة قيم الاختبار المطلقة المحسوبة مع القيم المطلقة الجدولية ، فيلاحظ أن القيم المحسوبة لتلك المتغيرات بعد أخذ الفروق الأولى أكبر من القيم الجدولية وبذلك ترفض الفرضية الصفرية وتقبل الفرضية البديلة أي أن تلك المتغيرات خالية من جذر الوحدة عند الفرق الأول ، وما يؤكد ذلك هي قيمة الاحتمالية (prob.) التي تكون أقل من مستوى الدلالة الإحصائية ٥٪ ، وبهذا فإن تلك المتغيرت (Y_6, Y_4, Y_2) هي متكاملة من الدرجة الأولى $I(1)$.

رابعاً: تطبيق منهجية الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة

ARDL Autoregressive Distributed Lag Estimate

أن منهجية ARDL تستند على افتراض أن المتغيرات متكاملة من الدرجة الأولى أو الدرجة صفر أو كلاهما مختلطة وضمن أنها غير متكاملة من الدرجة الثانية، لذا بعد الانتهاء من دراسة استقرارية متغيرات الدراسة والتأكد من درجة تكامل المتغيرات التي ظهرت بأنها متكاملة من الدرجة صفر وأخرى من الدرجة الأولى، فبالإمكان الآن الانتقال إلى الخطوة التالية وهي تطبيق تقنية ARDL للتكامل المشترك على متغيرات الدراسة.

١. اختبار التكامل المشترك وفق منهجية نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة

إن المتغيرات التي تحقق التكامل المشترك بينها يعني أنها تعكس علاقة توازنية طويلة الأجل ، وبعد توفر المتطلبات الملائمة والضرورية من ناحية درجة التكامل للمتغيرات يمكن المضي قدماً نحو بقية الاختبارات ، وسيتم الاستعانة باختبار الحدود (Bounds test) من أجل اختبار التكامل المشترك بين المتغير المستقل المتمثل برصيد صندوق الثروة السيادي والمتغيرات المعتمدة المتمثلة بـ (معدل النمو الاقتصادي ، معدل التضخم ، الدين الحكومي / GDP ، معدل نمو الإيرادات العامة ، الميزان الخارجي / GDP ، اجمالي الاحتياطيات / GDP) ، وقد تم بناء الاختبار على أساس الفرضية :

H_0 : لا يوجد علاقة تكامل مشترك بين المتغيرين

H_1 : يوجد علاقة تكامل مشترك بين المتغيرين

وبعد تطبيق اختبار Bound تم الحصول على النتائج المبينة بالجدول التالي:

جدول (٣): مخرجات اختبار الحدود Bounds test لنماذج الدراسة

النتيجة	القيم الجدولية للاختبار			القيمة المحسوبة F-statistic	عدد المتغيرات الخارجة k	النموذج
	Critical Value Bounds					
	الحد الأعلى I(1) Bound	الحد الأدنى I(0) Bound	مستوى المعنوية Significance			
يوجد تكامل مشترك	٤,١٦	٣,٦٢	٥٪	١٠,٣٥٦٥	1	(Y_1, X)
يوجد تكامل مشترك	٤,١٦	٣,٦٢	٥٪	٧,٨١٨٩	1	(Y_2, X)
يوجد تكامل مشترك	٤,١٦	٣,٦٢	٥٪	٤,٧٨٦١	1	(Y_3, X)
يوجد تكامل مشترك	٤,١٦	٣,٦٢	٥٪	٨,٨٨٧٥	1	(Y_4, X)
لا يوجد تكامل مشترك	٤,١٦	٣,٦٢	٥٪	١,٥١٦٥	1	(Y_5, X)
يوجد تكامل مشترك	٤,١٦	٣,٦٢	٥٪	٩,٢٤٨٠	1	(Y_6, X)

* الجدول من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews

يعتمد اختبار الحدود للتكامل المشترك بين المتغيرات التابعة والمتغير والمستقل على القيمة الإحصائية F-statistic للنماذج الستة الموضحة في الجدول (٣) وبناءً عليه تبين ما يأتي :

بالنسبة للنموذج الأول (Y_1, X) ، والثاني (Y_2, X) ، والثالث (Y_3, X) ، والرابع (Y_4, X) ، والسادس (Y_6, X) ، يلاحظ أن القيم المحسوبة للاختبار F-statistic ($١٠,٣٥٦٥$ ، $٧,٨١٨٩$ ، $٤,٧٨٦١$ ، $٨,٨٨٧٥$ ، $٩,٢٤٨٠$) على التوالي ، وهي أكبر من قيمة الحد الأعلى الجدولية لـ $I(1)$ Bound ($٤,١٦$) عند مستوى معنوية ٥٪ ، وهذا يدل على وجود علاقة تكامل مشترك لتلك النماذج ، وهذه النتائج تدعم رفض فرضية عدم القبول بالفرضية البديلة الدالة على وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات للنماذج الخمسة (الأول ، والثاني ، والثالث ، والرابع ، والسادس) .

أما بالنسبة للنموذج الخامس (Y_5, X) ، يلاحظ أن القيمة المحسوبة للاختبار F-statistic ($١,٥١٦٥$) ، وهي أقل من قيمة الحد الأعلى الجدولية لـ $I(1)$ Bound ($٤,١٦$) عند مستوى معنوية ٥٪ ، وهذا يدل على عدم وجود علاقة تكامل مشترك للنموذج الخامس .

إذن وفقاً لنتائج اختبار الحدود (Bounds test) فإنه يوجد هنالك علاقة توازنية طويلة الأجل تتجه من المتغير المستقل (رصيد صندوق الثروة السيادي) نحو المتغيرات التابعة (معدل النمو الاقتصادي ، ومعدل التضخم ، والدين الحكومي / GDP ، ومعدل نمو الإيرادات العامة ، واجمالي الاحتياطيات / GDP) ، بينما لا يوجد هنالك علاقة توازنية طويلة الأجل تتجه من المتغير المستقل (رصيد صندوق الثروة السيادي) نحو المتغير التابع المتمثل بـ (الميزان الخارجي / GDP) .

