



أثر المتغيرات الاقتصادية والعالمية على استقرار أسواق المال في الدول العربية

إعداد

د. محمد أمين حنفي

مدرس الاقتصاد، كلية الدراسات الأسيوية العليا، جامعة الزقازيق

drmohamed.elamin55@gmail.com

المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية

كلية التجارة – جامعة دمياط

المجلد السادس – العدد الأول – الجزء الرابع – يناير ٢٠٢٥

التوثيق المقترح وفقاً لنظام APA:

حنفي، محمد أمين (٢٠٢٥). أثر المتغيرات الاقتصادية والعالمية على استقرار أسواق المال في الدول العربية، المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية، كلية التجارة، جامعة دمياط، ٦(١)، ٤٠٩-٣٣٩.

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

أثر المتغيرات الاقتصادية والعالمية على استقرار أسواق المال في الدول العربية

د. محمد أمين حنفي

المستخلص

تأثرت الأسواق المالية في الدول العربية بشكل كبير بالمتغيرات الاقتصادية والعالمية، إلى جانب مجموعة من التحديات الداخلية، مما يؤثر بشكل كبير على الثقة في الأسواق المالية ويزيد من حالة عدم اليقين. ومن الناحية الإيجابية، فإن الأسواق المالية في الدول العربية شهدت تقدماً تكنولوجياً كبيراً، مما أدى إلى تسهيل تداول الأوراق المالية وزيادة الشفافية. كما أن البيئة الاقتصادية والمالية العالمية بصفة عامة والعربية بصفة خاصة، تتعرض في الوقت الحالي إلى تغيرات مستمرة ناتجة عن مجموعة من التقلبات الاقتصادية والعالمية بصورة دورية. إلى جانب مجموعة من التقلبات في المتغيرات الاقتصادية الكلية والتي تتضمن (معدل التضخم، معدل الفائدة، أسعار الصرف، الناتج المحلي الإجمالي). والتي تؤثر بشكل كبير في النشاط الاقتصادي والمالي أيضاً في المؤشرات المالية في أسواق المال.

تختلف الأسواق المالية في الدول العربية فيما بينها من حيث الحجم والتنوع والتطور، وهذا يعكس الاختلافات في الاقتصادات الوطنية والتحديات التي تواجهها. ومن هذا المنطلق، فإن الحلول التي تناسب بعض الأسواق المالية قد لا تكون مناسبة للأسواق الأخرى، ولذلك يجب أن يتم التعامل مع كل سوق على حدة وفقاً لظروفها الفريدة. ومن المتوقع أن تستمر الآثار السلبية للارزامة الروسية الأوكرانية والتوترات الجيوسياسية في منطقة الشرق الأوسط والتي شملت حرب غزة ولبنان واليمن والتحولت السياسية في سوريا إلى جانب التحديات التي تواجه الملاحة في البحر الأحمر. مما أدى إلى تباطؤ النمو الاقتصادي العالمي وتأثير ذلك بشكل سلبي على أسواق المال العربية في الفترة القادمة، ومن الضروري اتخاذ الإجراءات اللازمة لمواجهة هذه التحديات وتعزيز استقرار أسواق المال العربية.

تشير نتائج الدراسة الحالية إلى أن أسواق المال العربية تعرضت للتأثيرات السلبية للمتغيرات الاقتصادية والعالمية، وخاصة في ظل الأزمات الاقتصادية العالمية. وذلك من خلال التأثير السلبي على استقرار أسواق المال في الدول العربية. وتزداد الآثار السلبية لهذه المتغيرات في ظل حالة عدم اليقين بشأن السياسات الاقتصادية. ووفقاً لتقرير النظرة الاقتصادية العربية الصادرة عن صندوق النقد العربي، من المتوقع أن تنمو الاقتصادات العربية بنسبة ٥,٠٪ في عام ٢٠٢٦، وذلك بفضل زيادة إنتاج النفط وأسعاره في الأسواق العالمية واستمرار حزم التحفيز لدعم الانتعاش الاقتصادي. كما أنه من المتوقع أن تنخفض نسبة نمو أسواق المال في الدول العربية إلى حوالي ٤,٠٪ في عام ٢٠٢٥ بسبب انخفاض الطلب العالمي والانسحاب التدريجي من حزم التحفيز والتراجع المتوقع في أسعار السلع الأساسية. لذلك تحتاج أسواق المال العربية إلى تعزيز أدواتها وإجراءاتها للحماية من الاضطرابات الاقتصادية العالمية.

