



أثر التغيرات في مؤشرات الأسعار والتقلب بالأسواق الدولية للأسهم الناشئة والنفط الخام والذهب على عوائد أسواق الأسهم العربية خلال جائحة الكوفيد-19

إعداد

د. هناء عبد العزيز عبد اللطيف المغني

مدرس إدارة الأعمال، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية

hanaa.abdelazez@alexu.edu.eg

المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية

كلية التجارة – جامعة دمياط

المجلد الرابع - العدد الأول – الجزء الثالث - يناير ٢٠٢٣

التوثيق المقترح وفقاً لنظام APA:

المغني، هناء عبد العزيز عبد اللطيف (٢٠٢٣). أثر التغيرات في مؤشرات الأسعار والتقلب بالأسواق الدولية للأسهم الناشئة والنفط الخام والذهب على عوائد أسواق الأسهم العربية خلال جائحة الكوفيد-19. المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية، كلية التجارة، جامعة دمياط، ٤(١)٣، ١٨٤٣-١٨٧٥.

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

أثر التغيرات في مؤشرات الأسعار والتقلب بالأسواق الدولية للأسهم الناشئة والنفط

الخام والذهب على عوائد أسواق الأسهم العربية خلال جائحة الكوفيد-١٩

د. هناء عبد العزيز عبد اللطيف المغني

ملخص:

تهدف الدراسة الحالية للوصول إلى أثر التغيرات في الأسعار والتقلبات ببعض الأسواق الدولية، على عوائد أسواق الأسهم العربية، خلال انتشار جائحة الكوفيد-١٩، باستخدام أسلوب تحليل الانحدار المتعدد. واعتمدت الدراسة في ذلك على بيانات العوائد اليومية لعينة مكونة من مؤشر الأسواق العربية **S&P Pan Arab Composite**، و ١١ مؤشرا عاما لأسواق الأسهم العربية، ومؤشرات الأسعار والتقلب بالأسواق الدولية للأسهم الناشئة والنفط والذهب. وتغطي الدراسة الفترة من مارس ٢٠٢٠ حتى سبتمبر ٢٠٢١. وقد تم تقسيم فترة الدراسة إلى فترتين فرعيتين، تغطي الأولى فترة انتشار الوباء خلال سنة ٢٠٢٠، وتغطي الثانية الفترة التالية لاكتشاف اللقاحات المضادة للوباء خلال سنة ٢٠٢١. وقد أظهرت النتائج خلال الفترة الكلية والفترة الفرعية الأولى، تأثيرا إيجابيا له دلالة إحصائية للتغيرات في مؤشر أسعار أسواق الأسهم الناشئة، على عوائد معظم مؤشرات الأسواق العربية. وتأثيرا سلبيا له دلالة إحصائية لجميع مؤشرات التقلب، التي تقيس مشاعر الخوف وعدم اليقين لدى المستثمرين، على عوائد معظم مؤشرات الأسواق العربية. أما بالنسبة للفترة الفرعية الثانية عقب اكتشاف اللقاحات، فقد جاء تأثير مؤشرات الأسعار والتقلب بالأسواق الدولية، ليس له دلالة إحصائية على معظم مؤشرات الأسواق العربية. وتشير هذه النتائج إلى أنه خلال جائحة الكوفيد-١٩، وخاصة خلال فترة انتشار المرض، وحدث عدم الاستقرار بالأسواق الدولية، تأثرت أسواق الأسهم العربية بشكل كبير بما حدث من تغيرات في الأسعار والتقلبات بالأسواق الدولية. أما عقب اكتشاف اللقاحات، وعودة الاستقرار والهدوء للأسواق الدولية، انخفضت قوة تأثير التغيرات في الأسعار والتقلبات في تلك الأسواق على معظم أسواق الأسهم العربية. وتأتي هذه النتائج لتؤكد على أهمية العمل على تنمية أسواق الأسهم العربية، وتحقيق التكامل والتعاون المشترك بينهم، بما يزيد من قوتها وكفاءتها، ويقلل من تأثيرها بالمعلومات والمشاعر السلبية بالأسواق الدولية.

الكلمات الرئيسية: أسواق الأسهم العربية، الكوفيد-١٩، مؤشرات الأسعار والتقلب، أسواق الأسهم الناشئة، أسواق النفط الخام، أسواق الذهب.

١ - مقدمة:

تستجيب أسواق الأسهم للأحداث الهامة الطارئة والصدمات الداخلية والخارجية، ومنها الأزمات الصحية وتفشي الأمراض الوبائية. فحدوث الأزمات الطارئة، يؤثر على اقتصاديات الدول التي تعمل بها الشركات المختلفة. وهو ما يؤثر على التوقعات المستقبلية للتدفقات النقدية لأسهم تلك الشركات، ويؤثر أيضا على معنويات المستثمرين وسلوكياتهم داخل الأسواق. وينعكس ذلك في النهاية على تحركات الأسعار وعلى التقلبات بالأسواق المختلفة (Bandopadhyaya and Jones 2008; He et al., 2020). ويعتبر وباء الكوفيد-١٩، من أحدث الأمثلة على تلك الأزمات الصحية العالمية، التي أثرت جوهريا على اقتصاديات الدول المختلفة. فعلى الرغم من اكتشاف هذا المرض في الصين في أوائل ديسمبر ٢٠١٩، فإنه بحلول مارس ٢٠٢٠ انتشر هذا المرض بمعظم دول العالم وتحول إلى جائحة عالمية. وقد أدت تداعيات هذا المرض إلى اتخاذ مجموعة من القرارات لمواجهة آثار هذا الوباء، مثل اتخاذ بعض السياسات المالية والنقدية، وفرض سياسيات الإغلاق الكلية والجزئية ببعض الدول. وقد كان لهذه السياسات الاقتصادية آثار كثيرة على كثير من الأسواق، منها أسواق الأسهم وأسواق السلع (Sadiq et al., 2021). فعقب اعلان الكوفيد-١٩ كجائحة في مارس ٢٠٢٠، حدثت انخفاضات قياسية في مؤشرات أسواق الأسهم العالمية المختلفة المتقدمة والناشئة. كما حدث انخفاض تاريخي في الطلب على النفط الخام، لتتخفص الأسعار إلى مستويات قياسية خلال ٢٠٢٠. وحدث ارتفاع تاريخي في الطلب على الذهب كسلعة آمنة خلال الأزمات، لتصل أسعار الذهب إلى مستوى قياسي خلال ٢٠٢٠ (www.investing.com). كذلك فقد أدى الخوف من الأخبار السلبية الخاصة بتفشي الكوفيد-١٩ على مستوى العالم، والخوف من حدوث ركود اقتصادي عالمي، إلى زيادة مخاطر عدم التأكد وحدث رد فعل غير مسبوق لدى المستثمرين. فقد اشارت مؤشرات التقلب، التي تقيس مشاعر الخوف والقلق لدى المستثمرين، إلى ارتفاع حدة التقلبات بأسواق الأسهم العالمية المتقدمة والناشئة، وأسواق السلع الاستراتيجية، متجاوزة في بعض الأسواق ما حدث خلال الأزمة المالية العالمية (Shaikh, 2021). كما تأثرت أيضا أسواق الأسهم العربية بشكل كبير بأزمة انتشار الكوفيد-١٩ وما تبعها من تداعيات اقتصادية مختلفة. فقد أدت أيضا تداعيات جائحة الكوفيد-١٩، إلى انخفاض أداء الأسواق المالية العربية إلى ما دون المستوى الذي وصلت إليه خلال الأزمة المالية العالمية. حيث خسرت أسواق الأسهم العربية الكبرى حوالي ٢٣٪ من قيمتها، خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٠ (www.unescwa.org). أما عقب اكتشاف اللقاحات المضادة للكوفيد-١٩ مع نهاية سنة ٢٠٢٠، فقد بدأت تلك الأسواق المختلفة في استعادة بعض استقرارها خلال سنة ٢٠٢١ (www.investing.com). هذا وفي ظل تلك التغيرات التي حدثت بالأسواق المختلفة خلال جائحة الكوفيد-١٩، يهتم البحث الحالي بمحاولة معرفة مدى تأثير عوائد أسهم الأسواق العربية المختلفة، بالتغيرات بالأسعار والتقلبات بالأسواق الدولية لأسواق الأسهم الناشئة والنفط والذهب، خلال هذه الجائحة. وذلك سواء خلال فترة انتشار المرض أو عقب اكتشاف اللقاحات المضادة له.

٢ - الإطار النظري والدراسات السابقة:

تتعرض أسواق الأسهم المختلفة، للأخبار والأحداث العالمية التي تجعل البيئة التي تعمل بها تلك الأسواق، بيئة متقلبة وغير مؤكدة (Raza et al., 2016). فعند حدوث الأحداث والأزمات المختلفة، تستجيب أسواق الأسهم وتتأثر بتلك الأحداث الطارئة. وقد أرجعت دراسات التمويل التقليدية،

التغيرات في أسعار الأسهم أثناء الأزمات، إلى التغيرات في العوامل الاقتصادية والتوقعات عن التدفقات المستقبلية للأسهم نتيجة لتلك التغيرات. أما دراسات التمويل السلوكي، فقد أرجعت التقلبات في أسعار الأسهم إلى عوامل أخرى غير اقتصادية، مثل التقلبات في معنويات وسلوكيات المستثمرين. فعند حدوث الأزمة، يحدث عدم اليقين لدى المستثمرين بشأن الأوضاع الاقتصادية المستقبلية، وهو ما يؤثر على معنوياتهم ويحدث تقلبات كبيرة داخل تلك الأسواق (Bandopadhyaya and Jones 2008; Shaikh, 2020). كذلك وخلال فترات الأزمات، ونتيجة لعدم الاستقرار المالي وعدم اليقين الاقتصادي، تزداد التأثيرات المتبادلة بين أسواق الأسهم بعضها البعض، وبين أسواق الأسهم وأسواق السلع الاستراتيجية كالنفط الخام والذهب (Yang and Hamori, 2013; Mensi et al., 2013). فعند حدوث الأزمة، تحدث تغييرات سلبية في معنويات المستثمرين، وهو ما يؤثر بشدة على قراراتهم الاستثمارية وعلى الأسعار وعلى التقلبات بالأسواق المختلفة. ثم سرعان ما تنتشر تلك الآثار السلبية للأزمة من بلد لآخر ومن سوق لآخر، خاصة من الأسواق الدولية إلى الأسواق المحلية بالبلدان المختلفة (Liu et al., 2013; Liu et al., 2020).

٢-١- أثر أزمة انتشار الكوفيد-١٩ على أسواق الأسهم وأسواق السلع الاستراتيجية:

تأثرت أسواق الأسهم الدولية والمحلية، وأسواق السلع الاستراتيجية، بشكل كبير بتفشي فيروس كورونا المستجد (COVID-19)، الذي اجتاح بشكل خطير بلدان العالم المختلفة (Baker et al., 2020; Atri, et al., 2021). فعقب ظهور هذا المرض بالعين مع نهاية ٢٠١٩، ومع زيادة حالات الإصابة والوفاة بهذا المرض، قامت منظمة الصحة العالمية، بإعلان الكوفيد-١٩ كجائحة عالمية في ١١ مارس ٢٠٢٠ (<https://www.who.int/data>). هذا وقد اهتمت بعض الدراسات ببحث آثار تلك الأزمة وتداعياتها، على أسواق الأسهم وأسواق السلع الاستراتيجية النفط الخام والذهب. فأما بالنسبة لأسواق الأسهم، فقد بحثت دراسة (Al-Qudah and Houcine, 2021)، ودراسة (Liu et al., 2020)، في تأثير الكوفيد-١٩ على أسواق الأسهم بالمناطق الأكثر تأثراً بذلك المرض. ووجدوا أن مؤشرات الأسهم في تلك البلدان قد تفاعلت بشكل سلبي كبير مع الزيادة في عدد حالات الإصابة بالوباء. وأشاروا إلى أن التشاؤم والمخاوف لدى المستثمرين خلال هذه الأزمة بشأن العوائد المستقبلية للأسهم، هو ما ساعد على نقل آثار هذا الوباء إلى أسواق الأسهم. وهو ما أكدته دراسة (Khanthavit, 2020) التي بحثت في أثر ظهور الكوفيد-١٩، على عوائد الأسهم بعدد من الأسواق الأوربية والولايات المتحدة وجنوب شرق آسيا. ووجدت رد فعل سلبي كبير لأسواق الأسهم تجاه هذا المرض، حيث زاد رد الفعل السلبي بشكل أكبر بعد إعلان الكوفيد-١٩ كجائحة. أما دراسة (David et al., 2021) فقد بحثت في أثر تفشي الكوفيد-١٩ وبعض الأمراض الأخرى (EBOLA, SARS and MERS)، على عدد من أسواق الأسهم بالدول المختلفة. وأظهرت أنه على الرغم من التأثير الكبير لهذه الأمراض على أسواق الأسهم، إلا أن تقلبات عوائد هذه الأسواق كانت أعلى عند ظهور الكوفيد-١٩. وهو ما أكدته أيضاً دراسة (Baker et al., 2020)، التي وضحت أن أثر تفشي الكوفيد-١٩ على سوق الأسهم الأمريكي لم يسبقه أثر مماثل لتفشي عدد من الأمراض المعدية السابقة. وأرجعت الدراسة ذلك إلى القيود الحكومية التي أثرت بشكل كبير على الاقتصاد. أما دراسة (Keliuotyte-Staniuleniene and Kviklis, 2022) فقد أظهرت أن انتشار جائحة الكوفيد-١٩ قد تسبب في زيادة التقلب وعدم اليقين في أسواق الأسهم، إلا أن هذه الزيادة كانت مؤقتة. حيث جاء تأثير الموجة

الثانية من الوباء على تقلبات السوق أقل بشكل كبير من الموجة الأولى. أما بالنسبة لأثر تفشي الكوفيد-١٩ على أسواق السلع الاستراتيجية، فقد وجدت دراسة (Atri, et al., 2021)، أن الأخبار الخاصة بالكوفيد-١٩ وحالة الذعر الذي تسبب بها، قد أثر بشكل كبير على أسواق السلع الاستراتيجية النفط الخام والذهب. فقد وجدت الدراسة أن الأخبار الخاصة بالإصابات الجديدة والوفيات والتغطية الإعلامية الكبيرة للكوفيد-١٩، قد أثرت سلبيا على أسعار النفط، وأثرت إيجابيا على أسعار الذهب. وهو ما يوضح أن الذهب كان وسيلة للتحوط وملاذا آمنا خلال أزمة الكوفيد-١٩. أما دراسة (Ozturk and Cavdar, 2021)، فقد قامت ببحث التقلبات التي حدثت في أسعار النفط وأسعار الذهب، خلال فترة الكوفيد-١٩. ووجدت أن أسعار الذهب وأسعار النفط كانت شديدة التقلب أثناء فترة انتشار هذا الوباء.