٢. تقدير نموذج ARDL قصير الأجل وطويل الأجل

بعد التحقق من وجود علاقة التكامل المشترك بين رصيد صندوق الثروة السيادية وبعض المتغيرات التابعة فإن المرحلة المقبلة هي تقدير نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد (ARDL-UECM) الذي يعكس العلاقة القصيرة الأجل ، إذ تم الاعتماد على فترات الإبطاء وفق معيار Akaike information criterion (AIC) والجدول التالي يوضح نتائج تقديرات النموذج :

جدول (٤): نتائج تقدير نموذج قصير الأجل Cointegrating Form بتقنية ARDL

المعنوية Prob.	قيمة t t-Statistic	الخطا المعياري Std. Error	المعلمة Coefficient	المتغير Variable	النموذج القصير الأجل Cointegrating Form
0.7515	0.321090	0.039374	0.012643	X	
0.0081	2.942539	0.130455	0.383868	D(Y1(-1))	تأثير رصيد صندوق الثروة السيادي على معدل النمو الاقتصادي
0.0000	-5.846067	0.223960	-1.309283	CointEq(-1)	
0.0021	4.007887	0.950640	3.810059	D(DY2(-1))	
0.0015	4.183599	0.710597	2.972853	D(DY2(-2))	
0.0006	4.754308	0.307698	1.462889	D(DY2(-3))	
0.0089	-3.168302	0.064003	-0.202780	D(X)	تأثير رصيد صندوق الثروة السيادي على معدل التضخم
0.0049	-3.509902	0.061714	-0.216609	D(X(-1))	
0.3229	1.034989	0.046334	0.047955	D(X(-2))	
0.1078	1.750627	0.038490	0.067382	D(X(-3))	
0.0003	-5.265142	0.989195	-5.208253	CointEq(-1)	
0.7632	-0.308241	0.176239	-0.054324	D(Y3(-1))	
0.1945	1.374084	0.196350	0.269801	D(Y3(-2))	
0.0275	2.508206	0.195219	0.489648	D(Y3(-3))	
0.0156	2.814048	22.05565	62.06566	D(X)	تأثير رصيد صندوق الثروة السيادي على الدين الحكومي / GDP
0.0590	2.086083	19.21680	40.08784	D(X(-1))	
0.5064	0.684982	15.58951	10.67853	D(X(-2))	
0.0159	2.804846	15.90592	44.61365	D(X(-3))	
0.0015	-4.092822	0.094166	-0.385406	CointEq(-1)	
0.3127	1.034349	0.071638	0.074099	X	تأثير رصيد صندوق الثروة السيادي على معدل نمو الإيرادات الحكومية
0.0000	-5.403859	0.203584	-1.100138	CointEq(-1)	
0.0325	2.316559	0.237623	0.550468	D(Y5(-1))	
0.0585	-2.020329	0.243754	-0.492464	D(Y5(-2))	تأثير رصيد صندوق الثروة السيادي على الميزان الخارجي / GDP
0.1839	-1.381967	2.760447	-3.814846	X	
0.0373	-2.248301	0.265091	-0.596005	CointEq(-1)	
0.0506	2.080163	0.042972	0.089389	D(X)	تأثير رصيد صندوق الثروة السيادي على إجمالي الاحتياطيات / GDP
0.0000	-5.524360	0.194877	-1.076571	CointEq(-1)	

* الجدول من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews

يتبين من نتائج المعلمات القصيرة الأجل المقدرة للنموذج الأول والمعروضة في جدول (٤) أن لرصيد صندوق الثروة السيادي تأثير إيجابي وغير معنوي على معدل النمو الاقتصادي كما تؤشره قيمة المعنوية الإحصائية لمعلمة المتغير المفسر ، إذ إن زيادة رصيد صندوق الثروة السيادي بنسبة (١%) أدى الى ارتفاع معدل النمو الاقتصادي بنسبة (0.012643%) على عكس معلمة المتغير التابع عند تخلفها الأول إذ كان له تأثير يُذكر حسب ما تؤشره القيمة الاحتمالية كون قيمتها أقل من مستوى المعنوية الإحصائية ٥٪.

بالنسبة للنموذج الثاني نلاحظ أن هناك تأثير سلبي ومعنوي لرصيد صندوق الثروة السيادي على معدل التضخم ، كما تؤشره قيمة المعنوية الإحصائية لمعلمة المتغير المفسر ، إذ إن زيادة رصيد صندوق الثروة السيادي بنسبة (١%) أدى الى انخفاض معدل التضخم بنسبة (0.202780%) ، كما أن هناك أيضاً تأثير سلبي ومعنوي لرصيد صندوق الثروة السيادي على معدل التضخم عند تخلفها الأول ، على عكس معلمة المتغير المستقل عند تخلفها الثاني والثالث إذ ليس لها تأثير يُذكر حسب ما تؤشره القيمة الاحتمالية كون قيمتها أكبر من المعنوية الإحصائية ٥٪ ، كما يوجد هنالك تأثير معنوي تفسره معلمات معدل التضخم عند تخلفاته الأولى والثانية والثالثة .

بالنسبة للنموذج الثالث نلاحظ تأثير إيجابي ومعنوي لرصيد صندوق الثروة السيادي على الدين الحكومي / GDP ، كما تؤشره قيمة المعنوية الإحصائية لمعلمة المتغير المفسر كون قيمتها أقل من المعنوية الإحصائية ٥٪ ، إذ إن زيادة رصيد صندوق الثروة

السيادي بنسبة (1%) أدى الى ارتفاع الدين الحكومي / GDP بنسبة (62.06566%) ، كما يوجد هناك تأثير ايجابي ومعنوي تفسره معلمة المتغير المستقل عند تخلفه الثالث كون القيم الاحتمالية لها أقل من المعنوية الإحصائية 5% ، على عكس معلمة المتغير المستقل عند تخلفها الاول والثاني إذ لم يكن لهما تأثير يُذكر حسب ما تؤشره القيمة الاحتمالية كون قيمتها أكبر من المعنوية الإحصائية 5% ، من جهة اخرى لم يكن هناك تأثير لمعلمة متغير الدين الحكومي / GDP عند تخلفه الاول والثاني كون القيم الاحتمالية لها أكبر من مستوى المعنوية الإحصائية 5% ، بينما كان هناك تأثير لمعلمة متغير الدين الحكومي / GDP عند تخلفه الثالث كون القيم الاحتمالية لها أقل من مستوى المعنوية الإحصائية 5% .