١ / مقدمة الدراسة:

تعاني أغلب دول العالم في الوقت الحالي من تداعيات التضخم، والذي أثر بشكل سلبي على الاقتصاد العالمي. وقد أدت تداعيات أزمة الحرب الروسية الأوكرانية إلى تسريع التباطؤ في النمو الاقتصادي العالمي، مما دفع الكثير من دول العالم على تشديد الأوضاع المالية وزيادة مستوى حالة عدم اليقين بشأن السياسات الاقتصادية. ويعتبر التضخم من أهم المتغيرات الاقتصادية العالمية التي تؤثر على أداء أسواق المال. فارتفاع معدلات التضخم يؤدي إلى زيادة أسعار الفائدة، مما يؤدي بدوره إلى انخفاض أسعار الأسهم والسندات، وبالتالي انخفاض أداء أسواق المال. كما أن تباطؤ النمو الاقتصادي العالمي يؤدي إلى انخفاض الطلب على الاستثمارات، بما في ذلك الاستثمارات في أسواق المال. بالإضافة إلى ذلك، فإن زيادة حالة عدم اليقين بشأن السياسات الاقتصادية يؤدي إلى زيادة المخاوف لدى المستثمرين، مما يؤدي بدوره إلى زيادة التردد في الاستثمار في أسواق المال.

تؤدي المتغيرات الاقتصادية العالمية إلى تأثير سلبي على استقرار أسواق المال في الدول العربية. وتزداد الآثار السلبية لهذه المتغيرات في ظل حالة عدم اليقين بشأن السياسات الاقتصادية. ووفقاً لتقرير النظرة الاقتصادية العربية الصادر عن صندوق النقد العربي، من المتوقع أن تنمو الاقتصادات العربية بنسبة ٥,٠٪ في عام ٢٠٢٦، وذلك بفضل زيادة إنتاج النفط وأسعاره في الأسواق العالمية واستمرار حزم التحفيز لدعم الانتعاش الاقتصادي. من المتوقع أن تنخفض نسبة نمو الدول العربية إلى حوالي ٤,٠٪ في عام ٢٠٢٥ بسبب انخفاض الطلب العالمي والانسحاب التدريجي من حزم التحفيز والتراجع المتوقع في أسعار السلع (صندوق النقد العربي، ٢٠٢٤).

من المتوقع أن ترتفع معدلات التضخم للدول العربية كمجموعة إلى حوالي ٧,٥٪ في عام ٢٠٢٥ وحوالي ٧,٠٪ في عام ٢٠٢٦، وذلك نتيجة التحديات التي تواجه سلاسل الإمداد العالمية وزيادة أسعار المنتجات الزراعية والصناعية والطاقة. من المتوقع أن يهيمن التشديد على السياسة النقدية في العديد من الدول العربية على مدى الفترة المتوقعة للحفاظ على استقرار أنظمة سعر الصرف والحد من الضغوط التضخمية.

من المتوقع أن ينخفض عجز الميزانية العامة الموحد للدول العربية كمجموعة إلى حوالي ٢,٤٪ من الناتج المحلي الإجمالي في عام ٢٠٢٤. نتيجة الزيادة المتوقعة في إيرادات النفط والفائض المحقق في الميزانية العامة لدول مجلس التعاون الخليجي لأول مرة منذ عام ٢٠١٤. كما أنه أيضاً من المتوقع أن يحقق الحساب الجاري للدول العربية كمجموعة فائضاً مالياً في عام ٢٠٢٥ يبلغ حوالي ١٨٦,٦ مليار دولار أمريكي، بما يعادل حوالي ٦,٤٪ من الناتج المحلي الإجمالي لهذه الدول، نظراً لزيادة إيرادات الصادرات، والعوائد الخاصة بالاستثمارات.