٢-٢- أثر التغيرات بالأسعار والتقلب بالأسواق الدولية على أسواق الأسهم:

أشارت بعض الدراسات السابقة إلى أن التغيرات في مؤشرات الأسعار ومؤشرات التقلب في الأسواق الدولية، تؤثر جوهريا على أسواق الأسهم المختلفة، خاصة خلال وقت الأزمات (Mensi et al., 2020; Raza et al., 2016; Liu et al., 2020). وفي حين تقيس مؤشرات الأسعار التغيرات السابقة والحالية في عوائد هذه الأسواق، تقيس مؤشرات التقلب التوقعات المستقبلية للمستثمرين في تلك الأسواق. حيث يتم الاعتماد على مؤشرات التقلب كمؤشر للخوف والقلق وسلوك ومشاعر المستثمرين بالأسواق المختلفة (Bandopadhyaya and Jones 2008; BenSaïda et al., 2021; Shaikh, 2021). وقد تساءلت بعض الدراسات عن أيهما أكثر تأثيرا على أسواق الأسهم، مؤشرات الأسعار أم مؤشرات التقلب بالأسواق الدولية. فقد قارنت دراسة (BenSaïda et al., 2021) بين مدى تأثير قطاعات الأسهم الأمريكية بمؤشرات الأسعار والتقلب بأسواق الذهب والنفط الخام وسوق الأسهم الأمريكي ممثلا بمؤشر S&P 500. ووجدت أثرا جوهريا أقوى لمؤشر التقلب بالسوق الأمريكي على عوائد قطاعات الأسهم الأمريكية من مؤشر الأسعار S&P 500. كما وجدت أثرا جوهريا أقوى لمؤشرات أسعار الذهب والنفط الخام على عوائد القطاعات الأمريكية، من مؤشرات التقلب في الذهب والنفط الخام. كما قارنت دراسة (Raza et al., 2016) بين أثر التغيرات في مؤشرات الأسعار والتقلب بأسواق الذهب والنفط، على عدد من أسواق الأسهم الناشئة خلال فترة الأزمة المالية العالمية وما بعدها. ووجدت أن التغير في أسعار الذهب قد أثر إيجابيا على أسعار الأسهم في الأسواق الناشئة الكبيرة (البرازيل وروسيا والهند والصين وجنوب أفريقيا)، وسلبيا على أسواق الأسهم في المكسيك وماليزيا وتايواند وتشيلي وإندونيسيا. أما التغير في أسعار النفط فكان تأثيره سلبيا على جميع الأسواق الناشئة. أما مؤشرات التقلب في سوقي الذهب والنفط، فقد كان أثرهما سلبيا على جميع أسواق الأسهم الناشئة.

هذا وقد تعددت الدراسات السابقة التي قامت بدراسة أثر التغيرات بالأسعار والتقلبات بالأسواق الدولية على أسواق الأسهم بالدول المختلفة، خاصة خلال وقت الأزمات. وكان من أهم الأسواق الدولية التي تم دراسة أثرها على أسواق الأسهم، هي أسواق الأسهم الدولية المتقدمة والناشئة، وأسواق السلع الاستراتيجية النفط الخام والذهب.

٢-٢-١- أثر تغيرات الأسعار بأسواق الأسهم الدولية المتقدمة والناشئة على أسواق الأسهم:

تشير الدراسات السابقة إلى زيادة التأثيرات المتبادلة بين أسواق الأسهم المختلفة خلال فترات الأزمات. فقد وضحت دراسة (Chiang and Zheng, 2010) أن الأزمات تؤدي إلى نشاط سلوك القطيع (herd behavior) بين المستثمرين بأسواق الأسهم المختلفة، وهو ما يؤدي إلى انتشار عدوى التأثير بهذه الأزمات من سوق لآخر. فقد قامت دراسة (Yang and Hamori, 2013) بدراسة علاقات التبعية بين أسواق الاسهم الدولية المتقدمة والناشئة خلال فترات الأزمات والفترات الأخرى. ووجدت أنه خلال فترة الأزمة تزداد قوة العلاقة بين هذه الأسواق، وأرجعت الدراسة ذلك إلى تأثير العدوى بين الأسواق. أما خلال الفترة التالية للأزمة، فإن كل دولة تنفذ سياساتها الخاصة للغلب على الأزمة، مما يقلل من قوة العلاقة بين هذه الأسواق. وهو ما أكدت عليه دراسة (Das et al., 2018)، التي قامت بتقييم أثر الأزمة الآسيوية في ١٩٩٧ على العلاقة بين أسواق الأسهم في جنوب شرق آسيا وبعض أسواق الأسهم العالمية المتقدمة والناشئة. وأظهرت النتائج أن استجابة الأسواق الآسيوية للأسواق الخارجية قد زادت بعد حدوث الأزمة، نتيجة تأثير العدوى بين أسواق الأسهم المختلفة. كما وجدت دراسة (Wang et al., 2018)، ارتباطاً قوياً بين أسواق الأسهم العالمية المختلفة خلال أزمة ٢٠٠٨، وأرجعت ذلك إلى سرعة انتقال المعلومات حول التقلبات والتغيرات في الأسعار بين الأسواق خلال وقت الأزمات. أما خلال أزمة الكوفيد-١٩، وجدت دراسة (Kartal, et al., 2020) تأثيراً جوهرياً لمؤشر مورجان ستانلي للأسواق الناشئة (MSCI emerging) على سوق الأسهم التركي. كما بحثت دراسة (Belaid et al., 2021) في العلاقة بين مؤشرات ٢٢ سوقاً متقدماً وناشئاً خلال أزمة الكوفيد-١٩. ووجدت أن الأسواق الناشئة قد زاد تأثيرها بالأسواق المتقدمة مع أزمة الكوفيد-١٩، نتيجة انتقال التوتر بين أسواق الأسهم خلال فترة الوباء.

٢-٢-٢- أثر تغيرات الأسعار بأسواق النفط العالمية على أسواق الأسهم:

تشير الدراسات السابقة إلى أن أسواق الأسهم تتأثر بالتغيرات في أسعار النفط، خاصة وقت الأزمات. فقد قامت دراسة (Mollick and Assefa, 2013)، بفحص العلاقة بين عوائد مؤشرات الأسهم الأمريكية (NASDAQ, Russell 2000, S&P 500 and Dow Jones) وعوائد أسعار النفط قبل وخلال الأزمة المالية العالمية. وأظهرت النتائج حدوث تغير في العلاقة بين أسواق الأسهم والنفط نتيجة هذه الأزمة. فقبل الأزمة المالية، تأثرت عوائد الأسهم سلباً بشكل طفيف بأسعار النفط. أما خلال الأزمة وما بعدها، فقد تأثرت عوائد الأسهم بشكل إيجابي بالتغير في أسعار النفط. وهو ما أكدت عليه دراسة (Junttila et al., 2018)، التي وجدت أن العلاقة بين العقود الآجلة للنفط الخام وعائدات الأسهم الأمريكية قد تغيرت بشدة، وزاد الارتباط بينهم خلال الأزمة المالية. كما وجدت دراسة (Ferreira et al., 2019)، أن الارتباطات بين أسواق الأسهم وأسعار النفط كانت منخفضة قبل الأزمة المالية، ثم زادت بعد الأزمة، بما يؤكد على أن أسواق الأسهم تتأثر بشكل أكبر بالتغيرات في أسعار النفط خلال الأزمات. وهو ما أكدته أيضاً دراسة (Sakurai and Kurosaki, 2020) خلال أزمة الكوفيد-١٩، التي بحثت في مدى تغير العلاقة بين أسعار النفط وسوق الأسهم الأمريكية بعد بداية الأزمة. ووجدت أن الارتباط بين السوقين قد زاد بعد أزمة الكوفيد-١٩، وأن هذا الارتباط كان أعلى عند هبوط الأسعار من صعودها. كذلك خلال أزمة الكوفيد-١٩، وفي أسواق الأسهم الخليجية أكدت دراسة (Bahri and Filfilan, 2020)، على وجود تأثير

إيجابي لأسعار النفط على عوائد الأسهم الخليجية. كما بحثت أيضا دراسة (Abuzayed and Al-Fayoumi, 2021) في أثر مخاطر التغيير في أسعار النفط على الأسواق الخليجية، قبل وأثناء جائحة الكوفيد-١٩. ووجدت أن التغيير في أسعار النفط يؤثر بشكل كبير على جميع أسواق الأسهم الخليجية، وأن هذا التأثير قد زاد عقب ظهور الوباء.

٢-٢-٣- أثر تغيرات الأسعار بأسواق الذهب العالمية على أسواق الأسهم:

يختار المستثمرون الاستثمار في الذهب وقت الأزمات كملاذ آمن في مواجهة المخاطر وعدم اليقين. فالذهب هو أفضل وسيلة للتحوط لأنه مصدر جيد للسيولة، ويحقق عائدات أفضل معدلة بالمخاطر، ويحقق مرونة أعلى في مواجهة المخاطر وعدم اليقين. فمع حدوث الأزمات، تتأثر معنويات المستثمرين وتتأثر قراراتهم الاستثمارية وسلوك المخاطرة لديهم، ويتجهون نحو الاستثمارات الآمنة غير الخطرة، مما يؤثر على استثماراتهم في أسواق الأسهم (Shaikh, 2021). فقد أظهرت دراسة (Junttila et al., 2018)، أن العلاقة بين العقود الآجلة للذهب وعائدات الأسهم في السوق الأمريكي، قد تغيرت خلال الأزمة المالية. حيث أصبح الارتباط بين عقود الذهب الآجلة وعائدات الأسهم الأمريكية ارتباطا سالبا خلال الأزمة، وهو ما يدعم فرضية الملاذ الآمن للذهب وقت الأزمة. وهو ما أكدت عليه دراسة (Al-Ameer et al., 2018)، التي قامت بتحليل العلاقة بين سوق الذهب وبورصة فرانكفورت في ألمانيا، قبل وبعد الأزمة المالية. وأظهرت أن علاقة الارتباط بين سوق الذهب وسوق الأسهم قد اختلفت باختلاف الفترة الزمنية. فقبل الأزمة كان الارتباط إيجابيا بين السوقين، ثم تغير هذا الارتباط ليصبح ارتباطا سلبيا بعد الأزمة. كما وجدت دراسة (Morema and Bonga-Bonga, 2020)، ارتباطا سلبيا بين سوق الأسهم في جنوب إفريقيا وأسعار الذهب خلال الأزمة المالية، وهو ما يؤكد على اتجاه المستثمرين نحو الذهب كسلعة آمنة وقت الأزمة. أما خلال أزمة الكوفيد-١٩، وجدت دراسة (Akhtaruzzaman et al., 2021) أن المستثمرين قد وسعوا من الاستثمار في الذهب كملاذ آمن للتحوط من المخاطر، خاصة خلال بداية الأزمة. ووجدت دراسة (Widjanarko et al., 2020)، تأثيرا سلبيا لأسعار الذهب على الأسهم الصناعية بإندونيسيا عقب ظهور الكوفيد-١٩.

٢-٢-٤- أثر التقلب في أسواق الأسهم الدولية المتقدمة والناشئة على أسواق الأسهم:

يصدر مجلس بورصة الخيارات في شيكاغو (CBOE)، مؤشرات التقلب بأسواق الأسهم، التي تقيس مشاعر الخوف والقلق لدى المستثمرين بتلك الأسواق. ومن هذه المؤشرات مؤشر التقلب بسوق الأسهم الأمريكي VIX (CBOE VIX Volatility index)، الذي يقيس التقلبات الثابتة المتوقعة لمدة ٣٠ يوما، في خيارات الشراء والبيع على مؤشر سوق الأسهم الأمريكية S&P 500. ومؤشر التقلب بأسواق الأسهم المتقدمة بخلاف أمريكا (VXEFA (CBOE EFA ETF Volatility Index)، الذي يقيس التقلبات المتوقعة لمدة ٣٠ يوما في أسعار خيارات الشراء والبيع على عوائد "iShares MSCI EAFE". ومؤشر التقلب بأسواق الأسهم الناشئة VXEEM (CBOE Emerging Markets ETF Volatility Index)، الذي يقيس التقلبات الثابتة المتوقعة لمدة ٣٠ يوما في أسعار خيارات الشراء والبيع على عوائد "iShares MSCI Emerging Markets ETF-EEM" للأسواق الناشئة (www.cboe.com). وقد قامت دراسة (Badshah, 2018) ببحث العلاقة بين مؤشر التقلب والخوف في السوق الأمريكي VIX،

والأسواق المتقدمة **VXEFA**، والأسواق الناشئة **VXEEM**. ووجدت أن مؤشر التقلب **VIX**، كان له القدرة على تفسير جزء كبير من التغيرات في مؤشرات التقلب بالأسواق المتقدمة والناشئة. كما وجدت أن الارتباط بين هذه المؤشرات قد زاد خلال فترات الاضطرابات، وانخفض في فترات الهدوء. أما بالنسبة لأثر مؤشرات التقلب على أسواق الأسهم، فقد وجدت دراسة (Sarwar, 2014)، علاقة سلبية جوهرية بين التغيرات في مؤشر التقلب **VIX** وعوائد الأسهم الأوروبية. حيث زادت هذه العلاقة خلال أزمة سوق الأسهم الأوروبية، وأصبحت التغيرات في مؤشر **VIX** أكثر قدرة على التنبؤ بعائدات الأسهم الأوروبية. كما وجدت دراسة (Rodriguez-Nieto and Mollick, 2020)، أن الزيادة في مؤشر **VIX** يؤثر سلباً على معظم عوائد الأسهم بالأسواق الناشئة في الأمريكتين، وازداد هذا التأثير بشكل كبير خلال الأزمة المالية. وهو ما يشير إلى أن زيادة التقلب في الأسهم الأمريكية أثناء الأزمة، قد زاد من فرص انتقال عدوى الأزمة إلى الأسواق الأخرى. كما وجدت دراسة (Mensi et al., 2014)، أن مؤشر التقلب وعدم اليقين **VIX**، كان عاملاً هاماً في التأثير على معظم عوائد أسواق الأسهم الناشئة الكبرى عند هبوط هذه الأسواق خلال الأزمة المالية، وغير هام عند صعودها. أما دراسة (Sarwar and Khan, 2017)، فقد وجدت أن الزيادة في مؤشر **VIX** أدت إلى انخفاض كبير في عوائد أسهم الأسواق الناشئة خلال الأزمة المالية. وأشارت إلى أن زيادة الخوف وعدم اليقين بالسوق الأمريكي نتيجة الأزمة، قد زاد من الإحباط بالأسواق الناشئة وأدى إلى انخفاض عوائدها. كذلك بحثت دراسة (M'saddek, 2018)، في العلاقة بين أسواق الأسهم الدولية ومؤشرات التقلب بالسوق الأمريكي **VIX** والأسواق الناشئة **VXEEM**. ووجدت علاقة قوية عكسية بين مؤشرات التقلب وعوائد الأسهم عندما يكون السوق في اتجاه هبوطي وتقلباته عالية. كما وجدت أن تقلبات السوق لها قوة تنبؤية كبيرة لعوائد سوق الأسهم المستقبلية. كما وجدت دراسة (Alqahtani and Chevallier, 2020) ارتباطاً سلبياً بين عوائد أسواق الأسهم الخليجية ومؤشر التقلب **VIX**، حيث كان هذا الارتباط أقوى خلال فترات الأزمات. كذلك وأثناء أزمة الكوفيد-١٩، وجدت دراسة (Bahrini and Filfilan, 2020)، ارتباطاً سلبياً بين مؤشر الخوف والتقلب **VIX** وعوائد أسواق الأسهم الخليجية خلال الأزمة.

٢-٥-٢- أثر التقلب في أسواق النفط على أسواق الأسهم:

يصدر مجلس بورصة خيارات شيكاغو (CBOE)، مؤشر التقلب في سوق النفط الخام **OVX (CBOE Crude Oil ETF Volatility Index)**. والذي يقيس التقلب المتوقع لمدة ٣٠ يوماً في أسعار خيارات الشراء والبيع على صندوق النفط الأمريكي **USO ETF** (www.cboe.com). وقد اعتمدت الدراسات السابقة على مؤشرات التقلب في النفط الخام (**OVX**)، كمقياس لعدم اليقين في سوق النفط. حيث قامت دراسة (Liu et al., 2013) ببحث مدى انتقال حالة عدم اليقين بين أسواق النفط وأسواق الأسهم العالمية الرئيسية. وأكدت على انتقال عدم اليقين بين سوق النفط والأسواق الرئيسية على المدى القصير. وفي الأسواق الناشئة قامت دراسة (Dutta et al., 2017)، ببحث أثر مؤشر التقلب **OVX** على عوائد مؤشر أسهم الأسواق الناشئة. وأظهرت النتائج أن عائدات الأسهم في الأسواق الناشئة تتأثر جوهرياً بالتقلبات في سوق النفط. وهو ما أكدته دراسة (Das et al., 2018)، التي وجدت أن عائدات الأسهم في الأسواق الناشئة تتأثر بشدة بمؤشر التقلب **OVX**، وأن حجم هذا التأثير كان أعلى من تأثير مؤشر أسعار سوق النفط. كما وجدت

دراسة (Alqahtani and Chevallier, 2020) ارتباطا سلبيا بين عوائد أسواق الأسهم الخليجية ومؤشر التقلب **OVX**، وكان هذا الارتباط أقوى خلال فترات الأزمات. أما أثناء أزمة الكوفيد-١٩، وجدت دراسة (Bahrini and Filfilan, 2020) أن الأسواق الخليجية قد تأثرت سلبا بالتقلب في سوق النفط **OVX** خلال الأزمة.