بالنسبة للنموذج الرابع نلاحظ أن لرصيد صندوق الثروة السيادي تأثير ايجابي وغير معنوي على معدل نمو الإيرادات الحكومية كما تؤشره قيمة المعنوية الإحصائية لمعلمة المتغير المفسر كون قيمتها أكبر من المعنوية الإحصائية 5% ، إذ إن زيادة رصيد صندوق الثروة السيادي بنسبة (1%) أدى الى ارتفاع معدل نمو الإيرادات الحكومية بنسبة (0.074099%) .

بالنسبة للنموذج الخامس نلاحظ أن لرصيد صندوق الثروة السيادي تأثير سلبي وغير معنوي على الميزان الخارجي / GDP ، كما تؤشره قيمة المعنوية الإحصائية لمعلمة المتغير المفسر كون قيمتها أكبر من مستوى المعنوية الإحصائية 5% ، إذ إن زيادة رصيد صندوق الثروة السيادي بنسبة (1%) أدى الى انخفاض الميزان الخارجي / GDP بنسبة (3.814846%) ، في حين كانت معلمة المتغير التابع عند تخلفها الاول تأثير ايجابي ومعنوي حسب ما تؤشره القيمة الاحتمالية كون قيمتها أقل من المعنوية الإحصائية 5% ، على عكس معلمة المتغير التابع عند تخلفها الثاني إذ لم يكن له تأثير يُذكر حسب ما تؤشره القيمة الاحتمالية كون قيمتها أكبر من المعنوية الإحصائية 5% .

أما بالنسبة للنموذج السادس نلاحظ أن لرصيد صندوق الثروة السيادي تأثير ايجابي وغير معنوي على اجمالي الاحتياطيات / GDP ، كما تؤشره قيمة المعنوية الإحصائية لمعلمة المتغير المفسر كون قيمتها أكبر من مستوى المعنوية الإحصائية 5% ، إذ إن زيادة رصيد صندوق الثروة السيادي بنسبة (1%) أدى الى ارتفاع اجمالي الاحتياطيات / GDP بنسبة (0.089389%) .

أما فيما يخص حد تصحيح الخطأ (-1) CointEq الذي يقيس السرعة في العودة الى وضع التوازن في الأجل الطويل ، ومن خلال ملاحظة تقديراته في كل نموذج من النماذج الستة ، وكما موضحة في الجدول (٤) وهي (-1.100138 ، -0.596005 ، -1.076571) فقد ظهرت جميع قيمه بإشارة سالبة وكذلك فهو معنوي إحصائياً وهذه المؤشرات تدل على وجود العلاقة التوازنية طويلة الأجل ويزيد من دقتها .

بعد تقدير العلاقة القصيرة الأجل ، يتم قياس العلاقة طويلة الأجل في إطار نموذج ARDL ، وتتضمن هذه العملية الحصول على تقديرات المعلمات في الأجل الطويل ، كما هو موضح في الجدول التالي :

جدول (٥): نتائج تقدير نموذج طويل الأجل Long Run Coefficients بتقنية ARDL

المعنوية	قيمة t	الخطأ المعياري	المعلمة	المتغير	النموذج طويل الأجل
Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable	Long Run Coefficients
0.7495	0.323725	0.029828	0.009656	X	تأثير رصيد صندوق الثروة السيادي على
0.8637	-0.173944	0.374559	-0.065152	C	معدل النمو الاقتصادي
0.9645	0.045564	0.002643	0.000120	X	تأثير رصيد صندوق الثروة السيادي على
0.9483	0.066286	0.035418	0.002348	C	معدل التضخم
0.3646	0.942427	20.76059	19.56533	X	تأثير رصيد صندوق الثروة السيادي على
0.4249	-0.826062	284.8679	-235.3184	C	الدين الحكومي / GDP
0.3093	1.041854	0.064648	0.067354	X	تأثير رصيد صندوق الثروة السيادي على
0.3228	-1.012450	0.810541	-0.820632	C	معدل نمو الإيرادات الحكومية
0.1124	-1.669142	3.834722	-6.400697	X	تأثير رصيد صندوق الثروة السيادي على
0.0725	1.907523	48.23490	92.00918	C	الميزان الخارجي / GDP
0.2136	1.284569	0.009094	0.011682	X	تأثير رصيد صندوق الثروة السيادي على
0.2069	-1.304338	0.116847	-0.152408	C	اجمالي الاحتياطيات / GDP

* الجدول من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews

تشير نتائج معلمات الأجل الطويل كما في الجدول (٥) إلى التأثير السلبي الذي يسببه رصيد صندوق الثروة السيادي على متغير الميزان الخارجي / GDP على المدى الطويل ، إذ إن زيادة رصيد صندوق الثروة السيادي بمقدار (1%) أدى الى انخفاض الميزان الخارجي / GDP بنسبة (6.400697%) ، وقد كانت معلمة المتغير المستقل المتمثل بالميزان الخارجي / GDP غير معنوية كون قيمتها الاحتمالية (Prob.) أكبر من مستوى المعنوية الإحصائية 5% .

بينما لوجظ هناك تأثير ايجابي يتجه من رصيد صندوق الثروة السيادي نحو معدل النمو الاقتصادي ، ومعدل التضخم ، والدين الحكومي / GDP ، ومعدل نمو الإيرادات الحكومية ، و اجمالي الاحتياطيات / GDP على المدى الطويل ، إذ إن زيادة رصيد صندوق الثروة السيادي بمقدار (1%) أدى الى ارتفاع معدل النمو الاقتصادي بنسبة (0.009656%) ، ومعدل التضخم بنسبة (0.000120%) ، والدين الحكومي / GDP بنسبة (19.56533%) ، ومعدل نمو الإيرادات الحكومية بنسبة (0.067354%) ، و اجمالي الاحتياطيات / GDP بنسبة (0.011682%) ، وقد كانت معلمة تلك المتغيرات غير معنوية كون قيمتها الاحتمالية (Prob.) أكبر من مستوى المعنوية الإحصائية 5% .