وفقاً لتقرير آفاق الاقتصاد العالمي الصادر عن صندوق النقد الدولي لعام ٢٠٢٣، تشير التوقعات الأساسية إلى أن الاقتصاد العالمي سيواصل نموه بحوالي ٣,٢٪ خلال عامي ٢٠٢٤ و٢٠٢٥، وبنفس الوتيرة التي كان عليها في عام ٢٠٢٣. وأضاف التقرير بوجود تسارع طفيف في الاقتصادات المتقدمة. حيث من المتوقع أن يرتفع النمو الاقتصادي من حوالي ١,٦٪ في عام ٢٠٢٣ إلى حوالي ١,٧٪ في عام ٢٠٢٤. ومن حوالي ١,٨٪ في عام ٢٠٢٥، بينما سيقابلها تباطؤ في الأسواق الناشئة والاقتصادات النامية من حوالي ٤,٣٪ في عام ٢٠٢٣ إلى حوالي ٤,٢٪ في كل من عامي ٢٠٢٤ و٢٠٢٥. وتهدف هذه الدراسة إلى تحليل تأثير المتغيرات الاقتصادية والعالمية على استقرار أسواق المال في الدول العربية (صندوق النقد الدولي، ٢٠٢٣).

وتكمن **مشكلة الدراسة** في أن أسواق المال العربية ترتبط ارتباطاً وثيقاً بالاقتصاد العالمي. حيث أن المتغيرات الاقتصادية العالمية لها تأثير مباشر وغير مباشر على أداء أسواق المال. كما تؤثر المتغيرات الاقتصادية العالمية سلباً على استقرار أسواق المال في الدول العربية، وذلك لعدة أسباب، منها:

- اعتماد اقتصاديات الدول العربية بشكل كبير على الصادرات النفطية، والتي تتعرض لضغوطات اقتصادية بسبب ارتفاع أسعار النفط عالمياً.
- ضعف تنوع اقتصاديات الدول العربية، مما يجعلها أكثر عرضة للصدمات الخارجية.
- ضعف الأوضاع المالية لحكومات الدول العربية، مما يجعلها غير قادرة على تقديم الدعم المالي الكافي لأسواق المال.

ويزداد تأثير المتغيرات الاقتصادية العالمية على استقرار أسواق المال في الدول العربية في ظل حالة عدم اليقين بشأن السياسات الاقتصادية، حيث يؤدي هذا إلى زيادة المخاوف لدى المستثمرين، وبالتالي زيادة التردد في الاستثمار في أسواق المال العربية. **وهذا ما دفعنا إلى طرح السؤال التالي كإشكالية رئيسية لهذه الدراسة:**

ما مدى تأثير المتغيرات الاقتصادية والعالمية على استقرار أسواق المال في الدول العربية؟

وترجع **أهمية الدراسة** في أن البيئة الاقتصادية والمالية العالمية بصفة عامة والعربية بصفة خاصة، تتعرض في الوقت الحالي إلى تغييرات مستمرة ناتجة عن حدوث مجموعة من التقلبات الاقتصادية والعالمية بصورة دورية. إلى جانب حدوث مجموعة من التقلبات في المتغيرات الاقتصادية الكلية والتي تتضمن (معدل التضخم، معدل الفائدة، أسعار الصرف، الناتج المحلي الإجمالي). والتي تؤثر بشكل كبير في النشاط الاقتصادي والمالي وأيضاً في المؤشرات المالية في أسواق المال.