٢-٢-٦- أثر التقلب في أسواق الذهب على أسواق الأسهم:

يصدر مجلس بورصة خيارات شيكاغو (CBOE)، مؤشر التقلب في سوق الذهب **GVZ** (CBOE Gold ETF). والذي يقيس التقلبات الثابتة المتوقعة لمدة ٣٠ يوما، في خيارات الشراء والبيع على صندوق الذهب (SPDR Gold Shares ETF (GLD) (www.cboe.com). وقد اعتمدت الدراسات السابقة على مؤشر التقلب في الذهب (GVZ)، كمقياس لعدم اليقين في سوق الذهب. حيث قامت دراسة (Gokmenoglu and Fazlollahi, 2015)، بالتحقق من تأثير مؤشر التقلب في سوق الذهب **GVZ** على عوائد مؤشر السوق الأمريكي **S&P500**. ووجدت تأثير طويل الاجل لمؤشر التقلب في الذهب على عوائد الأسهم الأمريكية. كما وجدت دراسة (Raza et al., 2016) أن مؤشر التقلب **GVZ** يؤثر سلبيا على أسواق الأسهم الناشئة. كذلك وجدت دراسة (Alqahtani, 2019) أن مؤشر **GVZ** كان له أثر جوهريا على أسواق الأسهم الخليجية، وأن هذا المؤشر كان له القدرة على نقل الصدمات إلى بعض الأسواق الخليجية. كما وجدت دراسة (Alqahtani and Chevallier, 2020) ارتباطا سلبيا بين عوائد أسواق الأسهم الخليجية ومؤشر تقلب سوق الذهب **GVZ**، حيث كان هذا الارتباط أقوى خلال الأزمات.

هذا ونستخلص مما سبق عرضه بالإطار النظري والدراسات السابقة ما يلي:

أظهرت الدراسات السابقة بأسواق الأسهم المختلفة، أن جائحة الكوفيد-١٩ قد أثرت بشكل كبير على أسواق الأسهم المختلفة، وعلى أسواق السلع الاستراتيجية النفط الخام والذهب. كما أظهرت الدراسات أيضا أن التغيرات بالأسعار والتقلبات بأسواق الأسهم الدولية وأسواق السلع الاستراتيجية، خاصة خلال وقت الأزمات، كان لهم تأثير جوهري على عوائد الأسهم بالأسواق المختلفة. هذا وعلى الرغم من أن تلك الدراسات السابقة قد اشتملت على تقييم أثر التغيرات والتقلبات بالأسواق الدولية على بعض الأسواق العربية، إلا أن معظم هذه الدراسات قد اقتصرت على تقييم أثرها على أسواق الأسهم الخليجية، دون الأسواق العربية الأخرى. كذلك فقد اقتصرت تلك الدراسات على بحث أثر التغيرات والتقلبات بأسواق الأسهم المتقدمة على أسواق الأسهم العربية، دون تقييم أثر التغيرات والتقلبات بأسواق الأسهم الناشئة على تلك الأسواق العربية. كذلك فقد اقتصرت الدراسات السابقة على الفترة خلال انتشار الكوفيد-١٩، ولم تتضمن الفترة عقب اكتشاف اللقاحات المضادة للمرض. ولتغطية هذه الفجوة فستقوم الدراسة الحالية، بمحاولة الوصول إلى تحديد ماهية تأثير المتغيرات الخاصة بالتغيرات في الأسعار والتقلبات بأسواق الأسهم الناشئة، وأسواق السلع الاستراتيجية النفط الخام والذهب، على أسواق الأسهم العربية المختلفة خلال جائحة الكوفيد-١٩، سواء خلال فترة انتشار المرض أو عقب اكتشاف اللقاحات المضادة له.

٣- مشكلة الدراسة:

أثرت جائحة الكوفيد-١٩ بشكل كبير على أسواق الأسهم المختلفة سواء المتقدمة أو الناشئة. كما أثرت أيضا على أسواق السلع المختلفة، خاصة أسواق السلع الاستراتيجية النفط الخام والذهب. فعقب إعلان الكوفيد-١٩ كجائحة في مارس ٢٠٢٠، انخفض مؤشر مورجان ستانلي للأسواق العالمية المتقدمة (MSCI World)، من ٤٧,٣٥٨,٤٧ نقطة في ٢٠١٩، إلى ١,٦٠٢,١١ نقطة خلال ٢٠٢٠. كما انخفض مؤشر مورجان ستانلي للأسواق الناشئة (MSCI Emerging Markets)، من ١,١١٤,٦٦ نقطة في ٢٠١٩ إلى ٧٥٨,٢ نقطة خلال ٢٠٢٠ (www.investing.com). كما حدث أيضا انخفاض تاريخي في أسعار النفط الخام ليصل إلى أقل من ٢٠ دولارا للبرميل خلال ٢٠٢٠. أما سوق الذهب، فقد زاد الطلب على الذهب بشكل كبير، وحدث ارتفاع تاريخي في أسعار أوقية الذهب لتصل إلى أعلى من ٢٠٠٠ دولارا للأوقية خلال ٢٠٢٠، بما يفوق ما وصلت إليه أسعار أوقية الذهب خلال الأزمة المالية العالمية (www.investing.com). أما بالنسبة لمؤشرات التقلب، فقد أشارت مؤشرات التقلب بالأسواق الدولية المختلفة إلى حدوث تقلبات شديدة بتلك الأسواق مع انتشار الكوفيد-١٩. فعقب انتشار المرض في ٢٠٢٠، ارتفع مؤشر التقلب في سوق الأسهم الأمريكي VIX من ١٣,٧٨ نقطة في ٢٠١٩ إلى ٨٢,٦٩ نقطة خلال ٢٠٢٠. كما ارتفع مؤشر التقلب في أسواق الأسهم الناشئة VXEM من ١٧,٢٧ نقطة في ٢٠١٩ إلى ٩٢,٤٦ نقطة خلال ٢٠٢٠. وارتفع أيضا مؤشر التقلب في سوق النفط الخام OVX من ٢٨,٣ نقطة في ٢٠١٩ إلى ٣٢٥,١٥ نقطة خلال ٢٠٢٠. كما ارتفع مؤشر التقلب في سوق الذهب GVZ من ١٢,٦٣ نقطة في ٢٠١٩ إلى ٤٨,٩٨ نقطة خلال ٢٠٢٠ (www.investing.com). أما بالنسبة لأسواق الأسهم العربية، فقد أدت تداعيات جائحة الكوفيد-١٩، إلى انخفاض مؤشر أسعار أسواق الأسهم العربية ستاندراند اند بورز المركب (S&P Pan Arab Composite)، من ٧٧٨,٧٥ نقطة في ٢٠١٩ إلى ٥٦٦,٠٤ نقطة خلال ٢٠٢٠ (www.sp-pan-arab-composite). أما مع نهاية سنة ٢٠٢٠ وبداية سنة ٢٠٢١، فقد تم اكتشاف اللقاحات المضادة للكوفيد-١٩، وتم إجازتها من قبل منظمة الصحة العالمية (www.who.int). وعقب هذا الحدث وخلال سنة ٢٠٢١، بدأت الأسواق المختلفة في استعادة استقرارها. حيث ارتفعت مؤشرات أسعار أسواق الأسهم الدولية المتقدمة والناشئة وأسواق النفط، لتصل إلى مستويات أعلى مما كانت عليه قبل الأزمة، وانخفضت أسعار الذهب. وانخفضت مؤشرات التقلب بأسواق الأسهم وأسواق النفط والذهب، لتعود إلى مستوياتها قبل الأزمة (www.investing.com). أما مؤشر أسعار أسواق الأسهم العربية S&P Pan Arab Composite، فقد ارتفع خلال ٢٠٢١ ليصل إلى مستوى أعلى مما كان عليه قبل الأزمة (www.sp-pan-arab-composite). هذا ويدعو ما حدث من تغيرات وتقلبات بالأسواق الدولية وتغيرات بأسواق الأسهم العربية خلال جائحة الكوفيد-١٩، سواء عند ظهور الوباء أو عقب اكتشاف اللقاحات، للتساؤل عن مدى قدرة تلك التغيرات والتقلبات بالأسواق الدولية، خاصة أسواق الأسهم الناشئة وأسواق النفط والذهب، على تفسير التغيرات التي حدثت بعوائد أسواق الأسهم العربية خلال جائحة الكوفيد-١٩. وللإجابة عن ذلك تتمثل مشكلة الدراسة الحالية في السؤال التالي:

د. هناء عبد العزيز عبد اللطيف المغني

ما هو تأثير تغيرات الأسعار والتقلبات بأسواق الأسهم الدولية الناشئة وأسواق السلع الاستراتيجية النفط الخام والذهب، على عوائد أسواق الأسهم العربية خلال جائحة الكوفيد-١٩، عند ظهور الوباء وعقب اكتشاف اللقاحات؟

٤- أهداف الدراسة:

تتمثل أهداف الدراسة الحالية فيما يلي:

- ١- تحديد ماهية تأثير كل متغير من المتغيرات الخاصة بالتغيرات في مؤشرات الأسعار ومؤشرات التقلب بأسواق الأسهم الدولية الناشئة والنفط الخام والذهب، على عوائد أسواق الأسهم العربية خلال جائحة الكوفيد-١٩.
- ٢- تحديد مدى وجود اختلافات بين فترة ظهور وانتشار الكوفيد-١٩ خلال ٢٠٢٠، وفترة اكتشاف اللقاحات المضادة له خلال ٢٠٢١، وذلك حول مدى تأثير أسواق الأسهم العربية بالتغيرات في الأسعار والتقلبات بالأسواق الدولية محل الدراسة.
- ٣- تحديد مدى قدرة المتغيرات الخاصة بالتغيرات والتقلبات بالأسواق الدولية محل الدراسة، على تفسير التباينات التي حدثت بعوائد الأسهم العربية خلال جائحة الكوفيد-١٩، سواء عند ظهور الوباء أو عقب اكتشاف اللقاحات.

٥- أهمية الدراسة:

ترجع أهمية الدراسة الحالية إلى الإسهامات التي من الممكن أن تقدمها على المستوى الأكاديمي والعملي. فأما على المستوى الأكاديمي، فالدراسات التي اهتمت بدراسة مدى تأثير الأسواق العربية المختلفة بالتغيرات والتقلبات في الأسواق الدولية، خاصة خلال فترات الأزمات الدولية قليلة نسبياً. واقتصرت في معظمها على تقييم أسواق الأسهم الخليجية، وعلى دراسة تأثير أسواق الأسهم المتقدمة عليها دون الأسواق الناشئة. وتسعى الدراسة الحالية لتغطية هذه الفجوة لتشمل دراسة أثر المتغيرات الخاصة بالتغيرات في الأسعار والتقلبات بأسواق الأسهم الناشئة، وأسواق السلع الاستراتيجية النفط الخام والذهب، على أسواق الأسهم العربية المختلفة خلال جائحة الكوفيد-١٩. أما بالنسبة للأهمية على المستوى العملي، فيعتبر معرفة ماهية تأثير المتغيرات الخاصة بالأسواق الدولية على أسواق الأسهم العربية من الأهمية بمكان، وذلك لما تقدمه من معلومات هامة سواء بالنسبة للحكومات العربية، أو بالنسبة للشركات المسجلة بتلك الأسواق، أو للمستثمرين الحاليين والمحتملين بالأسواق العربية. فالتعرف على طبيعة رد فعل الأسواق العربية للتغيرات والتقلبات بالأسواق الدولية المختلفة، وتحديد مدى أهمية تلك المتغيرات بالنسبة للأسواق العربية، سيوضح لجميع هذه الأطراف معلومات هامة. وذلك حول مدى تأثير التغيرات والتقلبات بالأسواق الدولية على القيم السوقية للشركات المسجلة بالأسواق العربية، خاصة خلال فترة حدث خلالها تغيرات جوهرية في الظروف الاقتصادية العالمية نتيجة أزمة تفشي الكوفيد-١٩.

٦- فروض الدراسة:

وضحنا من خلال الجزء السابق الخاص بالإطار النظري والدراسات السابقة، أن المتغيرات الخاصة بالتغيرات في الأسعار والتقلبات بأسواق الأسهم الدولية، وأسواق السلع الاستراتيجية النفط والذهب، كان لها تأثير معنوي على عوائد الأسهم بالأسواق المختلفة، خاصة خلال وقت الأزمات.

د. هناء عبد العزيز عبد اللطيف المغني

وبناءً على ما توصلت إليه الدراسات السابقة بالبلاد المختلفة، وللإجابة على سؤال الدراسة ولتحقيق أهدافها، ستقوم الدراسة الحالية بقياس الفروض التالية:

الفرض الأول: تؤثر تغيرات الأسعار بأسواق الأسهم الدولية الناشئة بدلالة إحصائية على عوائد أسواق الأسهم العربية.

الفرض الثاني: تؤثر تغيرات الأسعار بسوق النفط الخام العالمي بدلالة إحصائية على عوائد أسواق الأسهم العربية.

الفرض الثالث: تؤثر تغيرات الأسعار بسوق الذهب العالمي بدلالة إحصائية على عوائد أسواق الأسهم العربية.

الفرض الرابع: يؤثر التقلب في أسواق الأسهم الدولية الناشئة بدلالة إحصائية على عوائد أسواق الأسهم العربية.

الفرض الخامس: يؤثر التقلب في سوق النفط الخام العالمي بدلالة إحصائية على عوائد أسواق الأسهم العربية.

الفرض السادس: يؤثر التقلب في سوق الذهب العالمي بدلالة إحصائية على عوائد أسواق الأسهم العربية.

الفرض السابع: هناك اختلاف جوهري بين تأثير التغيرات في الأسعار والتقلبات بالأسواق الدولية على عوائد أسواق الأسهم العربية خلال فترة انتشار الكوفيد-١٩ والفترة عقب اكتشاف اللقاحات.