والتقييم الإحصائي لهذه النماذج الأربعة قد تم تلخيصها في الجدول الآتي :

جدول (٦): التقييم الإحصائي لنماذج الدراسة

معامل التحديد R-squared	معنوية النموذج Prob. (F-statistic)	القيمة المحسوبة F-statistic	النموذج
٠,٢٧	٠,٠٩	٢,٤٦	تأثير رصيد صندوق الثروة السيادي على معدل النمو الاقتصادي
٠,٧٤	٠,٠٢٨	٣,٤٦	تأثير رصيد صندوق الثروة السيادي على معدل التضخم
٠,٧٤	٠,٠١٩	٣,٧١	تأثير رصيد صندوق الثروة السيادي على الدين الحكومي / GDP
٠,٠٥	٠,٥٦	٠,٥٩	تأثير رصيد صندوق الثروة السيادي على معدل نمو الإيرادات الحكومية
٠,٥٦	٠,٠٠٣	٥,٨١	تأثير رصيد صندوق الثروة السيادي على الميزان الخارجي / GDP
٠,٠٨	٠,٦٢	٠,٦١	تأثير رصيد صندوق الثروة السيادي على اجمالي الاحتياطيات / GDP

* الجدول من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews

لغرض فحص صلاحية نماذج الدراسة وتقييمها يتم ذلك من خلال القيمة المحسوبة للإحصاءة F-statistic لنماذج الدراسة ، وكما هو موضح في الجدول (٦) ، ومن خلال القيمة الاحتمالية للإحصاءة (Prob. F) يمكن معرفة معنوية النموذج من عدمها ، فللنموذج الأول والرابع والسادس يلاحظ بأنها غير معنوية لأن القيم الاحتمالية لها هي (0.09 ، ٠,٥٦ ، ٠,٦٢) على التوالي وهي أكبر من مستوى الدلالة الإحصائية ٥٪ ، أما عند فحص المعنوية الكلية للنموذج الثاني والثالث والخامس يلاحظ أن القيم الاحتمالية لها هي (0.028 ، 0.019 ، 0.003) على التوالي ، وهي أقل من مستوى الدلالة الإحصائية ٥٪ ، وهذا دليل على المعنوية الكلية لهذه النماذج في تفسير بيانات الظاهرة التي تمثلها وأن العلاقة بين المتغيرات الثلاث المعتمدة والمتغير المفسر ليست زائفة .
بينما تشير قيم الـ (R-squared) إلى القدرة التفسيرية لكل نموذج ، فللنموذج الأول كانت جودته طفيفة في تفسير بياناته وهي ٢٧٪ أي أن متغير رصيد صندوق الثروة السيادي يفسر نسبة ٢٧٪ من التغير الحاصل في متغير معدل التضخم ، وبعد هذا فإن نسبة التفسير للنموذج الثاني بلغت ٧٤٪ ، أي أن متغير رصيد صندوق الثروة السيادي يفسر نسبة مهمة بلغت ٧٤٪ من التغير الحاصل في متغير معدل التضخم ، أما للنموذج الثالث فإن نسبة التفسير بلغت ٧٤٪ ، أي أن متغير رصيد صندوق الثروة السيادي يفسر نسبة مهمة بلغت ٧٤٪ من التغير الحاصل في متغير الدين الحكومي / GDP ، أما للنموذج الرابع فإن نسبة التفسير بلغت ٥٪ ، أي أن متغير رصيد صندوق الثروة السيادي يفسر نسبة ٥٪ من التغير الحاصل في متغير نمو الإيرادات الحكومية ، أما للنموذج الخامس فإن نسبة التفسير بلغت ٥٦٪ ، أي أن متغير رصيد صندوق الثروة السيادي يفسر نسبة ٥٦٪ من التغير الحاصل في متغير الميزان الخارجي / GDP ، أما للنموذج السادس فإن نسبة التفسير بلغت ٨٪ ، أي أن متغير رصيد صندوق الثروة السيادي يفسر نسبة ٨٪ من التغير الحاصل في متغير اجمالي الاحتياطيات / GDP.

خامساً: الاختبارات التشخيصية

١. اختبار مشكلة اختلاف التباين Heteroskedasticity Test

بغية التأكد من عدم انتهاك فرضية ثبات التباين ، سيتم اختبار مشكلة اختلاف التباين بالإستعانة بأختبار Heteroskedasticity ، ورغم تعدد أنواع هذا الأختبار ، سيتم الاعتماد على اختبار (Harvey) ، ونتائج الأختبار كما مبينة بالجدول الآتي :

جدول (٧): ملخص نتائج اختبار Heteroskedasticity

النموذج	نوع الأختبار	القيمة المحسوبة للأختبار	القيمة الاحتمالية للأختبار Prob.
١	Harvey	F-statistic	F(3,20) 0.0872
		Obs*R-squared	Chi-Square (3) 0.0865
٢	Harvey	F-statistic	F(9,11) 0.1834
		Obs*R-squared	Chi-Square(9) 0.1901
٣	Harvey	F-statistic	F(9,12) 0.2405
		Obs*R-squared	Chi-Square(9) 0.2265
٤	Harvey	F-statistic	F(2,21) 0.7417
		Obs*R-squared	Chi-Square(2) 0.7141
٥	Harvey	F-statistic	F(١٨,٤) 0.1770
		Obs*R-squared	Chi-Square(٤) 0.1637
٦	Harvey	F-statistic	F(3,0) 0.4007
		Obs*R-squared	Chi-Square(3) 0.3603

* الجدول من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews

تشير نتائج اختبار مشكلة اختلاف التباين في الجدول (٧) بأن جميع القيم الاحتمالية هي أكبر من ٥٪ وهذا دليل على أن جميع النماذج خالية من مشكلة عدم ثبات التباين ، وأنها لم تنتهك فرضية ثبات التباين .