وفي ضوء ماسبق **تستهدف الدراسة** توضيح الدور الهام الذي تلعبه أسواق المال في اقتصاديات الدول المتقدمة والنامية في تجميع المدخرات وإعادة توجيهها إلى القنوات الاستثمارية التي تعمل على دعم الاقتصاد الوطني، وتحقيق أعلى معدل من الرفاهية لجميع أفراد المجتمع. كما تستهدف الدراسة إبراز أهمية ودور المتغيرات الاقتصادية المؤثرة في أسواق المال العربية من خلال نموذج تطبيقي قياسي خلال الفترة (٢٠٢٣-٢٠٠٠) والتي تستهدفها الدراسة الحالية. وللإجابة على إشكالية الدراسة تتمثل **فرضية الدراسة** في التالي:

" أثرت المتغيرات الاقتصادية والعالمية بشكل سلبي على استقرار أسواق المال في الدول العربية خلال الفترة (٢٠٢٣-٢٠٠٠)." "

وتعتمد **منهجية الدراسة** على استخدام المنهج الاستنباطي والذي يبدأ بالحقائق المسلم بصحتها والتي تتمثل في الدور الهام الذي تلعبه أسواق المال في دعم الاقتصاد الوطني وتحقيق معدلات نمو اقتصادي مرتفعة وزيادة معدلات الاستثمار القومي. كما سوف يتم استخدام المنهج الاستقرائي والذي يتم من خلاله دراسة اثر المتغيرات الاقتصادية على استقرار أسواق المال في الدول العربية خلال الفترة (٢٠٢٣-٢٠٠٠).

ونظراً للدور الهام الذي تلعبه أسواق المال في تحقيق معدلات نمو اقتصادي مرتفعة ودعم جميع مجالات الاستثمار في كثير من دول العالم بوجه عام وفي اقتصاديات الدول العربية بوجه خاص. نستعرض فيما يلي مجموعة من الدراسات السابقة التي تناولت الدور الهام الذي تلعبه أسواق المال في الاقتصاد العالمي واقتصاديات الدول العربية.

١. دراسة Aleena Pasha(2024)

أستهدفت الدراسة المتغيرات الاقتصادية الكلية والتي اثرت على الاستقرار المالي لدول رابطة جنوب آسيا للتعاون الإقليمي في الفترة ١٩٩٦-٢٠٢٢ باستخدام منهج ARDL. قامت الدراسة باستخدام الاستقرار المالي كمتغير تابع، وقامت بتطوير مؤشر PCA للاستقرار المالي (تحليل المكونات الرئيسية). استخدمت هذه الدراسة نماذج اقتصادية كلية مع مجموعة واسعة من المتغيرات ذات الصلة المحتملة للاستقرار المالي، باستخدام التدفقات المالية، والانفتاح المالي، والاستقرار الاقتصادي الكلي، وسعر الصرف والنمو الاقتصادي على عينة من خمس دول بين عامي ١٩٩٦ و٢٠٢٢. وتوصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها: أن معظم المتغيرات الاقتصادية الكلية لها تأثير إيجابي على الاستقرار المالي. لذلك، تدعم نتائج الدراسة الفرضية الرئيسية القائلة بأن تطوير السياسات الاقتصادية الكلية والبرامج السياسية يجب أن يكون جزءاً من التحسين المالي. كل هذه المتغيرات قد تعزز الاستقرار المالي للدول قيد الدراسة.

٢. دراسة Nguyen Chau (2023)

أستهدفت الدراسة تحديد تأثير حالة عدم اليقين في السياسة الاقتصادية العالمية على استقرار النظام المصرفي في الدول الآسيوية. تم قياس المتغير التابع في الدراسة من خلال مخاطر الدفع لدى بعض المؤسسات المالية. العامل التفسيري الأساسي هو عدم اليقين في السياسة الاقتصادية العالمية، وتشمل متغيرات التحكم الأخرى خصائص النظام المصرفي والبيئة الاقتصادية الوطنية. تم جمع بيانات الأنظمة المصرفية الآسيوية من البنك الدولي بين عامي ٢٠٠٨ و٢٠٢٠. بناءً على طريقة اللحظات المعممة للنظام. وتوصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج الهامة أهمها: تشير النتائج الرئيسية إلى أن عدم اليقين في السياسة الاقتصادية العالمية يسهم بشكل كبير في تفاقم عدم استقرار النظام المصرفي في الدول الآسيوية. كما توضح الدراسة أن القدرة على استغلال رأس المال المتاح ودرجة تركيز النظام تساعد في تقليل التأثير السلبي لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية العالمية على استقرار النظام المصرفي في هذه الدول.