٧- تصميم الدراسة:

٧-١- مجتمع وعينة الدراسة:

يتمثل مجتمع الدراسة في جميع مؤشرات الأسعار الخاصة بأسواق الأسهم العربية، سواء الممثلة لجميع الأسواق العربية، أو الخاصة بكل دولة على حدة. كما يتمثل مجتمع الدراسة في مؤشرات الأسعار ومؤشرات التقلب الخاصة بأسواق الأسهم الدولية الناشئة، والأسواق الدولية للسلع الاستراتيجية النفط الخام والذهب. أما بالنسبة لعينة الدراسة، فسيتم اختيار عينة من مجتمع الدراسة طبقاً للشروط التالية:

- ١- بالنسبة لمؤشرات الأسعار الممثلة لأسواق الأسهم العربية، فيجب أن تكون هذه المؤشرات ممثلة للتغيرات في أسعار الأسهم بالأسواق العربية المختلفة.
- ٢- بالنسبة لمؤشرات الأسعار الخاصة بالأسواق الدولية للأسهم الناشئة والنفط والذهب، فيجب أن تمثل هذه المؤشرات التغيرات الحادثة بالأسعار في تلك الأسواق الدولية المختلفة.
- ٣- بالنسبة لمؤشرات التقلب بالأسواق الدولية للأسهم الناشئة والنفط والذهب، فيجب أن تمثل هذه المؤشرات التقلبات الحادثة في تلك الأسواق الدولية المختلفة.
- ٤- أن تتوفر بيانات كاملة عن تلك المؤشرات، خلال الفترة الكلية التي تغطيها الدراسة. هذا وقد تحققت شروط عينة الدراسة في المؤشرات التالية:

- بالنسبة للمؤشرات الممثلة لجميع أسواق الأسهم العربية، فستتمثل في مؤشر ستاندرد اند بورز المركب للأسواق العربية (S&P Pan Arab Composite). والذي يتكون من أسهم شركات مسجلة في ١١ سوقا عربيا مختلفا. ووفقا لتصنيف هذا المؤشر تنقسم تلك الأسواق العربية إلى ٦ أسواق عربية ناشئة (Emerging Markets)، وهي أسواق مصر والسعودية وأبو ظبي ودبي والكويت وقطر، و٥ أسواق عربية حدودية (Frontier Markets)، وهي أسواق عمان والبحرين والأردن وتونس والمغرب (www.sp-pan-arab-composite).
- بالنسبة للمؤشرات المحلية الخاصة بكل سوق من أسواق الأسهم العربية، فستتمثل في المؤشرات العامة لأسواق الأسهم العربية الناشئة والحدودية التي اشتمل عليها مؤشر الأسواق العربية S&P Pan Arab Composite. وتتمثل في المؤشرات العامة للأسواق العربية الناشئة وهي: مؤشر السوق المصري (EGX30)، مؤشر السوق السعودي (TASI)، مؤشر سوق أبو ظبي (ADI)، مؤشر سوق دبي (DFMGI)، مؤشر السوق الكويتي (BKP)، مؤشر السوق القطري (QSI). والمؤشرات العامة للأسواق العربية الحدودية وهي: مؤشر سوق مسقط العماني (MSX30)، مؤشر سوق المنامة البحريني (BAX)، مؤشر سوق عمان الأردني (AMGNRLX)، مؤشر السوق التونسي (TUNINDEX)، وأخيرا مؤشر السوق المغربي (MASI).
- بالنسبة لمؤشر الأسعار الخاص بأسواق الأسهم الدولية الناشئة، فسيتمثل في مؤشر مورجان ستانلي لأسواق الأسهم الناشئة (MSCI Emerging Markets)، ليمثل التغيرات في أسعار أسواق الأسهم الناشئة. وهو يضم أسهم شركات مسجلة في ٢٧ دولة ناشئة مختلفة. معظمها أسهم مسجلة في أسواق تايوان والصين وكوريا الجنوبية والهند. كما يشمل على نسبة صغيرة من الأسهم المسجلة ببعض الأسواق العربية الناشئة، هي مصر والسعودية وأبو ظبي ودبي والكويت وقطر (www.msci.com).
- بالنسبة لمؤشر أسعار النفط الخام، فيتمثل في الأسعار الفورية لخام غرب تكساس الوسيط (Crude oil WTI).
- بالنسبة لمؤشر أسعار الذهب، فسيتمثل في الأسعار الفورية لأوقية الذهب (Gold Ounce).
- بالنسبة لمؤشر التقلب في أسواق الأسهم الناشئة، فسيتمثل في مؤشر التقلب في أسواق الأسهم الناشئة (VXEEM).
- بالنسبة لمؤشر التقلب في سوق النفط، فسيتمثل في مؤشر التقلب في سوق النفط الخام (OVX).
- بالنسبة لمؤشر التقلب في سوق الذهب، فسيتمثل في مؤشر التقلب في سوق الذهب (GVZ).

٢-٧- بيانات الدراسة وطرق جمع البيانات:

تتمثل بيانات الدراسة في القيم اليومية لمؤشرات أسواق الأسهم العربية، ومؤشرات الأسعار ومؤشرات التقلب الخاصة بالأسواق الدولية للأسهم الناشئة والنفط والذهب. وتغطي الدراسة الحالية الفترة من بداية مارس ٢٠٢٠، حتى ٢١ سبتمبر ٢٠٢١. وهو ما يسفر عن ٣٧٧ ملاحظة للقيم اليومية لبيانات الدراسة. كذلك ولتحديد مدى وجود اختلافات في طبيعة أثر المتغيرات الخاصة بالأسواق الدولية، على عوائد الأسواق العربية خلال مرحلتي انتشار الكوفيد-١٩ وعقب اكتشاف اللقاحات، فستقوم الدراسة بتقسيم فترة الدراسة إلى فترتين فرعيتين. تغطي الفترة الفرعية الأولى من بداية مارس ٢٠٢٠ حتى نهاية ديسمبر ٢٠٢٠، وهي تمثل مرحلة ظهور وانتشار الوباء بالدول المختلفة خلال سنة

٢٠٢٠. وتغطي الفترة الفرعية الثانية من بداية يناير ٢٠٢١ حتى ٢١ سبتمبر ٢٠٢١، وتمثل الفترة عقب اكتشاف اللقاحات خلال سنة ٢٠٢١. وهو ما يسفر عن ٢٠٣ ملاحظة للقيم اليومية للفترة الفرعية الأولى، و ١٧٤ ملاحظة للقيم اليومية للفترة الفرعية الثانية.

أما بالنسبة لطريقة جمع هذه البيانات، فقد تم الحصول على البيانات الخاصة بمؤشر أسواق الأسهم العربية **S&P Pan Arab Composite**، من خلال موقع: www.sp-pan-arab-composite.com. كما تم الحصول على قيم المؤشرات العامة لأسواق الأسهم العربية، ومؤشرات الأسعار ومؤشرات التقلب الخاصة بأسواق الأسهم الناشئة وأسواق النفط والذهب، من خلال موقع: www.investing.com.

٣-٧ - متغيرات الدراسة:

تتمثل متغيرات الدراسة الحالية في المتغيرات التالية:

- المتغيرات التابعة: تتمثل المتغيرات التابعة في العوائد اليومية لعينة الدراسة من مؤشرات أسواق الأسهم العربية.
- المتغيرات المستقلة: تتمثل المتغيرات المستقلة في العوائد اليومية لعينة الدراسة من مؤشرات الأسعار ومؤشرات التقلب الخاصة بأسواق الأسهم الناشئة وأسواق النفط والذهب.

٤-٧ - أساليب تحليل البيانات:

يتم بداية حساب العوائد اليومية الخاصة بمؤشرات الأسواق العربية والأسواق الدولية، من خلال تحويل بيانات السلاسل الزمنية إلى سلسلة لوجاريتمية، بما يعمل على تمهيد التغيير غير الخطي في البيانات وتحويله إلى علاقات خطية. حيث يتم تكوين سلسلة زمنية جديدة تمثل التغييرات في السلاسل الزمنية وهو ما يطلق عليه "معدل العائد" (Fama, 1965). حيث يمثل معدل العائد (r) الفرق بين اللوغاريتم الطبيعي لقيم متغيرات الدراسة في نهاية الفترة t وقيم هذه المتغيرات في بداية الفترة $t-1$:

$$r = \text{Lin } r_t - \text{Lin } r_{t-1}$$

حيث ستقوم الدراسة بقياس أثر المتغيرات الخاصة بالأسواق الدولية محل الدراسة، على عوائد عينة الدراسة من مؤشرات الأسواق العربية، باستخدام معادلة تحليل الانحدار المتعدد التالية:

$$r_{i,t} = \alpha_i + \beta_{iE} r_{iE,t} + \beta_{iO} r_{iO,t} + \beta_{iG} r_{iG,t} + \beta_{iVE} r_{iVE,t} + \beta_{iVO} r_{iVO,t} + \beta_{iVG} r_{iVG,t} + e_{i,t}$$

حيث ($r_{i,t}$) هي عوائد أحد مؤشرات الأسعار الخاصة بأسواق الأسهم العربية عينة الدراسة خلال الفترة t ، ($r_{iE,t}$) هي عوائد مؤشر أسعار أسواق الأسهم الناشئة خلال الفترة t ، ($r_{iO,t}$) هي عوائد مؤشر أسعار النفط الخام خلال الفترة t ، ($r_{iG,t}$) هي عوائد مؤشر أسعار أوقية الذهب خلال الفترة t ، ($r_{iVE,t}$) هي عوائد مؤشر التقلب بأسواق الأسهم الناشئة خلال الفترة t ، ($r_{iVO,t}$) هي

د. هناء عبد العزيز عبد اللطيف المغني

عوائد مؤشر التقلب بسوق النفط الخام خلال الفترة t ، $(r_{IVG,t})$ هي عوائد مؤشر التقلب بسوق الذهب خلال الفترة t ، و $(e_{i,t})$ هي الخطأ العشوائي.

كذلك وقبل إجراء اختبارات الانحدار السابقة، سيتم التأكد بداية من استقرار جميع السلاسل الزمنية الخاصة بمتغيرات الدراسة وسكونها، وذلك من خلال إجراء اختبار جذر الوحدة. فإثبات وجود مشكلة جذر الوحدة بالسلاسل الزمنية، يثبت عدم سكون السلسلة الزمنية ووجود اتجاه زمني بالبيانات. ودخول السلاسل غير الساكنة إلى نماذج الانحدار يمكن أن يحقق قيم مرتفعة من (R^2) ، وذلك على الرغم من عدم وجود علاقات لها دلالة إحصائية بين متغيرات نموذج الانحدار. لذلك وفي حالة اثبات وجود جذر الوحدة بالسلسلة الزمنية، فسيتم إعادة إجراء هذا الاختبار الخاص بجذر الوحدة بعد أخذ الفرق الأول أو الثاني أو أكثر لبيانات السلسلة الزمنية، لحين التأكد من سكون السلسلة زمنية قبل إجراء تحليل الانحدار (Talla, 2013).

٧-٥- الاختبارات الإحصائية المستخدمة:

- الإحصاءات الوصفية: يتم استخدام هذه الإحصاءات لتوصيف بيانات متغيرات الدراسة.
- اختبار **ADF (Augmented Dickey-Fuller test)** (Dickey & Fuller, 1979): يتم استخدام هذا الاختبار للتأكد من سكون السلاسل الزمنية، وعدم وجود مشكلة جذر الوحدة بها.
- تحليل الانحدار المتعدد: سيتم إجراء تحليل الانحدار المتعدد، وذلك لقياس أثر مجموعة المتغيرات المستقلة على كل متغير من المتغيرات التابعة للدراسة.

٨- الدراسة الميدانية:

يتم من خلال هذا الجزء عرض أهم الإحصاءات الوصفية لعينة الدراسة، وأهم النتائج التي تم التوصل إليها بشأن دراسة أثر التغيرات في الأسعار والتقلبات في أسواق الأسهم الناشئة والذهب والنفط، على عوائد أسواق الأسهم العربية خلال جائحة الكوفيد-١٩.

٨-١- الإحصاءات الوصفية لبيانات الدراسة:

يوضح جدول (١) بعض الإحصاءات الوصفية لعينة الدراسة من المتغيرات المستقلة والتابعة خلال فترة الدراسة من مارس ٢٠٢٠ حتى سبتمبر ٢٠٢١. حيث يشير جدول (١) إلى أن عدد مفردات عينة الدراسة من المتغيرات المستقلة والتابعة قد بلغ ٣٧٦ مفردة، تمثل العوائد الخاصة بتلك المتغيرات. فأما بالنسبة للمتغيرات المستقلة، فقد حقق مؤشر مورجان ستانلي للأسواق الناشئة **MSCI Emerging**، حداً أدنى للعائد -٦,٩٪، وحداً أعلى ٥,٦٪، بمتوسط ٠,١٪، وبانحراف معياري ١,٤٪. وبالنسبة لأسعار النفط الخام، فقد بلغ الحد الأدنى للعائد -٩١,٣٪، والحد الأعلى ٤٠,٤٪، بمتوسط ٠,١٪، وبانحراف معياري ٦,٣٪، وأما بالنسبة لأسعار أوقية الذهب، فقد بلغ الحد الأدنى للعائد -٦,٧٪، والحد الأعلى ٣,٦٪، بمتوسط ٠,٠٪، وبانحراف معياري ١,٢٪. أما بالنسبة لمؤشر التقلبات في الأسواق الناشئة، فقد بلغ الحد الأدنى للعائد -١٠١,٤٪، والحد الأعلى ٩٧,٩٪، بمتوسط -٠,٠١، وبانحراف معياري ١٢,٩٪. أما بالنسبة للتقلبات في سوق النفط، فكان الحد الأدنى للعائد -٦٢,٢٪، والحد الأعلى ١٠٣,٨٪، بمتوسط ٠,١٪، وبانحراف معياري ١٠,٣٪. أما التقلبات في سوق الذهب، فقد بلغ الحد الأدنى للعائد -٢٦,٦٪، والحد الأعلى ٣١,٧٪، بمتوسط ٠,٠٪، وبانحراف معياري ٥,٨٪. أما بالنسبة للمتغيرات التابعة، فقد حقق مؤشر الأسواق العربية **S&P**

د. هناء عبد العزيز عبد اللطيف المغني

Pan Arab Composite، حدا أدنى للعائد -١,٥٪، وحدا أعلى ١,٥٪، بمتوسط ١,٠٪، وبانحراف معياري ١,٢٪. وبالنسبة للمؤشرات العامة للأسواق العربية فقد حققت حدا أدنى للعائد تراوح بين -١,٧٪ و-٤,٣٪، وحدا أعلى تراوح بين ٢,٣٪ و٨,١٪، بمتوسط عائد تراوح بين ٠,٠٪ و١,٠٪، وبانحراف معياري تراوح بين ٠,٦٪ و١,٥٪.

جدول (١): الإحصاءات الوصفية للبيانات خلال فترة الدراسة

من مارس ٢٠٢٠ حتى سبتمبر ٢٠٢١

الانحراف المعياري	متوسط العائد	الحد الأعلى للعائد	الحد الأدنى للعائد	عدد المفردات	متغيرات الدراسة المستقلة والتابعة
المتغيرات المستقلة (مؤشرات الأسواق الدولية)					
0.014	0.001	0.056	-0.069	376	مؤشر مورجان ستانلي للأسواق الناشئة MSCI Emerging
0.063	0.001	0.404	-0.913	376	أسعار النفط الخام
0.012	0.000	0.036	-0.067	376	أسعار أوقية الذهب
0.129	-0.001	0.976	-1.014	376	مؤشر تقلب أسواق الأسهم الناشئة VXEEM
0.103	-0.001	1.038	-0.622	376	مؤشر تقلب سوق النفط الخام OVX
0.058	0.000	0.317	-0.266	376	مؤشر تقلب سوق الذهب GVZ
المتغيرات التابعة (مؤشرات الأسواق العربية)					
0.012	0.001	0.051	-0.158	376	مؤشر الأسواق العربية S&P Pan Arab Composite
0.014	0.000	0.058	-0.098	376	مؤشر السوق المصري (EGX30)
0.013	0.001	0.068	-0.087	376	مؤشر السوق السعودي (TASI)
0.015	0.001	0.081	-0.096	376	مؤشر سوق أبو ظبي (ADI)
0.015	0.000	0.071	-0.117	376	مؤشر سوق دبي (DFMGI)
0.013	0.000	0.061	-0.109	376	مؤشر السوق الكويتي (BKP)
0.010	0.000	0.033	-0.102	376	مؤشر السوق القطري (QSI)
0.007	0.000	0.039	-0.057	376	مؤشر السوق العماني (MSX30)
0.007	0.000	0.024	-0.060	376	مؤشر السوق البحريني (BAX)
0.007	0.000	0.043	-0.046	376	مؤشر السوق الأردني (AMGNRLX)
0.006	0.000	0.023	-0.043	376	مؤشر السوق التونسي (TUNINDEX)
0.011	0.000	0.053	-0.092	376	مؤشر السوق المغربي (MASI)

٨-٢- اختبار استقرار السلاسل الزمنية الخاصة ببيانات الدراسة:

يوضح جدول (٢) قيم إحصائية اختبار جذر الوحدة **ADF** الذي يقيس مدى استقرار وسكون السلاسل الزمنية التي ستدخل في تحليلات الانحدار، والخاصة بالفترة الكلية للدراسة، والفترتين الفرعيتين الأولى والثانية. حيث تشير بيانات جدول (٢) إلى أن قيم إحصائية اختبار **ADF** كانت ذات دلالة إحصائية مع جميع السلاسل الزمنية خلال الفترة الكلية للدراسة، وخلال الفترة الفرعية الأولى خلال سنة ٢٠٢٠، وخلال الفترة الفرعية الثانية خلال سنة ٢٠٢١، بدرجة ثقة ٩٩٪ مع جميع المتغيرات. وهو ما يشير إلى عدم وجود مشكلة جذر الوحدة في جميع السلاسل الزمنية للمتغيرات المستقلة والتابعة خلال الفترة الكلية والفترتين الفرعيتين الأولى والثانية. أي أنها سلاسل زمنية لا يوجد بها اتجاه زمني ومستقرة وساكنة.