٢. اختبار الارتباط الذاتي للبوافي

تم الاعتماد على اختبار Correlogram Q-Statistic لغرض اختبار مشكلة الارتباط الذاتي للبوافي وكانت نتائج الاختبار كما موضحة في الجدول الآتي :

جدول (٨): ملخص نتائج اختبار Correlogram Q-Statistic

Prob.	Q-Statistic	PAC	AC	Lag	النموذج
0.850	0.0356	0.036	0.036	1	1
0.601	1.0169	-0.188	-0.186	2	
0.796	1.0215	0.002	-0.012	3	
0.881	1.1807	0.038	0.071	4	
0.054	4.0667	-0.410	-0.410	1	2
0.125	4.1565	-0.131	0.059	2	
0.149	5.3301	-0.288	-0.209	3	
0.081	8.3035	0.155	0.324	4	3
0.080	3.0580	-0.349	-0.349	1	
0.216	3.0685	-0.116	0.020	2	
0.381	3.0726	-0.052	-0.012	3	
0.465	3.5830	0.129	0.132	4	4
0.549	0.3593	-0.115	-0.115	1	
0.663	0.8228	-0.143	-0.128	2	
0.686	1.4849	-0.189	-0.149	3	
0.765	1.8397	0.043	0.107	4	5
0.818	0.0531	0.045	0.045	1	
0.968	0.0649	-0.023	-0.021	2	
0.964	0.2781	-0.084	-0.086	3	
0.983	0.3892	-0.054	-0.061	4	6
0.911	0.0126	-0.022	-0.022	1	
0.486	1.4426	-0.225	-0.225	2	
0.637	1.7001	-0.109	-0.093	3	
0.779	1.7656	-0.013	0.046	4	

* الجدول من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews

يشير الجدول (٨) إلى قيم دالة الارتباط الذاتي (AC)، وقيم دالة الارتباط الذاتي الجزئي (PAC)، وقيم (Q-Statistic) المحسوبة للاختبار وتقابلها القيم الاحتمالية (Prob.) لأول أربع تخلفات زمنية فقط ، يمكن ملاحظة أن جميع القيم الاحتمالية (Prob.) هي أكبر من مستوى الدلالة الإحصائية (٥٪) للتخلفات الزمنية الأربعة ولجميع النماذج المعتمدة في الدراسة ، وهذا يدل على عدم وجود مشكلة ارتباط ذاتي للبوافي لأي نموذج من النماذج ، وهذا ما يجعل جميع النماذج المعتمدة مقبولة إحصائياً.

٣. اختبار مشكلة غياب التوزيع الطبيعي للبوافي

لقياس التوزيع الطبيعي للبوافي تم الاعتماد على إحصاءة Jarque-Bera ونتائجها كما موضحة في الجدول الآتي :

جدول (٩): ملخص نتائج اختبار Jarque-Bera

النموذج	القيمة المحسوبة لاختبار Jarque-Bera	القيمة الاحتمالية للاختبار (Probability)
تأثير رصيد صندوق الثروة السيادي على معدل النمو الاقتصادي	3.4525	0.18
تأثير رصيد صندوق الثروة السيادي على معدل التضخم	0.6828	0.71
تأثير رصيد صندوق الثروة السيادي على الدين الحكومي / GDP	0.3747	0.83
تأثير رصيد صندوق الثروة السيادي على معدل نمو الإيرادات الحكومية	0.3460	0.84
تأثير رصيد صندوق الثروة السيادي على الميزان الخارجي / GDP	2.111	0.35
تأثير رصيد صندوق الثروة السيادي على اجمالي الاحتياطيات / GDP	0.7098	0.69

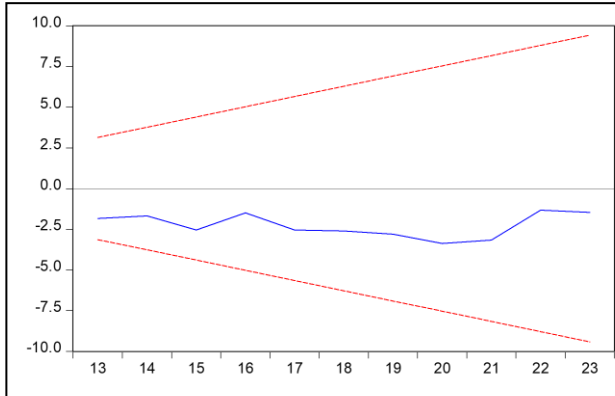
* الجدول من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews

يتبين من الجدول (٩) إن القيم الاحتمالية للاختبار (Probability) لجميع النماذج هي أكبر من ٥٪ ، لذا فإن سلسلة البوافي لها تتبع التوزيع الطبيعي وهذا مؤشر جيد ويزيد من إيجابية النماذج المقدره .

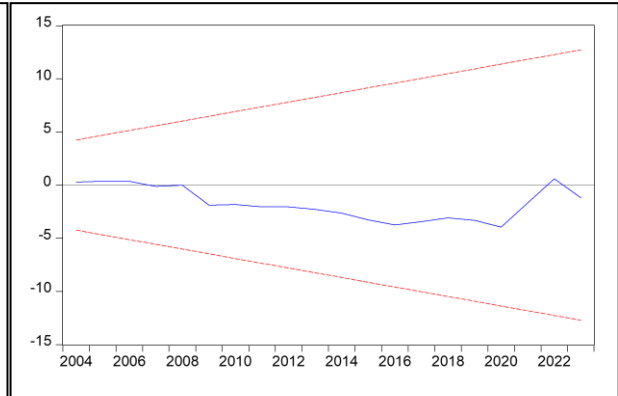
٤. اختبار الاستقرار الهيكلية لمعاملات النماذج:

يركز الاستقرار الهيكلي في الأجلين القصير والطويل على خلو البيانات من أية تغيرات هيكلية فيها عبر الزمن، وسيتم استخدام اختبار المجموع التراكمي للبواقي (CUSUM) للتحقق من الاستقرار الهيكلي، ويتحقق الاستقرار الهيكلي للمعاملات إذا كان الشكل البياني داخل الحدود الحرجة عند مستوى (5%) .