٣. سيف الدليمي (٢٠٢٣)

أستهدفت الدراسة قياس أثر بعض المتغيرات الاقتصادية في السوق المالي السعودي خلال الفترة (٢٠٠٤-٢٠٢١)، واستخدمت الدراسة بعض المتغيرات الاقتصادية والتي من أهمها (الناتج المحلي الإجمالي، الرقم القياسي لأسعار المستهلك، النفقات العامة، عرض النقود M1). وتأثيرها على السوق المالي السعودي المعبر عنه بالمؤشر العام للسوق، حيث تم اعتماد منهج الانحدار الذاتي ذات فترات الابطاء الموزعة (ARDL)، والتي أثبتت تماشيها مع طبيعة الاستثمار المالي وكذلك طبيعة السلاسل الزمنية من حيث درجة الاستقرارية. وتوصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج الهامة أهمها: وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات المستخدمة في النموذج القياسي، أي أن هناك علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات البحث في السوق المالي السعودي. حيث أوصت الدراسة بضرورة اعطاء اهتمام أكبر من قبل متخذي القرارات المتعلقة بهذه المتغيرات الكلية في الاقتصاد ونظراً لتأثير هذه القرارات على عملية الاستثمار في الأسواق المالية، وبالتالي يتم التوازن بين المنافع والتأثيرات السلبية لتلك القرارات.

٤. دراسة Saed Khalil (2022)

أستهدفت الدراسة تداعيات تدفقات رأس المال على الاستقرار المالي في الدول العربية حيث تبحث هذه الورقة في تأثير تدفقات رأس المال الصافية على الائتمان للقطاع الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي. وتحاول تقييم إلى أي مدى يمكن أن تؤدي تدفقات رأس المال الصافية إلى نمو ائتماني مفرط، وبالتالي تفويض الاستقرار المالي. تم استخدام نموذج التكامل المشترك في هذه الدراسة. وتوصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج الهامة أهمها: أن تدفقات رأس المال الصافية قد يكون لها تأثير سلبي طويل الأجل على الاستقرار المالي في الدول العربية من خلال زيادة نمو الائتمان. مع وجود أنواع مختلفة من تدفقات رأس المال، تختلف الآثار المترتبة على الاستقرار المالي. كما أظهرت النتائج أن الاستثمارات المباشرة والمحافظ الاستثمارية لها تأثير ضئيل على الائتمان للقطاع الخاص في الأجل الطويل، في حين تظهر الاستثمارات الأخرى تأثيراً إيجابياً طويل الأجل على الائتمان للقطاع الخاص في الدول العربية.

٥. دراسة رنا البطري (٢٠١٩)

أستهدفت دراسة تحديد أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية (معدل الناتج المحلي الاجمالي، معدل التضخم، معدل الفائدة على الودائع) على أداء مؤشر سوق الاوراق المالية المصرية EGX30 حيث اعتمدت الدراسة على بيانات بالتطبيق على مصر خلال الفترة (٢٠١٠ - ٢٠١٩). وتم استخدام البرنامج الاحصائي Spss واختبار فرضية الدراسة باستخدام اختبار الانحدار الخطى المتعدد وتوصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها: اتفاق الدراسة الحالية مع الدراسات السابقة في وجود أثر ايجابي لمعدل الفائدة على الودائع في أداء مؤشر سوق الاوراق المالية. إلى جانب وجود تأثير ايجابي ذو دلالة احصائية لمعدل الفائدة على الودائع في أداء مؤشر سوق الاوراق المالية. كما اوصت الدراسة بضرورة قيام السلطة النقدية بالآخذ في الحسبان الآثار الناجمة عن التغير في اسعار الفائدة على نشاط سوق الاوراق المالية عند صياغتها لاي قرارات تهدف الى تحقيق النمو الاقتصادي.