جدول (٢): نتائج اختبار جذر الوحدة (ADF) لاستقرار السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة

الفترة الثانية إحصائية ADF	الفترة الأولى إحصائية ADF	الفترة الكلية إحصائية ADF	متغيرات الدراسة المستقلة والتابعة
			المتغيرات المستقلة (مؤشرات الأسواق الدولية)
*-6.07	*-6.12	*-17.55	مؤشر مورجان ستانلي للأسواق الناشئة
*-١٣,٦٨	*-١٣,٦٨	*-18.80	أسعار النفط الخام
*-10.99	*-13.25	*-17.52	أسعار أوقية الذهب
*-10.11	*-16.31	*-18.26	مؤشر تقلب أسواق الأسهم الناشئة VXEEM
*-12.48	*-16.17	*-22.54	مؤشر تقلب سوق النفط الخام OVX
*-13.30	*-14.56	*-19.84	مؤشر تقلب سوق الذهب GVZ
			المتغيرات التابعة (مؤشرات الأسواق العربية)
*-15.89	*-21.44	*-12.36	مؤشر الأسواق العربية S&P Pan Arab Composite
*-10.05	*-١٠,٣٨	*-14.33	مؤشر السوق المصري (EGX30)
*-11.99	*-13.43	*-18.26	مؤشر السوق السعودي (TASI)
*-5.43	*-5.43	*-7.44	مؤشر سوق أبو ظبي (ADI)
*-11.30	*-11.49	*-15.97	مؤشر سوق دبي (DFMGI)
*-11.96	*-10.78	*-14.84	مؤشر السوق الكويتي (BKP)
*-13.95	*-13.95	*-19.24	مؤشر السوق القطري (QSI)
*-13.39	*-10.38	*-15.52	مؤشر السوق العماني (MSX30)
*-10.31	*-10.31	*-14.23	مؤشر السوق البحريني (BAX)
*-10.17	*-9.87	*-15.08	مؤشر السوق الأردني (AMGNRLX)
*-10.93	*-8.23	*-13.08	مؤشر السوق التونسي (TUNINDEX)
*-14.05	*-9.74	*-13.85	مؤشر السوق المغربي (MASI)

تشير العلامة* إلى أن قيم إحصائية (ADF) ذات دلالة إحصائية بدرجة ثقة ٩٠٪، وتشير العلامة** إلى أن قيم إحصائية (ADF) ذات دلالة إحصائية بدرجة ثقة ٩٥٪، كما تشير العلامة*** إلى أن قيم إحصائية (ADF) ذات دلالة إحصائية بدرجة ثقة ٩٠٪.

٣-٨- نتائج تحليل أثر التغيرات في مؤشرات الأسعار والتقلب بالأسواق الدولية على أسواق الأسهم العربية:

يوضح جدول (٣)، (٤)، (٥) نتائج تحليل الانحدار المتعدد لقياس أثر التغيرات في مؤشرات الأسعار والتقلب بالأسواق الدولية للأسهم الناشئة والذهب والنفط خلال جائحة الكوفيد-١٩، على عوائد مؤشرات أسواق الأسهم العربية. وذلك خلال الفترة الكلية للدراسة، وخلال الفترة الفرعية الأولى في سنة ٢٠٢٠، وخلال الفترة الفرعية الثانية في سنة ٢٠٢١، على التوالي. وتشمل هذه الجداول على قيم بيانا الخاصة بكل متغير من المتغيرات المستقلة، وقيم معامل التحديد (R^2) وقيم (F) الخاصة بنموذج انحدار كل مؤشر من مؤشرات الأسواق العربية.

د. هناء عبد العزيز عبد اللطيف المغني

٨-٣-١- أثر التغيرات في مؤشرات الأسعار والتقلب بالأسواق الدولية على الأسواق العربية خلال الفترة الكلية:

يوضح جدول (٣)، نتائج تحليل الانحدار المتعدد لقياس أثر التغيرات في مؤشرات الأسعار والتقلب بالأسواق الدولية للأسهم الناشئة والذهب والنفط على عوائد مؤشرات أسواق الأسهم العربية، خلال فترة الدراسة الكلية.

جدول (٣): نتائج تحليل الانحدار المتعدد لتحديد أثر تغيرات الأسعار والتقلبات بالأسواق الدولية على مؤشرات الأسواق العربية خلال الفترة الكلية من مارس ٢٠٢٠ حتى سبتمبر ٢٠٢١

R^2	تقلب سوق الذهب	تقلب سوق النفط	تقلب الأسواق الناشئة	أسعار الذهب	أسعار النفط	مؤشر الأسواق الناشئة	$\alpha (t)$	مؤشرات أسواق الأسهم العربية
(F)	$(t) \beta_{IVG}$	$(t) \beta_{IVO}$	$(t) \beta_{IVE}$	$(t) \beta_{IG}$	$(t) \beta_{IO}$	$(t) \beta_{IE}$		
0.41 *(43.06)	-0.16 *(-3.71)	-0.20 *(-3.70)	-0.11 *(-2.79)	-0.12 *(-2.87)	0.15 *(3.02)	0.41 *(9.52)	0.00 (1.59)	S&P Pan Arab
0.23 *(18.64)	-0.18 *(-3.75)	-0.08 (-1.27)	-0.08 ***(-1.79)	0.06 (1.27)	0.10 (1.65)	0.30 *(6.06)	0.00 (-1.05)	مصر (EGX30)
0.33 *(29.55)	-0.18 *(-4.07)	-0.16 *(-2.78)	-0.08 ***(-1.83)	-0.09 **(-2.13)	0.14 *(2.63)	0.35 *(7.53)	0.00 (1.72)	السعودية (TASI)
0.25 *(20.08)	-0.18 *(-3.71)	-0.17 *(-2.79)	-0.12 *(-2.65)	-0.02 (-0.47)	0.03 (0.61)	0.30 *(6.00)	0.00 (1.52)	أبو ظبي (ADI)
0.33 *(29.75)	-0.15 *(-3.28)	-0.13 **(-2.22)	-0.08 ***(-1.72)	-0.07 (-1.54)	0.06 (1.05)	0.44 *(9.49)	0.00 (-0.02)	دبي (DFMGI)
0.24 *(19.24)	-0.08 ***(-1.75)	-0.12 ***(-1.96)	-0.11 **(-2.37)	-0.03 (-0.62)	0.16 *(2.83)	0.32 *(6.37)	0.00 (0.17)	الكويت (BKP)
0.30 *(26.41)	0.04 (0.97)	-0.21 *(-3.63)	-0.04 (-0.89)	-0.14 *(-3.03)	0.06 (1.12)	0.46 *(9.59)	0.00 (0.73)	قطر (QSI)
0.17 *(12.47)	-0.05 (-1.08)	-0.23 *(-3.67)	-0.06 (-1.14)	0.04 (0.76)	0.09 (1.55)	0.17 *(3.31)	0.00 (-0.64)	عمان (MSX30)
0.15 *(10.72)	-0.18 *(-3.45)	-0.10 (-1.56)	-0.02 (-0.40)	-0.08 (-1.64)	0.09 (1.49)	0.21 *(4.03)	0.00 (0.00)	البحرين (BAX)
0.03 ***(2.13)	-0.12 **(-2.27)	-0.02 (-0.24)	-0.02 (-0.48)	0.02 (0.32)	0.02 (0.28)	0.08 (1.52)	0.00 (0.83)	الأردن (AMGNRLX)
0.08 *(5.21)	-0.16 *(-3.08)	0.01 (0.17)	-0.13 **(-2.49)	0.07 (1.35)	-0.02 (-0.37)	0.12 ***(2.25)	0.00 (-0.15)	تونس (TUNINDEX)
0.24 *(19.24)	-0.31 *(-6.43)	-0.07 (-1.24)	-0.06 (-1.37)	0.04 (0.87)	0.10 ****(1.75)	0.20 *(3.98)	0.00 (0.02)	المغرب (MASI)

تشير العلامة* إلى تحقيق القيم دلالة إحصائية عند درجة ثقة ٩٩ ٪، وتشير العلامة** إلى تحقيق القيم دلالة

إحصائية عند درجة ثقة ٩٥ ٪، وتشير العلامة*** إلى تحقيق القيم دلالة إحصائية عند درجة ثقة ٩٠ ٪

حيث توضح نتائج جدول (٣)، أنه بالنسبة لمؤشر أسعار الأسواق الناشئة (MSCI Emerging)، تظهر نتائج الدراسة تأثير عوائد مؤشر الأسواق العربية S&P Pan Arab، ومعظم عوائد المؤشرات العامة للأسواق العربية، تأثيراً إيجابياً له دلالة إحصائية بمؤشر أسعار الأسواق الناشئة. حيث حقق مؤشر الأسعار بالأسواق الناشئة أثراً إيجابياً له دلالة إحصائية على عوائد مؤشر الأسواق العربية S&P Pan Arab، بقيمة بيتا ٤١ ٪ وبدرجة ثقة ٩٩ ٪. كما حقق مؤشر الأسعار بالأسواق الناشئة أثراً إيجابياً له دلالة إحصائية على جميع المؤشرات العامة للأسواق العربية، فيما عدا سوق الأردن. بقيم بيتا تراوحت بين ١٢ ٪ و ٤٦ ٪ وبدرجة ثقة تراوحت بين ٩٥ ٪ و ٩٩ ٪. أما

بالنسبة لمؤشر أسعار النفط، فقد جاء أثره إيجابيا وله دلالة إحصائية على عوائد مؤشر الأسواق العربية **S&P Pan Arab** بقيمة بيتا ١٥٪ وبدرجة ثقة ٩٩٪. أما بالنسبة للمؤشرات العامة للأسواق العربية، فلم يحقق مؤشر أسعار النفط أي أثر له دلالة إحصائية سوى على عوائد ٣ أسواق عربية فقط. وهم السعودية والكويت والمغرب، بقيم بيتا إيجابية تراوحت بين ١٠٪ و ١٦٪، وبدرجة ثقة تراوحت بين ٩٠٪ و ٩٩٪. أما بالنسبة لمؤشر أسعار الذهب، فقد جاء أثره سلبيا وله دلالة إحصائية على عوائد مؤشر الأسواق العربية **S&P Pan Arab**، بقيمة بيتا ١٢٪ وبدرجة ثقة ٩٩٪. أما عوائد المؤشرات العامة للأسواق العربية، فلم يحقق مؤشر أسعار الذهب أي أثر له دلالة إحصائية سوى على سوقين فقط. هما السعودية وقطر، بقيم بيتا سلبية -٩٪، -١٤٪، وبدرجة ثقة ٩٥٪، ٩٩٪ على التوالي.

أما بالنسبة لمؤشرات التقلب، فتشير النتائج إلى أنه بالنسبة لمؤشر تقلب الأسواق الناشئة (**VXEEM**)، فقد جاء تأثيره سلبيا وله دلالة إحصائية على عوائد مؤشر الأسواق العربية **S&P Pan Arab**، بقيمة بيتا ١١٪ وبدرجة ثقة ٩٩٪. كما حقق مؤشر التقلب للأسواق الناشئة أثرا سلبيا وله دلالة إحصائية على عوائد المؤشرات العامة في ٦ أسواق عربية. هي مصر والسعودية وأبو ظبي ودبي والكويت وتونس، بقيم بيتا تراوحت بين -١٢٪ و -٨٪، وبدرجة ثقة تراوحت بين ٩٠٪ و ٩٩٪. أما بالنسبة للعامل الخاص بمؤشر التقلب في أسعار النفط (**OVX**)، فقد جاء تأثيره سلبيا وله دلالة إحصائية على عوائد مؤشر الأسواق العربية **S&P Pan Arab**، بقيمة بيتا -٢٠٪ وبدرجة ثقة ٩٩٪. كما جاء تأثيره سلبيا وله دلالة إحصائية على المؤشرات العامة في ٦ أسواق عربية (جميعها أسواق خليجية). وهي أسواق السعودية وأبو ظبي ودبي والكويت وقطر وعمان، بقيم بيتا تراوحت بين -٢٣٪ و -١٢٪، وبدرجة ثقة تراوحت بين ٩٠٪ و ٩٩٪. وهو ما يشير إلى أنه فيما عدا سوق البحرين، فقد تأثرت جميع الأسواق الخليجية تأثرا سلبيا له دلالة إحصائية بعامل التقلب بسوق النفط. أما بالنسبة لمؤشر التقلب بسوق الذهب (**GVZ**)، فقد جاء تأثيره سلبيا وله دلالة إحصائية على عوائد مؤشر الأسواق العربية **S&P Pan Arab**، بقيمة بيتا -١٦٪ وبدرجة ثقة ٩٩٪. كما جاء تأثيره سلبيا وله دلالة إحصائية على عوائد جميع المؤشرات العامة للأسواق العربية، فيما عدا سوقي قطر وعمان. وذلك بقيم بيتا تراوحت بين -٣١٪ و -٨٪، وبدرجة ثقة تراوحت بين ٩٠٪ و ٩٩٪.

أما بالنسبة للقوة التفسيرية لنماذج الانحدار خلال هذه الفترة، فقد حقق نموذج الانحدار الخاص بعوائد مؤشر الأسواق العربية **S&P Pan Arab** معامل تحديد (R^2) ٤١٪، وحققت قيمة (**F**) دلالة إحصائية بدرجة ثقة ٩٩٪. وبالنسبة للقوة التفسيرية لنماذج الانحدار مع المؤشرات العامة للأسواق العربية، فقد تراوحت قيم معامل التحديد (R^2) بين ٣٪، ٣٣٪. كما حققت قيم (**F**) الخاصة بنماذج الانحدار دلالة إحصائية مع جميع المؤشرات العامة للأسواق العربية، بدرجة ثقة تراوحت بين ٩٥٪ و ٩٩٪.

٨-٣-٢- أثر التغيرات في مؤشرات الأسعار والتقلب بالأسواق الدولية على الأسواق العربية خلال الفترة الأولى:

يوضح جدول (٤)، نتائج تحليل الانحدار المتعدد لقياس أثر التغيرات في مؤشرات الأسعار والتقلب بالأسواق الدولية للأسهم الناشئة والذهب والنفط على عوائد مؤشرات أسواق الأسهم العربية، خلال الفترة الفرعية الأولى من مارس ٢٠٢٠ حتى ديسمبر ٢٠٢٠.