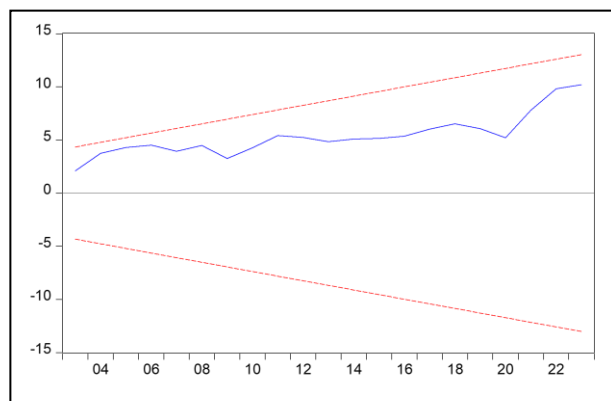
يتبين من الشكل (١) أن الشكل البياني لجميع النماذج الستة تقع داخل الحدود الحرجة عند مستوى (5%)، وهذا يدل على أن المعاملات لتلك النماذج مستقرة هيكلياً خلال مدة الدراسة، وأن هناك انسجام بين نتائج تصحيح الخطأ في الأجلين القصير والطويل لجميع النماذج.



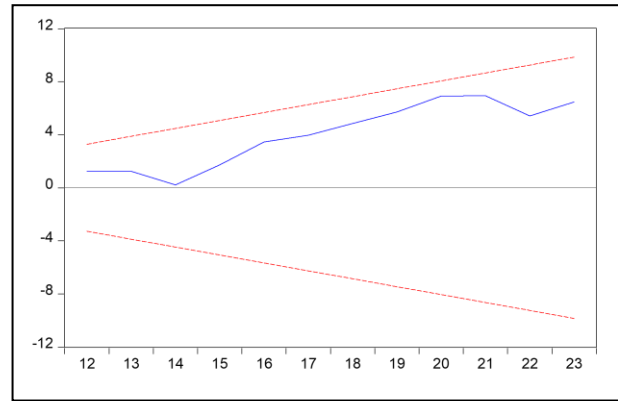
النموذج الثاني



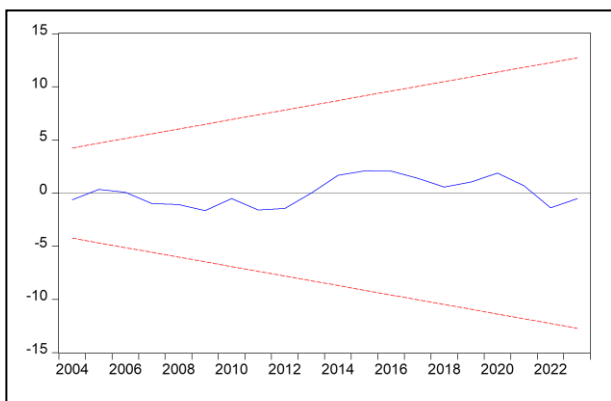
النموذج الأول



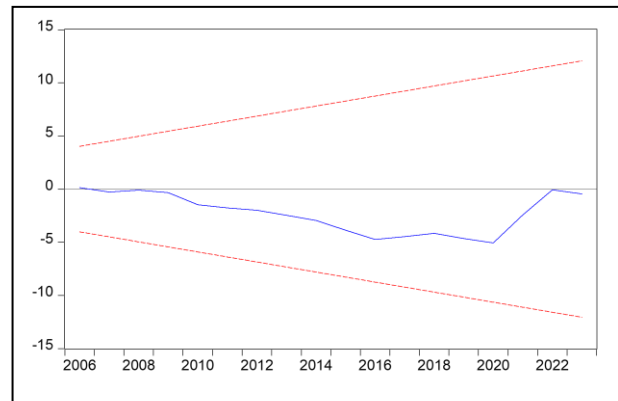
النموذج الرابع



النموذج الثالث



النموذج السادس



النموذج الخامس

الشكل (١): اختبار المجموع التراكمي للبواقي

الاستنتاجات والمقترحات

أولاً: الاستنتاجات

توصلت الدراسة للاستنتاجات الآتية :

١. أسهم رصيد صندوق الثروة السيادي في النرويج في تحقيق قدر من الاستقرار المالي، عبر تقليل أثر تقلبات الإيرادات النفطية على الاقتصاد الكلي.
٢. ساعد استثمار عائدات النفط خارج الاقتصاد المحلي في الحد من الضغوط التضخمية والحفاظ على استقرار المستوى العام للأسعار.
٣. أسهمت العوائد الاستثمارية للصندوق السيادي في تحقيق نمو مستقر ومستدام للإيرادات العامة بعيداً عن تقلبات أسعار النفط.
٤. ساهم الصندوق السيادي في رفع إجمالي الاحتياطيات الأجنبية مقارنة بالنتائج المحلي الإجمالي، مما عزز قدرة الاقتصاد على مواجهة الأزمات الخارجية.
٥. من خلال نتائج اختبار Bounds للتكامل المشترك تبين بأن هناك علاقة توازنية طويلة الأجل بين رصيد صندوق الثروة السيادي وكل من (معدل النمو الاقتصادي، ومعدل التضخم، والدين الحكومي / GDP، ومعدل نمو الإيرادات العامة، وإجمالي الاحتياطيات / GDP)، في حين لم يكن هناك علاقة توازنية طويلة الأجل بين رصيد صندوق الثروة السيادي والميزان الخارجي / GDP.
٦. تبين من خلال نتائج علاقة الاثر في الأجل القصير أن لرصيد صندوق الثروة السيادي أثر إيجابي على (معدل النمو الاقتصادي، والدين الحكومي / GDP، ومعدل نمو الإيرادات العامة، وإجمالي الاحتياطيات / GDP) وأثر سلبي على (معدل التضخم والميزان الخارجي / GDP).
٧. تبين من خلال نتائج علاقة الاثر في الأجل الطويل أن لرصيد صندوق الثروة السيادي أثر إيجابي على (معدل النمو الاقتصادي، ومعدل التضخم، والدين الحكومي / GDP، ومعدل نمو الإيرادات العامة، وإجمالي الاحتياطيات / GDP) وأثر سلبي على الميزان الخارجي / GDP.
٨. تبين من خلال المعنوية الإحصائية لقيمة (T) أن لرصيد صندوق الثروة السيادي دوراً كبيراً في تقرير مستوى (معدل التضخم، والدين الحكومي / GDP) في الأجل القصير.
٩. بينت المعنوية الكلية للنماذج الإحصائية أن العلاقة ليست زائفة بين رصيد صندوق الثروة السيادي وكلاً من المتغيرات المعتمدة المتمثلة بـ (معدل التضخم، والدين الحكومي / GDP، والميزان الخارجي / GDP) وهذا يدل على المعنوية الكلية للنماذج الثلاثة في تفسير بيانات الظاهرة التي تمثلها.