٦. دراسة عز الدين نايف (٢٠١٧)

أستهدفت الدراسة اختبار تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية على عوائد مؤشر سوق الأوراق المالية في عمان. وتم استخدام بيانات ربع سنوية للمؤشر المرجح بالقيمة السوقية، وذلك خلال الفترة (١٩٩٣-٢٠١٢). حيث أن دراسة وتحليل آلية التأثير والعلاقة بين المتغيرات الاقتصادية الكلية وأسعار الأسهم من أهم العناصر التي تساهم في وضع السياسات الاقتصادية الملائمة للمحافظة على الاستقرار في الأسواق المالية وأسواق الأسهم ومن ثم الاقتصاد ككل. واستخدمت الدراسة خمسة متغيرات اقتصادية كلية وهي عرض النقد الحقيقي، الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، الرقم القياسي لأسعار المستهلك (التضخم)، الوسط المرجح لأسعار الفائدة على القروض وتحويلات العاملين، وقد استخدمت الدراسة طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) ومنهجية عدم ثبات التباين المشروط بالارتباط المتسلسل المعمم (Garch) لاختبار العلاقة ما بين المتغير التابع ومجموعة المتغيرات المستقلة. وتوصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها: وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية ما بين تحويلات العاملين وكذلك الرقم القياسي لأسعار المستهلك مع عوائد مؤشر سوق عمان المالي، وعلاقة عكسية ذات دلالة إحصائية ما بين عرض النقد الحقيقي والوسط المرجح لأسعار الفائدة على القروض مع عوائد مؤشر سوق عمان المالي بينما الناتج المحلي الإجمالي لم يكن له دلالة إحصائية عند مستوى معنوية مقبول.

٧. دراسة آيات حسين (٢٠١٦)

استهدفت الدراسة الأسواق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية و الصين , وهدفت إلى تشخيص أهم المؤشرات المعبرة عن أداء الأسواق المالية , وتحديد المتغيرات ذات العلاقة بأداء الأسواق المالية , إلى جانب الكشف عن الآثار التي تتركها المتغيرات المتمثلة في (سعر الصرف , سعر الفائدة , عرض النقد) بوصفها متغيرات مستقلة في أهم مؤشرات أداء الأسواق المالية (القيمة السوقية للأسهم المتداولة , معدل دوران الأسهم المتداولة) بالنسبة لكل من الولايات المتحدة الأمريكية و الصين, وكذلك المتغيرات المتمثلة (مؤشر Shanghai , و مؤشر Shenzhen) الخاصة بالأسواق المالية في الصين بوصفها متغيرات معتمدة وذلك باستخدام أسلوب الانحدار الخطي. وتوصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها: أن التغيرات التي حدثت في اسعار الصرف الاجنبي. تعد من أكثر العوامل التي تؤثر في القيمة السوقية للأسهم المتداولة. من خلال التحليل القياسي للولايات المتحدة الأمريكية توصلت الدراسة إلى أن التغيرات التي حدثت في سعر الصرف الأجنبي من أكثر العوامل التي تؤثر على القيمة السوقية للأسهم المتداولة ومعدل دوران الأسهم المتداولة. أما في الصين فإن أكثر المتغيرات تأثيراً على أسعار الأسهم في الأسواق المالية للصين هما سعر الصرف الأجنبي وعرض النقد حيث يظهر تأثيرهما على القيمة السوقية للأسهم المتداولة ومعدل دوران الأسهم المتداولة. أما أكثر العوامل التي تؤثر على مؤشر Shanghai ومؤشر Shenzhen هما سعر الصرف الأجنبي وسعر الفائدة. ولهذا استندت الدراسة على فرضية مفادها ان سعر الصرف وسعر الفائدة وعرض النقد دلالات احصائية وقياسية ومعنوية فيما بينها من جهة وما بين الأسواق المالية من جهة أخرى.