جدول (٤): نتائج تحليل الانحدار المتعدد لتحديد أثر تغيرات الأسعار والتقلبات بالأسواق الدولية على مؤشرات الأسواق العربية خلال الفترة الفرعية الأولى

من مارس ٢٠٢٠ حتى ديسمبر ٢٠٢٠

R^2	تقلب سوق الذهب	تقلب سوق النفط	تقلب الأسواق الناشئة	أسعار الذهب	أسعار النفط	مؤشر الأسواق الناشئة	$\alpha (t)$	مؤشرات أسواق الأسهم العربية
(F)	$(t) \beta_{IVG}$	$(t) \beta_{IVO}$	$(t) \beta_{IVE}$	$(t) \beta_{IG}$	$(t) \beta_{IO}$	$(t) \beta_{IE}$		
0.51 *(34.26)	-0.15 *(-2.72)	-0.26 *(-3.57)	-0.16 *(-3.07)	-0.16 *(-3.03)	0.12 *(1.77)	0.43 *(7.29)	0.00 (0.10)	S&P Pan Arab
0.37 *(18.63)	-0.23 *(-3.67)	-0.08 (-0.94)	-0.21 *(-3.52)	0.08 (1.36)	0.08 (1.07)	0.33 *(4.92)	0.00 -1.26	مصر (EGX30)
0.38 *(20.14)	-0.18 *(-2.95)	-0.20 **(-2.42)	-0.09 (-1.47)	-0.12 **(-2.00)	0.12 (1.63)	0.37 *(5.60)	0.00 (0.50)	السعودية (TASI)
0.40 *(21.28)	-0.18 *(-2.91)	-0.16 **(-1.99)	-0.11 ***(-1.87)	-0.08 (-1.29)	0.04 (0.48)	0.45 *(6.82)	0.00 (-0.25)	أبو ظبي (ADI)
0.35 *(17.13)	-0.22 *(-3.43)	-0.19 **(-2.24)	-0.20 *(-3.20)	-0.02 (-0.26)	0.01 (0.12)	0.31 *(4.62)	0.00 -0.66	دبي (DFMGI)
0.37 *(18.78)	-0.01 (-0.21)	-0.15 *(-1.87)	-0.20 *(-3.25)	-0.06 (-1.02)	0.13 ***(-1.68)	0.43 *(6.32)	0.00 (-1.41)	الكويت (BKP)
0.40 *(21.88)	0.08 (1.36)	-0.32 *(-4.01)	-0.04 (-0.71)	-0.18 *(-3.11)	0.01 (0.15)	0.51 *(7.82)	0.00 (0.34)	قطر (QSI)
0.29 *(13.16)	-0.08 (-1.24)	-0.35 *(-4.03)	-0.13 **(-2.10)	0.05 (0.72)	0.04 (0.53)	0.18 **(-2.52)	0.00 (-1.56)	عمان (MSX30)
0.22 *(9.16)	-0.20 *(-2.86)	-0.08 (-0.91)	-0.03 (-0.38)	-0.06 (-0.94)	0.09 (1.10)	0.29 *(3.93)	0.00 (-1.15)	البحرين (BAX)
0.11 *(4.16)	-0.23 *(-3.10)	-0.04 (-0.42)	-0.13 ***(-1.76)	0.05 (0.72)	-0.02 (-0.24)	0.11 (1.45)	0.00 (-1.28)	الأردن (AMGNRLX)
0.20 *(7.91)	-0.25 *(-3.47)	-0.03 (-0.37)	-0.28 *(-4.07)	0.11 (1.59)	-0.08 (-0.98)	0.12 (1.58)	0.00 (-0.83)	تونس (TUNINDEX)
0.33 *(16.22)	-0.38 *(-5.91)	-0.05 (-0.56)	-0.14 **(-2.30)	0.08 (1.24)	0.10 (1.32)	0.21 *(3.00)	0.00 (-0.85)	المغرب (MASI)

تشير العلامة * إلى تحقيق القيم دلالة إحصائية عند درجة ثقة ٩٩ ٪، وتشير العلامة ** إلى تحقيق القيم دلالة

إحصائية عند درجة ثقة ٩٥ ٪، وتشير العلامة *** إلى تحقيق القيم دلالة إحصائية عند درجة ثقة ٩٠ ٪

حيث توضح نتائج جدول (٤)، أنه بالنسبة لمتغير مؤشر أسعار الأسواق الناشئة (MSCI Emerging)، فقد جاء أثره إيجابياً وله دلالة إحصائية على عوائد مؤشر الأسواق العربية S&P Pan Arab بقيمة بيتا ٤٣ ٪، وبدرجة ثقة ٩٩ ٪. كما جاء أثره إيجابياً وله دلالة إحصائية على جميع المؤشرات العامة للأسواق العربية، فيما عدا سوقي الأردن وتونس. بقيم بيتا تراوحت بين ١٨ ٪ و ٥١ ٪، وبدرجة ثقة تراوحت بين ٩٥ ٪ و ٩٩ ٪. أما بالنسبة لمؤشر أسعار النفط الخام، فقد جاء تأثيره إيجابياً وله دلالة إحصائية على عوائد مؤشر الأسواق العربية S&P Pan Arab، بقيمة بيتا ١٢ ٪.

د. هناء عبد العزيز عبد اللطيف المغني

وبدرجة ثقة ٩٠٪. أما عوائد المؤشرات العامة للأسواق العربية، فلم يحقق مؤشر أسعار النفط أي أثر له دلالة إحصائية سوى على سوق واحد فقط هو سوق الكويت، بقيمة بيتا إيجابية ١٣٪ وبدرجة ثقة ٩٠٪. أما بالنسبة لمؤشر أسعار الذهب، فقد جاء أثره سلبيا وله دلالة إحصائية على عوائد مؤشر الأسواق العربية **S&P Pan Arab** بقيمة بيتا ١٦٪ وبدرجة ثقة ٩٩٪. أما عوائد مؤشرات الأسواق العربية، فلم يحقق مؤشر أسعار الذهب أي أثر له دلالة إحصائية سوى على سوقين فقط هما السعودية وقطر. بقيم بيتا سلبية ١٢٪، ١٨٪، وبدرجة ثقة ٩٥٪، ٩٩٪ على التوالي.

أما بالنسبة لمؤشرات التقلب، فتشير النتائج إلى أنه بالنسبة لمؤشر تقلب الأسواق الناشئة (**VXEEM**)، فقد جاء تأثيره سلبيا وله دلالة إحصائية على عوائد مؤشر الأسواق العربية **S&P Pan Arab**، بقيمة بيتا ١٦٪ وبدرجة ثقة ٩٩٪. كما جاء تأثيره سلبيا وله دلالة إحصائية على عوائد المؤشرات العامة لجميع الأسواق العربية، فيما عدا ٣ أسواق، هي السعودية وقطر والبحرين. بقيم بيتا تراوحت بين بين ٢٨٪ و-١١٪، وبدرجة ثقة تراوحت بين ٩٠٪ و ٩٩٪. أما بالنسبة لمؤشر التقلب بسوق النفط (**OVX**)، فقد جاء تأثيره سلبيا وله دلالة إحصائية على عوائد مؤشر الأسواق العربية **S&P Pan Arab**، بقيمة بيتا ٢٦٪ وبدرجة ثقة ٩٩٪. كما جاء تأثيره سلبيا وله دلالة إحصائية على عوائد ٦ أسواق عربية، جميعها أسواق خليجية. ففيما عدا سوق البحرين، تأثرت جميع الأسواق الخليجية تأثرا سلبيا له دلالة إحصائية بمؤشر التقلب بسوق النفط. بقيم بيتا تراوحت بين ٣٥٪ و- ١٥٪ وبدرجة ثقة تراوحت بين ٩٥٪ و ٩٩٪. أما مؤشر التقلب بسوق الذهب (**GVZ**)، فقد جاء تأثيره سلبيا وله دلالة إحصائية على عوائد مؤشر الأسواق العربية **S&P Pan Arab**، بقيمة بيتا ١٥٪، وبدرجة ثقة ٩٩٪. كما جاء أثره سلبيا وله دلالة إحصائية على عوائد جميع مؤشرات الأسواق العربية، فيما عدا أسواق الكويت وقطر وعمان. بقيم بيتا تراوحت بين ٣٨٪ و-١٨٪، بدرجة ثقة ٩٩٪.

أما بالنسبة للقوة التفسيرية لنماذج الانحدار خلال هذه الفترة، فقد حقق نموذج الانحدار الخاص بعوائد مؤشر الأسواق العربية **S&P Pan Arab** معامل تحديد (R^2) ٥١٪، وحققت قيمة (**F**) دلالة إحصائية بدرجة ثقة ٩٩٪. وبالنسبة للقوة التفسيرية لنماذج انحدار المؤشرات العامة للأسواق العربية، فقد تراوحت قيم معامل التحديد (R^2) بين ١١٪، ٤٠٪. كما حققت قيم (**F**) الخاصة بنماذج الانحدار، دلالة إحصائية مع جميع المؤشرات العامة للأسواق العربية بدرجة ثقة ٩٩٪. وهو ما يشير إلى ارتفاع قدرة نماذج الانحدار خلال الفترة الفرعية الأولى، على تفسير التباينات في عوائد مؤشر الأسواق العربية **S&P Pan Arab** والمؤشرات العامة للأسواق العربية، وذلك مقارنة بالفترة الكلية.

٣-٣-٨- أثر التغيرات في مؤشرات الأسعار والتقلب بالأسواق الدولية على الأسواق العربية خلال الفترة الثانية:

يوضح جدول (٥)، نتائج تحليل الانحدار المتعدد لقياس أثر التغيرات في مؤشرات الأسعار والتقلب بالأسواق الدولية للأسهم الناشئة والذهب والنفط على عوائد مؤشرات أسواق الأسهم العربية، خلال الفرعية الثانية من يناير ٢٠٢١ حتى سبتمبر ٢٠٢١. وهي تغطي الفترة التالية لاكتشاف اللقاحات خلال سنة ٢٠٢١.

جدول (٥): نتائج تحليل الانحدار المتعدد لتحديد أثر تغيرات الأسعار والتقلبات بالأسواق الدولية على مؤشرات الأسواق العربية خلال الفترة من يناير ٢٠٢١ حتى سبتمبر ٢٠٢١

R^2	تقلب سوق الذهب	تقلب سوق النفط	تقلب الأسواق الناشئة	أسعار الذهب	أسعار النفط	مؤشر الأسواق الناشئة	$\alpha (t)$	مؤشرات أسواق الأسهم العربية
	$(t) \beta_{iV}$	$(t) \beta_{iVO}$	$(t) \beta_{iVE}$	$(t) \beta_{iI}$	$(t) \beta_{iIO}$	$(t) \beta_{iE}$		
0.17 *(5.59)	0.08 (1.07)	-0.05 (-0.65)	-0.15 **(-2.13)	0.12 (1.60)	0.05 (0.59)	0.32 *(4.43)	0.00 *(4.12)	S&P Pan Arab
0.04 (1.01)	-0.06 (-0.68)	-0.02 (-0.23)	0.03 (0.36)	0.00 (0.00)	0.15 ***(-1.79)	0.05 (0.62)	0.00 (-0.49)	مصر (EGX30)
0.13 *(3.97)	-0.05 (-0.61)	-0.06 (-0.74)	-0.13 ***(-1.78)	0.01 (0.17)	0.06 (0.77)	0.28 *(3.75)	0.00 *(3.19)	السعودية (TASI)
0.04 (1.08)	0.06 (0.79)	-0.10 (-1.14)	-0.11 (-1.50)	0.02 (0.24)	0.03 (0.38)	0.08 (1.03)	0.00 *(4.28)	أبو ظبي (ADI)
0.16 *(5.35)	0.10 1.36	-0.02 (-0.30)	-0.09 (-1.23)	0.02 (0.33)	-0.03 (-0.36)	0.38 *(5.28)	0.00 (1.51)	دبي (DFMGI)
0.10 *(2.95)	0.07 (0.92)	0.06 (0.75)	-0.05 (-0.66)	-0.08 (-0.99)	0.02 (0.23)	0.29 *(3.86)	0.00 (0.86)	الكويت (BKP)
0.03 (0.96)	0.07 (0.88)	-0.11 (-1.28)	-0.10 (-1.25)	0.09 (1.13)	0.04 (0.49)	-0.05 (-0.65)	0.00 *(3.68)	قطر (QSI)
0.01 (1.94)	0.04 (0.49)	-0.06 (-0.66)	0.05 (0.38)	-0.01 (-0.15)	0.00 (-0.03)	-0.01 (-0.09)	0.00 (1.16)	عمان (MSX30)
0.03 (1.01)	-0.06 (-0.65)	0.04 (0.51)	0.01 (0.10)	-0.12 (-1.49)	-0.10 (-0.97)	0.08 (0.71)	0.00 **(-2.07)	البحرين (BAX)
0.03 (0.94)	-0.01 (-0.06)	0.09 (1.02)	-0.29 (-2.04)	0.02 (0.30)	0.11 (1.10)	0.16 (1.40)	0.00 **(-2.32)	الأردن (AMGNRLX)
0.06 (1.70)	0.06 (0.70)	0.18 **(-2.13)	-0.02 (-0.30)	0.01 (0.10)	0.18 **(-2.21)	-0.12 (-1.58)	0.00 (0.69)	تونس (TUNINDEX)
0.02 (0.50)	-0.13 (-1.44)	-0.01 (-0.17)	0.01 (0.08)	0.06 (0.77)	-0.04 (-0.36)	-0.03 (-0.30)	0.00 **(-2.29)	المغرب (MASI)

تشير العلامة* إلى تحقيق القيم دلالة إحصائية عند درجة ثقة ٩٩ ٪، وتشير العلامة** إلى تحقيق القيم دلالة

إحصائية عند درجة ثقة ٩٥ ٪، وتشير العلامة*** إلى تحقيق القيم دلالة إحصائية عند درجة ثقة ٩٠ ٪

وتوضح نتائج جدول (٥)، أنه بالنسبة لمتغير مؤشر أسعار الأسواق الناشئة (MSCI Emerging)، فقد جاء أثره إيجابياً وله دلالة إحصائية على عوائد مؤشر الأسواق العربية S&P Pan Arab، بقيمة بيتا ٣٢٪ وبدرجة ثقة ٩٩٪. أما عوائد المؤشرات العامة للأسواق العربية، فلم يحقق مؤشر أسعار الأسواق الناشئة أي أثر له دلالة إحصائية سوى على ٣ أسواق فقط. هي أسواق السعودية ودبي والكويت، بقيم بيتا إيجابية تراوحت بين ٢٨٪ و ٣٨٪، وبدرجة ثقة ٩٩٪. أما بالنسبة لمؤشر أسعار النفط، فلم يحقق أي أثر له دلالة إحصائية على مؤشر الأسواق العربية S&P Pan Arab. كما لم يحقق مؤشر أسعار النفط أي أثر له دلالة إحصائية على عوائد المؤشرات العامة للأسواق العربية، سوى على سوقين فقط هما سوقي مصر وتونس، بقيم بيتا ١٥٪ و ١٨٪، وبدرجة ثقة ٩٠٪ و ٩٥٪ على التوالي. أما بالنسبة لمؤشر أسعار الذهب، فلم يحقق أي أثر له دلالة إحصائية سواء على مؤشر الأسواق العربية S&P Pan Arab، أو على جميع المؤشرات العامة للأسواق العربية.

أما بالنسبة لمؤشرات التقلب، فتشير النتائج إلى أنه بالنسبة لمؤشر تقلب الأسواق الناشئة (VXEEM)، فقد جاء تأثيره سلبيا وله دلالة إحصائية على عوائد مؤشر الأسواق العربية S&P Pan Arab، بقيمة بيتا -١٥٪ وبدرجة ثقة ٩٩٪. هذا ولم يحقق مؤشر تقلب الأسواق الناشئة أي أثر له دلالة إحصائية على المؤشرات العامة للأسواق العربية، سوى على سوق السعودية فقط، بقيمة بيتا سلبية -١٣٪، وبدرجة ثقة ٩٠٪. أما بالنسبة لمؤشر التقلب في سوق النفط (OVX)، فلم يحقق أي تأثير له دلالة إحصائية على مؤشر الأسواق العربية S&P Pan Arab. كذلك لم يحقق مؤشر تقلب سوق النفط أي أثر له دلالة إحصائية على المؤشرات العامة للأسواق العربية، سوى على سوق تونس فقط، بقيمة بيتا سلبية -١٨٪، وبدرجة ثقة ٩٥٪. أما بالنسبة لمؤشر التقلب بسوق الذهب (GVZ)، فلم يكن له أي أثر له دلالة إحصائية سواء على مؤشر الأسواق العربية S&P Pan Arab، أو على جميع المؤشرات العامة للأسواق العربية.