ثانياً: المقترحات

تقترح الدراسة مايلي:

١. ضرورة الاستمرار في الالتزام بالقواعد المالية التي تحكم استخدام عوائد صندوق الثروة السيادي لضمان استدامته.
٢. تعزيز التنوع الاستثماري للصندوق من حيث القطاعات والأسواق لتقليل المخاطر وتحقيق عوائد مستقرة.
٣. توسيع استخدام العوائد الاستثمارية في دعم الاستقرار المالي دون التأثير السلبي على معدلات التضخم أو النمو الاقتصادي.
٤. تطوير آليات التنسيق بين السياسة المالية وإدارة الصندوق بما يحقق الانسجام مع أهداف الاقتصاد الكلي.
٥. تعزيز الشفافية والإفصاح الدوري عن أداء الصندوق لزيادة الثقة المحلية والدولية بالسياسات المالية.
٦. الاستفادة من التجربة النرويجية في تصميم الصناديق السيادية بالدول الريفية الأخرى، ولا سيما الدول النفطية.
٧. دعم الاستثمار في رأس المال البشري والابتكار باستخدام جزء من العوائد بما يساهم في تنويع الاقتصاد الوطني.
٨. تبني سياسات احترازية مرنة تتيح استخدام الصندوق كأداة لتحقيق الاستقرار المالي في حالات الأزمات الاقتصادية الطارئة.

المصادر

أولاً: المصادر العربية

- ١- بن قدير، صفية، وبوفليح، نبيل، ٢٠١٧، دور صناديق الثروة السيادية في الحفاظ على الاستقرار المالي المحلي والعالمي، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية-دراسات اقتصادية، العدد ٣٠، المجلد ١.
- ٢- بن مبارك، اشواق، وباروق، نورهان، ٢٠٢٥، دور الصناديق السيادية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي: دراسة حالة النرويج من ٢٠٢٠-٢٠٢٤، رسالة الماجستير في العلوم الاقتصادية، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير.
- ٣- بوالدين، سلمى، ٢٠٢٠: صناديق الثروة السيادية ودورها في ادارة المالية العامة: دراسة حالة الجزائر للفترة ٢٠٠٠-٢٠١٩، رسالة الماجستير في الادارة المالية، معهد العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية.
- ٤- حاجي، بروين مصطفى، ٢٠١٦، دور الصناديق السيادية في دعم الاستدامة المالية وامكانية تبنيها في اقليم كردستان، رسالة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة دهوك.
- ٥- الراجحي، ساري حامد علي، ٢٠٢٣، دور صناديق الثروة السيادية في التنمية الاقتصادية-تجارب دول مختارة مع امكانية الافادة منها في العراق، رسالة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة كربلاء.
- ٦- شفاليل، ايمان، وراتول، محمد، ٢٠٢٣، تأثير الاستقرار المالي على النمو الاقتصادي: دراسة تطبيقية لحال بعض دول الشرق الاوسط وشمال افريقيا، مجلة النمو الاقتصادي وريادة الأعمال JEGE، العدد ٤، المجلد ٦.
- ٧- صندوق النقد العربي، ٢٠١٤، الاطار العام للاستقرار المالي ودور البنوك المركزية في تحقيقه.
- ٨- طاهر، لنجة صالح حمه، ٢٠٢١، صناديق الثروة السيادية-دراسة قانونية مقارنة، الطبعة الاولى، مركز الرافدين للحوار، بيروت-لبنان.
- ٩- الطائي، اسراء نظام الدين حسين، دور المصارف الاسلامي في تحقيق الاستقرار المالي، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة كربلاء.
- ١٠- المالكي، فاضل موسى حسن، والطائي، اسراء نظام الدين حسين، ٢٠١٨، ضوابط الاستقرار المالي في المصارف الإسلامية، مجلة الادارة والاقتصاد، المجلد الخامس، العدد العشرون.
- ١١- معهد الدراسات العربية، ٢٠٢٥، دور الاستقرار المالي وتأثيره على الاستقرار الاقتصادي، العدد ٦، السلسلة ١٦.