أما بالنسبة للقوة التفسيرية لنماذج الانحدار خلال هذه الفترة، فقد حقق نموذج الانحدار الخاص بعوائد مؤشر الأسواق العربية S&P Pan Arab معامل تحديد (R^2) ١٧٪، وحققت قيمة (F) دلالة إحصائية بدرجة ثقة ٩٩٪. وبالنسبة للقوة التفسيرية لنماذج الانحدار مع المؤشرات العامة للأسواق العربية، فقد تراوحت قيم معامل التحديد (R^2) بين ٢٪، ١٦٪. أما قيم (F) الخاصة بنماذج انحدار المؤشرات العامة للأسواق العربية، فقد حققت قيم (F) دلالة إحصائية مع ٣ أسواق فقط هم السعودية ودبي والكويت، بدرجة ثقة ٩٩٪. أما بقية نماذج انحدار المؤشرات العامة للأسواق العربية الأخرى، فلم تحقق قيم (F) الخاصة بها أي دلالة إحصائية. وهو ما يشير إلى انخفاض قدرة نماذج الانحدار خلال الفترة الفرعية الثانية، على تفسير التباينات في عوائد مؤشرات الأسواق العربية، وذلك مقارنة بالفترة الكلية والفترة الأولى.

٩- ملخص ومناقشة نتائج الدراسة:

قامت الدراسة الحالية بتقييم أثر التغيرات في مؤشرات الأسعار ومؤشرات التقلب بالأسواق الدولية الخاصة بالأسواق الناشئة والنفط والذهب، على عوائد أسواق الأسهم العربية. وقد أظهرت النتائج وجود تأثير له دلالة إحصائية لبعض المؤشرات الخاصة بالأسواق والتقلب بتلك الأسواق الدولية على معظم مؤشرات أسواق الأسهم العربية، خلال فترة الدراسة الكلية والفترة الفرعية الأولى. أما خلال الفترة الفرعية الثانية، فقد أظهرت النتائج انخفاض تأثير المؤشرات الخاصة بالأسواق والتقلب بالأسواق الدولية وعدم دلالاته إحصائيا، على معظم مؤشرات الأسواق العربية.

وفيما يلي تلخيص للنتائج الأساسية للدراسة ومناقشتها:

١. بالنسبة لمؤشر أسعار أسواق الأسهم الناشئة (MSCI Emerging)، فتظهر النتائج وجود تأثير إيجابي معنوي للتغير في مؤشر أسعار الأسواق الناشئة، على مؤشر الأسواق العربية S&P Pan Arab، وعلى معظم المؤشرات العامة لأسواق الأسهم العربية، خلال الفترة الكلية للدراسة والفترة الفرعية الأولى. أما خلال الفترة الفرعية الثانية، فعلى الرغم من تأثر مؤشر الأسواق العربية S&P Pan Arab تأثرا إيجابيا معنويا بهذا المتغير، إلا أن معظم المؤشرات العامة لأسواق الأسهم العربية لم تتأثر معنويا بهذا المتغير خلال تلك الفترة الثانية. وبذلك يتم قبول فرض الدراسة الأول، خلال الفترة الكلية والفترة الفرعية الأولى، ورفض هذا الفرض خلال الفترة

الفرعية الثانية. حيث أثرت التغيرات بأسعار أسواق الأسهم الناشئة تأثيراً إيجابياً معنوياً على عوائد معظم أسواق الأسهم العربية خلال جائحة الكوفيد-١٩. إلا أن التأثير القوي لهذا المتغير قد ظهر على معظم الأسواق العربية، خلال الفترة الأولى عند انتشار المرض. ثم قل هذا التأثير على معظم الأسواق العربية خلال الفترة الثانية عقب اكتشاف اللقاحات. وهو ما يشير إلى أن الأزمة الناتجة عن ظهور وانتشار المرض، وحدث عدم الاستقرار بأسواق الأسهم الدولية، قد أدت إلى تأثر عوائد أسواق الأسهم العربية تأثيراً إيجابياً بما حدث من تغيرات بعوائد أسواق الأسهم الناشئة. أما عقب اكتشاف اللقاحات وعودة الهدوء للأسواق، فقد قل تأثر عوائد معظم الأسواق العربية بالتغيرات في عوائد الأسواق الدولية الناشئة. وتؤكد هذه النتائج على ما أشارت إليه دراسة (Yang and Hamori, 2013) التي وجدت زيادة قوة العلاقة بين أسواق الأسهم خلال الأزمات نتيجة انتقال العدوى بين الأسواق، ثم انخفاضها خلال الفترة التالية للأزمة. كما تتفق هذه النتائج مع نتائج دراسات (Kartal, et al., 2020; Belaid et al., 2021)، التي أظهرت زيادة تأثر أسواق الأسهم بأسواق الأسهم الدولية المتقدمة والناشئة خلال أزمة الكوفيد-١٩، نتيجة انتقال التوتر بين الأسواق.

٢. بالنسبة لمؤشر أسعار خام النفط، فتشير نتائج الدراسة لعدم وجود أي تأثير له دلالة إحصائية لهذا المتغير على معظم أسواق الأسهم العربية، خلال جميع فترات الدراسة. وعلى الرغم من ظهور تأثير إيجابي معنوي لهذا المتغير على مؤشر الأسواق العربية **S&P Pan Arab** خلال الفترة الكلية والفترة الفرعية الأولى، إلا أن معظم المؤشرات العامة للأسواق العربية لم تتأثر بهذا المتغير خلال جميع فترات التقييم. وعلى ذلك يتم رفض فرض الدراسة الثاني خلال جميع فترات التقييم. وبذلك تختلف نتائج هذه الدراسة مع دراسات (Abuzayed and Al-Fayoumi, 2021; Bahrini and Filfilan, 2020)، التي أظهرت تأثر أسواق الأسهم الخليجية بالتغيرات في أسعار خام النفط، خلال أزمة انتشار الكوفيد-١٩. وقد يرجع ذلك إلى أن بعض المتغيرات الأخرى التي تضمنها نموذج الانحدار الدراسة، كانت أقوى في التأثير على عوائد الأسواق العربية من التغير في أسعار النفط.

٣. بالنسبة لمؤشر أسعار سوق الذهب العالمي، فتشير نتائج الدراسة لعدم وجود أي تأثير له دلالة إحصائية لهذا المتغير على معظم أسواق الأسهم العربية، خلال جميع فترات الدراسة. وعلى الرغم من ظهور تأثير سلبي معنوي لهذا المتغير على مؤشر الأسواق العربية **S&P Pan Arab** خلال الفترة الكلية والفترة الفرعية الأولى، إلا أن معظم المؤشرات العامة للأسواق العربية لم تتأثر بهذا المتغير خلال جميع فترات التقييم. وعلى ذلك يتم رفض فرض الدراسة الثالث خلال جميع فترات التقييم، حيث لم تؤثر التغيرات في أسعار سوق الذهب العالمي معنوياً على عوائد أسواق الأسهم العربية خلال جائحة الكوفيد-١٩. وبذلك تختلف نتائج هذه الدراسة مع دراسات (Junttila et al., 2018; Morema and Bonga-Bonga, 2020) التي أظهرت تأثيراً سلبياً لأسعار الذهب على عوائد أسواق الأسهم، خاصة خلال وقت الأزمات. وقد يرجع ذلك إلى أن بعض المتغيرات الأخرى التي تضمنها نموذج الانحدار، كانت أقوى في التأثير على عوائد الأسواق العربية من التغير في أسعار الذهب.

٤. بالنسبة لمؤشر التقلب والخوف في الأسواق الناشئة (VXEEM)، فتظهر النتائج وجود تأثير سلبي له دلالة إحصائية لهذا المتغير على مؤشر الأسواق العربية S&P Pan Arab، وعلى معظم المؤشرات العامة لأسواق الأسهم العربية خلال الفترة الكلية والفترة الفرعية الأولى. أما خلال الفترة الفرعية الثانية، فعلى الرغم من ظهور تأثير سلبي معنوي لهذا المتغير على مؤشر الأسواق العربية S&P Pan Arab، إلا أن معظم المؤشرات العامة للأسواق العربية لم تتأثر بهذا المتغير. وبذلك يتم قبول فرض الدراسة الرابع خلال الفترة الكلية والفترة الفرعية الأولى، ويتم رفضه خلال الفترة الفرعية الثانية. حيث أثرت التقلبات في أسواق الأسهم الناشئة تأثيراً سلبياً معنوياً على عوائد أسواق الأسهم العربية خلال جائحة الكوفيد-١٩. إلا أن التأثير القوي لهذا المتغير على معظم الأسواق العربية، قد ظهر خلال الفترة الأولى عند انتشار المرض. ثم قل هذا التأثير على معظم الأسواق العربية خلال الفترة الثانية عقب اكتشاف اللقاحات. وهو ما يشير إلى أنه مع ظهور وانتشار المرض، وزيادة القلق لدى المستثمرين، انتقلت مشاعر الخوف وعدم اليقين من الأسواق الدولية الناشئة إلى معظم أسواق الأسهم العربية، وأثرت على عوائدها بشكل سلبي. إلا أنه مع اكتشاف اللقاحات وانخفاض مشاعر الخوف والقلق لدى المستثمرين، قل تأثير التقلب بالأسواق الناشئة على عوائد معظم الأسواق العربية. وتتفق هذه النتائج، مع نتائج دراسات بأسواق الأسهم الدولية المتقدمة والناشئة، كان لها أثراً سلبياً على عوائد أسواق الأسهم، خاصة مع زيادة الخوف والتقلب وقت الأزمات.

٥. بالنسبة لمؤشر التقلب والخوف في سوق النفط الخام (OVX)، فتظهر النتائج وجود تأثير سلبي له دلالة إحصائية لهذا المتغير على مؤشر الأسواق العربية S&P Pan Arab، وعلى معظم المؤشرات العامة للأسواق العربية (جميعها أسواق خليجية مصدرة للنفط)، خلال الفترة الكلية والفترة الفرعية الأولى. أما خلال الفترة الفرعية الثانية، فلم يتأثر مؤشر الأسواق العربية S&P Pan Arab، كما لم تتأثر معظم أسواق الأسهم العربية سواء الخليجية أو غير الخليجية بهذا المتغير. وبذلك يتم قبول فرض الدراسة الخامس، خلال الفترة الكلية للدراسة وخلال الفترة الفرعية الأولى، ويتم رفضه خلال الفترة الفرعية الثانية. حيث أثرت التقلبات في أسواق النفط تأثيراً سلبياً معنوياً على عوائد معظم أسواق الأسهم العربية خلال جائحة الكوفيد-١٩. إلا أن التأثير القوي لهذا المتغير على معظم الأسواق العربية، قد ظهر خلال الفترة الأولى عند انتشار المرض. ثم قل هذا التأثير على معظم الأسواق العربية خلال الفترة الثانية عقب اكتشاف اللقاحات. وتشير هذه النتائج إلى أن مؤشر التقلب والخوف في سوق النفط كان أكثر تأثيراً على معظم الأسواق العربية من مؤشر أسعار النفط خلال تلك الجائحة، خاصة عند انتشار المرض. فمع ظهور وانتشار الوباء وزيادة مشاعر الخوف وعدم اليقين بأسواق النفط العالمية، انتقل هذا الخوف والقلق إلى أسواق الأسهم بالدول الخليجية المصدرة للنفط، وأثر على عوائدها بشكل سلبي. ثم قل هذا التأثير عقب اكتشاف اللقاحات وانخفاض مشاعر الخوف والقلق بأسواق النفط العالمية. وتتفق هذه النتائج مع نتائج دراسة (Das et al., 2018)، التي وجدت أن عائدات الأسهم قد تأثرت بمؤشر التقلب بسوق النفط OVX، بدرجة أعلى من تأثيرها بمؤشر أسعار سوق النفط. كما تتفق هذه النتائج مع نتائج دراسات (Bahrini and Filfilan, 2020; Alqahtani and Chevallier, 2020)، التي وجدت أن الأثر السلبي للتقلب في سوق النفط على عوائد الأسهم، يزيد مع زيادة التقلب خلال فترة الأزمات.

٦. بالنسبة لمؤشر التقلب والخوف في سوق الذهب (GVC)، فتظهر النتائج وجود تأثير سلبي له دلالة إحصائية لهذا المتغير على مؤشر الأسواق العربية S&P Pan Arab، وعلى معظم

المؤشرات العامة للأسواق العربية خلال الفترة الكلية والفترة الفرعية الأولى. أما خلال الفترة الفرعية الثانية، فلم يتأثر مؤشر الأسواق العربية **S&P Pan Arab**، كما لم تتأثر معظم أسواق الأسهم العربية بهذا المتغير. وبذلك يتم قبول فرض الدراسة السادس، خلال الفترة الكلية للدراسة وخلال الفترة الفرعية الأولى، ويتم رفض هذا الفرض خلال الفترة الفرعية الثانية. حيث أثرت التقلبات في أسواق الذهب العالمية تأثيراً معنوياً على عوائد معظم أسواق الأسهم العربية، خلال جائحة الكوفيد-١٩. إلا أن التأثير القوي لهذا المتغير على معظم الأسواق العربية، قد ظهر خلال الفترة الأولى عند انتشار المرض. ثم قل هذا التأثير على معظم الأسواق العربية خلال الفترة الثانية عقب اكتشاف اللقاحات. فمع ظهور وانتشار الوباء وزيادة مشاعر الخوف وعدم اليقين بأسواق الذهب العالمية، انتقل هذا الخوف إلى معظم الأسواق العربية، وأثر على عوائدها بشكل سلبي. وتتفق هذا النتائج، مع نتائج دراسات (Raza et al., 2016; Alqahtani and Chevallier, 2020)، التي وجدت أن التقلبات في سوق الذهب كان له أثراً سلبياً على أسواق الأسهم بالدول المختلفة، خاصة خلال وقت الأزمات.

٧. أظهرت نتائج الدراسة، وجود اختلافات بين فترتي التقييم الأولى والثانية، حول مدى قدرة المتغيرات الخاصة بالتغيرات في الأسعار والتقلبات في الأسواق الدولية للأسهم الناشئة والنفط والذهب، على تفسير التباينات في عوائد مؤشرات أسواق الأسهم العربية. حيث أظهرت النتائج ارتفاع القوة التفسيرية لنماذج الانحدار خلال الفترة الأولى لانتشار الكوفيد-١٩، وذلك مقارنة بالفترة الثانية عقب اكتشاف اللقاحات التي انخفضت خلالها القوة التفسيرية لنماذج الانحدار بشكل كبير. وبذلك يتم قبول فرض الدراسة السابع. وهو ما يشير إلى أنه مع انتشار الكوفيد-١٩، وحدثت الأزمات وعدم الاستقرار بالأسواق الدولية، زادت القوة التفسيرية للمتغيرات الخاصة بالأسواق الدولية، وكانت أكثر قدرة على تفسير التغيرات الحادثة بعوائد الأسهم العربية. أما عقب اكتشاف اللقاحات وحدثت الاستقرار بالأسواق الدولية، انخفضت قدرة المتغيرات الخاصة بتلك الأسواق الدولية على تفسير التباينات الحادثة بعوائد الأسهم العربية.

٨. تظهر النتائج السابقة أنه بالنسبة للمتغيرات الخاصة بمؤشرات الأسعار بالأسواق الدولية، كان مؤشر أسعار أسواق الأسهم الناشئة، هو المتغير الذي كان له أكبر الأثر على عوائد معظم الأسواق العربية خلال جائحة الكوفيد-١٩. وهو ما يشير إلى أن معظم أسواق الأسهم العربية خلال الجائحة، خاصة خلال فترة انتشار المرض، قد تأثرت بالتغيرات الحالية في مؤشرات أسعار أسواق الأسهم الناشئة، ولم تتأثر بالتغيرات الحالية في أسعار النفط والذهب. وهو ما يعكس أن عوائد معظم أسواق الأسهم العربية قد انتقل إليها الآثار السلبية للأزمة، نتيجة انتقال العدوى والتأثر بما حدث من تغيرات سلبية بعوائد أسواق الأسهم الناشئة عند انتشار المرض.