ثانياً: المصادر العربية مترجمة

- 1- Al-Maliki, Fadhil Mousa Hassan & Al-Taie, Israa Nizam Al-Din Hussein (2018). "Financial Stability Controls in Islamic Banks." *Journal of Administration and Economics*, Vol. 5, Issue 20.
- 2- Al-Rajhi, Sari Hamed Ali (2023). "The Role of Sovereign Wealth Funds in Economic Development – Selected International Experiences and the Possibility of Benefiting from Them in Iraq." Master's Thesis in Economic Sciences, College of Administration and Economics, University of Karbala.
- 3- Al-Taie, Israa Nizam Al-Din Hussein. "The Role of Islamic Banks in Achieving Financial Stability." Master's Thesis in Economic Sciences, College of Administration and Economics, University of Karbala.
- 4- Arab Monetary Fund (2014). *The General Framework of Financial Stability and the Role of Central Banks in Achieving It*.
- 5- Ben Gaddour, Safia & Boufelih, Nabil (2017). "The Role of Sovereign Wealth Funds in Maintaining Domestic and Global Financial Stability." *Journal of Law and Human Sciences – Economic Studies*, Issue 30, Vol. 1.
- 6- Ben Mubarak, Achwak & Barouk, Nourhan (2025). "The Role of Sovereign Funds in Achieving Economic Stability: The Case of Norway (2020–2024)." Master's Thesis in Economic Sciences, Institute of Economic, Commercial and Management Sciences.
- 7- Boualoudnine, Salma (2020). "Sovereign Wealth Funds and Their Role in Public Financial Management: The Case of Algeria (2000–2019)." Master's Thesis in Financial Management, Institute of Economic, Commercial and Management Sciences.
- 8- Haji, Barwin Mustafa (2016). "The Role of Sovereign Funds in Supporting Financial Sustainability and the Possibility of Adopting Them in the Kurdistan Region." Master's Thesis in Economic Sciences, College of Administration and Economics, University of Duhok.
- 9- Institute of Arab Studies (2025). "The Role of Financial Stability and Its Impact on Economic Stability." Series 16, Issue 6.
- 10- Shegagil, Iman & Ratoul, Mohamed (2023). "The Impact of Financial Stability on Economic Growth: An Applied Study on Some Middle East and North Africa Countries." *Journal of Economic Growth and Entrepreneurship (JEGE)*, Vol. 6, Issue 4.
- 11- Taher, Lanja Saleh Hama (2021). *Sovereign Wealth Funds – A Comparative Legal Study*, 1st ed., Rafidain Center for Dialogue, Beirut, Lebanon.

ثالثاً: المصادر الاجنبية

- 1- Al-hassan, A., Papaioannou, M., & Skancke, M. (2013). Sovereign Wealth Funds: Aspects of governance structures and investment management (IMF Working Papers 13/231). International Monetary Fund.
- 2- Analysis Of China's SWFS Development And Affected Politics And Economy , Fan Shih-Ping , The Journal of East Asian Affairs, Vol. 24, No. 1 (Spring/Summer 2010), pp. 83-115
- 3- Calculating the real return on a sovereign wealth fund , Andreas Benedictow, Pål Boug , The Canadian Journal of Economics / Revue canadienne d'Economie, Vol. 50, No. 2 (May / Mai 2017), pp. 571-594
- 4- Determinants of sovereign wealth fund investment in private equity vs public equity , Sofia A Johan, April Knill, Nathan Mauck , Journal of International Business Studies, Vol. 44, No. 2 (February/March 2013), pp. 155-172
- 5- Dienillah, A.,A, Lukytawati, S.(2018). Impact Of Financial Inclusion On Financial Stability Based On Income Group Countries, Bulletin of Monetary Economics and Banking, Volume 20, Number 4,P.P. 430-442.
- 6- Fashions and Fads in Finance: The Political Foundations of Sovereign Wealth Fund Creation , Jeffrey M. Chwieroth , International Studies Quarterly, Vol. 58, No. 4 (December 2014), pp. 752-763
- 7- Petrova, I., Pihlman, J., Kunzel, P., & Lu, Y. (2011). Investment objectives of sovereign wealth funds: A shifting paradigm. IMF Working Paper 11/19. International Monetary Fund.
- 8- Schinasi, Garry J. 2004, International Monetary Fund, Defining Financial Stability.
- 9- Sovereign Wealth Fund Investments And Stock Prices: The Effect Of Target Industry And Location , Samuele Murtinu, Vittoria Giada Scalera , Rivista Internazionale di Scienze Sociali, Anno 123, No. 4 (Ottobre-Dicembre 2015), pp. 447-462
- 10- Sovereign wealth fund investments and the US political process , Paul Calluzzo, G Nathan Dong, David Godsell , Journal of International Business Studies, Vol. 48, No. 2, Special Issue: The Role of Financial and Legal Institutions in International Corporate Governance (February 2017), pp. 222-243
- 11- Sovereign Wealth Funds and National Security: The Great Tradeoff , Benjamin J. Cohen , International Affairs (Royal Institute of International Affairs 1944-), Vol. 85, No. 4 (Jul., 2009), pp. 713-731
- 12- Sovereign Wealth Funds And The (In)Security Of Global Finance , Daniel W. Drezner , Journal of International Affairs, Vol. 62, No. 1, Global Finance (FALL/WINTER 2008), pp. 115-130
- 13- Sovereign Wealth Funds' Impact on Debt and Equity Markets during the 2007–09 Financial Crisis , Vincent Gasparro, Michael S. Pagano , Financial Analysts Journal, Vol. 66, No. 3 (May/June 2010), pp. 92-103
- 14- Sovereign Wealth Funds In Nondemocratic Countries: Financing Entrenchment Or Change? , Sven Behrendt , Journal of International Affairs, Vol. 65, No. 1, Inside the Authoritarian State (FALL/WINTER 2011), pp. 65-78
- 15- The Investment Strategies of Sovereign Wealth Funds , Shai Bernstein, Josh Lerner, Antoinette Schoar , The Journal of Economic Perspectives, Vol. 27, No. 2 (Spring 2013), pp. 219-237
- 16- The Sovereign Wealth Fund Discount: Evidence from Public Equity Investments , Bernardo Bortolotti, Veljko Fotak, William L. Megginson , The Review of Financial Studies, Vol. 28, No. 11 (November 2015), pp. 2993-3035
- 17- Weaving Together the Normative and Regulative Roles of Government: How the Norwegian Sovereign Wealth Fund's Responsible Conduct Is Shaping Firms' Cross-Border Investments , Gurneeta Vasudeva , Organization Science, Vol. 24, No. 6 (November-December 2013), pp. 1662-1682
- 18- Who Is the Sovereign among Sovereign Wealth Funds? A Network Analysis of Co-Investments , Gianfranco Glanfrate, Enrico Merlin , The Journal of Private Equity, Vol. 19, No. 4 (FALL 2016), pp. 7-18