٩. تظهر النتائج السابقة كذلك أنه بالنسبة لمؤشرات التقلب والخوف، فقد جاء تأثير جميع مؤشرات التقلب والخوف بأسواق الأسهم الناشئة والنفط والذهب، معنوياً على معظم أسواق الأسهم العربية. وهو ما يشير إلى أن معظم أسواق الأسهم العربية خلال أزمة الكوفيد-١٩، خاصة خلال فترة انتشار المرض، قد تأثرت بالتوقعات المستقبلية السلبية والخوف لدى المستثمرين بأسواق الأسهم الناشئة والنفط والذهب. وهو ما يعكس أن عوائد معظم أسواق الأسهم العربية قد انتقل إليها أيضاً الآثار السلبية للأزمة، نتيجة التأثير سلباً بما حدث من توقعات سلبية ناتجة عن زيادة مشاعر الخوف والقلق وعدم اليقين لدى المستثمرين، بأسواق الأسهم الناشئة وأسواق النفط والذهب عند انتشار الوباء.

١٠ - توصيات الدراسة:

بناءً على ما توصلت إليه الدراسة من نتائج خاصة بوجود تأثير له دلالة إحصائية للتغيرات في مؤشر أسعار الأسواق الناشئة، ومؤشرات التقلب بالأسواق الناشئة والنفط والذهب، على عوائد معظم أسواق الأسهم العربية خلال جائحة الكوفيد-١٩، توصي الدراسة الحالية بما يلي:

١. ضرورة العمل على تحسين بيئة العمل بالأسواق العربية، وتطوير النظم التكنولوجية، بما يعمل على زيادة كفاءة الأسواق العربية، وسرعة الحصول على المعلومات الصحيحة. بما يزيد من ثقة المستثمرين في عمليات الاستثمار والتداول بالأسواق العربية، دون التأثير بالمعلومات السلبية بالأسواق الدولية.
٢. وضع السياسات والنظم التي تحسن من جودة إفصاح الشركات المقيدة بالبورصات العربية. ووضع القواعد التي تضمن حماية المستثمرين، وتوفير لهم الشفافية في الحصول على المعلومات الصحيحة بالوقت والمكان المناسب. بما يقلل من قوة تأثير مشاعر الخوف وعدم اليقين بالأسواق الدولية على الأسواق العربية.
٣. العمل على وضع السياسات والمحفزات الاقتصادية، التي تساهم في تحفيز وتنشيط أسواق الأسهم العربية. حيث يجب العمل على تقليل تكلفة التعاملات والضرائب على الأرباح الرأسمالية. بما يعمل على جذب المزيد من الاستثمارات، وتحقيق الثقة بالبورصات العربية، والحد من قوة تأثير التغيرات والتقلبات بالأسواق الدولية على الأسواق العربية.
٤. وضع خطة شاملة لتحقيق التنمية والتطوير بأسواق الأسهم العربية، وتحقيق التكامل والتعاون المشترك بينهم. بما يحقق القوة والثقة في تلك الأسواق، وبما يعمل على جذب رؤوس الأموال العربية والأجنبية للاستثمار بها. وهو ما يساهم في تعزيز قوة العمل وتحقيق استقرار عمليات التداول في أسواق الأسهم العربية. كما يبعث على تحقيق الثقة والطمأنينة لدى المستثمرين بالأسواق العربية، خاصة خلال وقت الأزمات. كما يقلل أيضاً من التأثيرات السلبية للتغيرات والتقلبات بالأسواق الدولية على الأسواق العربية.

١١- اقتراحات لدراسات مستقبلية:

- قامت الدراسة بتقييم أثر التغيرات والتقلبات بالأسواق الدولية للأسهم الناشئة والنفط والذهب، على أسواق الأسهم العربية. وتقدم الدراسة ما يلي:
١. القيام بإعادة هذا التقييم لتتم المقارنة بين أثر المتغيرات الخاصة بالتغيرات والتقلبات بالأسواق الدولية على الأسواق العربية، وأثر تلك المتغيرات على أسواق ناشئة ومتقدمة أخرى.
 ٢. القيام بإعادة هذا التقييم لتتم المقارنة بفترات تتضمن أزمات عالمية أخرى. وذلك لمعرفة مدى وجود فروق بين مدى تأثير الأسواق العربية بتلك الأسواق الدولية خلال أزمة الكوفيد-١٩، ومدى تأثيرها بتلك الأسواق خلال الأزمات الأخرى.
 ٣. القيام بإعادة هذا التقييم ليشمل متغيرات وأسواق عالمية أخرى، لتحديد مدى تأثير أسواق الأسهم العربية بتلك المتغيرات والأسواق العالمية الأخرى.

١٢ - المراجع:

- 1- Abuzayed, B., & Al-Fayoumi, N. (2021). “**Risk spillover from crude oil prices to GCC stock market returns: New evidence during the COVID-19 outbreak**”. *The North American Journal of Economics and Finance*, 101476.
- 2- Akhtaruzzaman, M., Boubaker, S., Lucey, B. M., & Sensoy, A. (2021). “**Is gold a hedge or a safe-haven asset in the COVID-19 crisis?**”. *Economic Modelling*, 102, 105588.
- 3- Al-Ameer, M., Hammad, W., Ismail, A., & Hamdan, A. (2018). “**The relationship of gold price with the stock market: The case of Frankfurt Stock Exchange**”. *International Journal of Energy Economics and Policy*, 8(5), 357-371.
- 4- Alqahtani, A. (2019). “**Do global financial, oil and gold volatility shocks affect the GCC stock markets?**”. *Emerging Economy Studies*, 5(2), 157-175.
- 5- Alqahtani, A., & Chevallier, J. (2020). “**Dynamic spillovers between Gulf Cooperation Council’s stocks, VIX, oil and gold volatility indices**”. *Journal of Risk and Financial Management*, 13(4), 69.
- 6- Al-Qudah, A., and Houcine, A. (2021). “**Stock markets’ reaction to COVID-19: Evidence from the six Who regions**”. *Journal of Economic Studies*, 2021 Feb 18.
- 7- Atri, H., Kouki, S., & imen Gallali, M. (2021). “**The impact of COVID-19 news, panic and media coverage on the oil and gold prices: An ARDL approach**”. *Resources Policy*, 72, 102061.
- 8- Badshah, I. U. (2018). “**Volatility spillover from the fear index to developed and emerging markets**”. *Emerging Markets Finance and Trade*, 54(1), 27-40.
- 9- Bahrini, R., & Filfilan, A. (2020). “**Impact of the novel coronavirus on stock market returns: evidence from GCC countries**”. *Quantitative Finance and Economics*, 4(4), 640-652.
- 10- Baker, S.R., Bloom, N., Davis, S. J., Kost, K., Sammon, M. and Viratyosin, T. (2020). “**The Unprecedented Stock Market Reaction to COVID-19**”. *The Review of Asset Pricing Studies*, 10, (4): 742–758.
- 11- Bandothyaya, A., & Jones, A. L. (2008). “**Measures of investor sentiment: A comparative analysis put-call ratio vs. volatility index**”. *Journal of Business & Economics Research (JBER)*, 6(8).
- 12- Belaid, F., Ben Amar, A., Goutte, S., & Guesmi, K. (2021). “**Emerging and advanced economies markets behaviour during the COVID-19 crisis era**”. *International Journal of Finance & Economics*, 1–19.

-
-
- 13- BenSaïda, A., Hernandez, J. A., Litimi, H., & Yoon, S. M. (2021). “**The influence of oil, gold and stock market index on US equity sectors**”. *Applied Economics*, 1-14.
 - 14- Chiang, T. C., & Zheng, D. (2010). “**An empirical analysis of herd behavior in global stock markets**”. *Journal of Banking & Finance*, 34(8), 1911-1921.
 - 15- Das, D., Kannadhasan, M., Tiwari, A. K., & Al-Yahyaee, K. H. (2018). “**Has co-movement dynamics in emerging stock markets changed after global financial crisis? New evidence from wavelet analysis**”. *Applied Economics Letters*, 25(20), 1447-1453.
 - 16- David, S.A., Inacio Jr, C.M.C. and Machado, J.A.T. (2021). “**The recovery of global stock markets indices after impacts due to pandemics**”, *Research in International Business and Finance*, Volume 55, 101335.
 - 17- Dickey, D. A., & Fuller, W. A. (1979). “**Distribution of the estimators for autoregressive time series with a unit root**”. *Journal of the American statistical association*, 74(366a), 427-431.
 - 18- Dutta, P., Noor, M. H., & Dutta, A. (2017). “**Impact of oil volatility shocks on global emerging market stock returns**”. *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 13 No. 5, pp. 578-591.
 - 19- Fama, E.F. (1965). “**The Behavior of Stock-Market Prices**”. *The Journal of Business*, 38 (1), 34-105.
 - 20- Ferreira, P., Pereira, É. J. D. A. L., da Silva, M. F., & Pereira, H. B. (2019). “**Detrended correlation coefficients between oil and stock markets: The effect of the 2008 crisis**”. *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*, 517, 86-96.
 - 21- Gokmenoglu, K. K., & Fazlollahi, N. (2015). The interactions among gold, oil, and stock market: Evidence from S&P500. *Procedia Economics and Finance*, 25, 478-488.
 - 22- He, P., Sun, Y., Zhang, Y., and Li, T. (2020). “**COVID-19’s impact on stock prices across different sectors-An event study based on the Chinese stock market**”, *Emerging Markets Finance and Trade*, 56(10), pp.2198-2212.
 - 23- Junttila, J., Pesonen, J., & Raatikainen, J. (2018). “**Commodity market based hedging against stock market risk in times of financial crisis: The case of crude oil and gold**”. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 56, 255-280.
 - 24- Kartal, M. T., Depren, Ö., & Depren, S. K. (2020). “**The determinants of main stock exchange index changes in emerging countries: evidence**

-
-
- from Turkey in COVID-19 pandemic age”. *Quantitative Finance and Economics*, 4(4), 526-541.
- 25- Keliuotyte-Staniuleniene, G., & Kviklis, J. (2022). “**Stock Market Reactions during Different Phases of the COVID-19 Pandemic: Cases of Italy and Spain**”. *Economies*, 10(1), 3.
- 26- Khanthavit, A. (2020). “**World and national stock market reactions to COVID-19**”, *ABAC Journal*, 40 (٢).
- 27- Liu, M. L., Ji, Q., & Fan, Y. (2013). “**How does oil market uncertainty interact with other markets? An empirical analysis of implied volatility index**”. *Energy*, 55, 860-868.
- 28- Liu, H., Manzoor, A., Wang, C., Zhang, L., & Manzoor, Z. (2020). “**The COVID-19 outbreak and affected countries stock markets response**”. *International Journal of Environmental Research and Public Health*, 17(8), 2800.
- 29- Mensi, W., Beljid, M., Boubaker, A., & Managi, S. (2013). “**Correlations and volatility spillovers across commodity and stock markets: Linking energies, food, and gold**”. *Economic Modelling*, 32, 15-22.
- 30- Mensi, W., Hammoudeh, S., Reboredo, J. C., & Nguyen, D. K. (2014). “**Do global factors impact BRICS stock markets? A quantile regression approach**”. *Emerging Markets Review*, 19, 1-17.
- 31- Mollick, A. V., & Assefa, T. A. (2013). “**US stock returns and oil prices: The tale from daily data and the 2008–2009 financial crisis**”. *Energy Economics*, 36, 1-18.
- 32- Morema, K., & Bonga-Bonga, L. (2020). “**The impact of oil and gold price fluctuations on the South African equity market: Volatility spillovers and financial policy implications**”. *Resources Policy*, 68, 101740.
- 33- M'saddek, O. (2018). “**Essays in international finance: risk, jumps and diversification**” (Doctoral dissertation, Université Clermont Auvergne).
- 34- Ozturk, M., & Cavdar, S. C. (2021). “**The Contagion of Covid-19 Pandemic on The Volatilities of International Crude Oil Prices, Gold, Exchange Rates and Bitcoin**”. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(3), 171-179.
- 35- Raza, N., Shahzad, S. J. H., Tiwari, A. K., & Shahbaz, M. (2016). “**Asymmetric impact of gold, oil prices and their volatilities on stock prices of emerging markets**”. *Resources Policy*, 49, 290-301.
- 36- Rodriguez-Nieto, J. A., & Mollick, A. V. (2020). “**The US financial crisis, market volatility, credit risk and stock returns in the Americas**”. *Financial Markets and Portfolio Management*, 1-30.

-
-
- 37- Sadiq, M., Hsu, C. C., Zhang, Y., & Chien, F. (2021). “**COVID-19 fear and volatility index movements: empirical insights from ASEAN stock markets**”. *Environmental Science and Pollution Research*, 1-18.
- 38- Sakurai, Y., & Kurosaki, T. (2020). “**How has the relationship between oil and the US stock market changed after the Covid-19 crisis?**”. *Finance Research Letters*, 37, 101773.
- 39- Sarwar, G. (2014). “**US stock market uncertainty and cross-market European stock returns**”. *Journal of Multinational Financial Management*, 28, 1-14.
- 40- Sarwar, G., & Khan, W. (2017). “**The effect of US stock market uncertainty on emerging market returns**”. *Emerging Markets Finance and Trade*, 53(8), 1796-1811.
- 41- Shaikh, I. (2020). “**Does policy uncertainty affect equity, commodity, interest rates, and currency markets?**”, Evidence from CBOE’s volatility index. *Journal of Business Economics and Management*, 21(5), 1350-1374.
- 42- Shaikh, I. (2021). “**On the relation between pandemic disease outbreak news and crude oil, gold, gold mining, silver and energy markets**”. *Resources Policy*, 72, 102025.
- 43- Talla, J. T. (2013). “**Impact of macroeconomic variables on the stock market prices of the Stockholm stock exchange (OMXS30)**”. *Jonkoping International Business School*, 01-48.
- 44- Wang, G. J., Xie, C., & Stanley, H. E. (2018). “**Correlation structure and evolution of world stock markets: Evidence from Pearson and partial correlation-based networks**”. *Computational Economics*, 51(3), 607-635.
- 45- Widjanarko, H., Suratna, S., & Utomo, H. S. (2020, October). “**The Effect of Gold Prices and Interest Rates on Stock Performance (Study of Manufacturing Companies in Indonesia during the Covid-19 Pandemic)**”. In *Proceeding of LPPM UPN “Veteran” Yogyakarta Conference Series 2020–Economic and Business Series* (Vol. 1, No. 1, pp. 112-117).
- 46- Yang, L., & Hamori, S. (2013). “**Dependence structure among international stock markets: a GARCH–copula analysis**”. *Applied Financial Economics*, 23(23), 1805-1817.

Impact of price and volatility indices changes in international markets of emerging stocks, crude oil, and gold, on Arab stock markets returns during the Covid-19 pandemic

Dr. Hanaa Abdelaziz Abdellatif Elmoghany

Lecturer of Business Administration Department

Faculty of Commerce – Alexandria University

hanaa.abdelazez@alexu.edu.eg

Abstract:

This study aims to reach the impact of international markets price changes and volatilities on Arab stock markets returns, during the Covid-19 pandemic, using the multiple regression analysis. The study relied on daily returns data for a sample of the S&P Pan Arab composite index, 11 Arab stock markets price indices, and price and volatility indices of international crude oil, gold, and emerging stock markets. The total period of the study is from March 2020 to September 2021. This total period is divided into two sub-periods. The first sub-period covers the beginning of the epidemic's spread during 2020. The second sub-period covers the period following the discovery of covid-19 vaccines during 2021. The results during the total study period and first sub-period showed a significant positive impact of the emerging stock markets price index on the Arab markets. As for the volatility indices, which measure investors' sentiments of fear and uncertainty, had a significant negative impact on most Arab markets' returns. For the second-sub period following the discovery of vaccines, the impact of all these international markets prices and volatilities indices had no significant impact on most Arab markets. These results indicate that during the disease's spread, Arab markets were significantly affected by international markets indices. After the discovery of vaccines, and the stability of the international markets, the impact of these international markets on Arab stock markets decreased. These results confirm the importance of Arab stock markets development, integration, and cooperation, to reduce the effects of negative information and sentiments in the international markets on Arab markets.

Keywords: Arab stock markets, Covid-19, price and volatility indices, emerging stock markets, crude oil markets, gold markets.