التعليق على الدراسات السابقة:

تناولت الدراسات السابقة الدور الهام الذي تلعبه الأسواق المالية في تحريك عجلة الاقتصاد لاي دولة. حيث تعد المرآة العاكسة لحالة الاقتصاد، كما تناولت الدراسات السابقة أهمية ودور المتغيرات الاقتصادية الكلية وتأثيرها على أداء الأسواق المالية. حيث توصلت معظم نتائج الدراسات السابقة إلى وجود تأثير ايجابي ومعنوي لبعض المتغيرات الاقتصادية الكلية على نمو وتطور الأسواق المالية. كما أن تطوير السياسات الاقتصادية الكلية والبرامج السياسية من جانب كثير من الدول من شأنه أن يؤدي إلى مزيد من الاستقرار في الأسواق المالية.

اختلاف الدراسة عن الدراسات السابقة:

تختلف هذه الدراسة بالتفرد حيث لم تتناول الدراسات السابقة تأثير استقرار أسواق المال في الدول العربية بالمتغيرات الاقتصادية والعالمية والذي يعد موضوعاً بالغ الأهمية، حيث تنعكس هذه المتغيرات بشكل مباشر وغير مباشر على أداء الأسواق المالية وعلى جاذبية الاستثمار فيها. كما أنها تميزت بالشمول حيث أنها تناولت أهم المتغيرات الاقتصادية الكلية والتي من أهمها: معدل التضخم حيث يؤدي ارتفاع معدلات التضخم إلى تقليل القوة الشرائية وتأثير سلبي على عوائد الاستثمار، مما يضعف جاذبية أسواق المال. إلى جانب سعر الفائدة: حيث ارتفاع أسعار الفائدة يجعل الاستثمار في أدوات الدين مثل السندات أكثر جاذبية مقارنة بالأسهم، مما يؤثر على سيولة سوق المال. بالإضافة إلى السياسات الاقتصادية: تؤثر القرارات الحكومية المتعلقة بالضرائب، الدعم، والإنفاق العام على أداء السوق المالي. إلى جانب معدل البطالة: ارتفاع معدلات البطالة يقلل من إنفاق الأفراد، مما ينعكس سلباً على أداء الشركات المدرجة في السوق المالي.

وبذلك يتضح: أهمية اجراء الدراسة الحالية لدراسة أيضاً الدور الهام الذي لعبته المتغيرات العالمية مثل أسعار النفط حيث تعتمد العديد من الدول العربية على عائدات النفط، لذا فإن تذبذب أسعاره يؤثر بشكل كبير على الاقتصادات الوطنية وأسواق المال. كما أن السياسات النقدية العالمية تؤثر على استقرار أسواق المال خاصة سياسات البنوك المركزية الكبرى، مثل الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، على تدفقات رأس المال في الأسواق الناشئة، بما فيها الدول العربية. كما أن الأزمات العالمية تؤثر بشكل كبير على استقرار أسواق المال حيث أدت أزمات مثل جائحة فيروس كورونا المستجد covid-19 أو الحروب التجارية إلى تقلبات حادة في أسواق المال. وأخيراً أسعار الصرف حيث أن التغيرات في قيمة العملات المحلية مقابل العملات الأجنبية تؤثر على المستثمرين الأجانب.

وتشمل خطة الدراسة ما يلي :

- **مقدمة الدراسة:** والتي تحتوى على مشكلة الدراسة ، وأهمية الدراسة ، وهدف الدراسة، وفرضية الدراسة، ومنهجية الدراسة إلى جانب الدراسات السابقة المتعلقة بموضوع الدراسة.
- **الإطار النظري:** ويتضمن مفهوم أسواق المال، وأهمية الأسواق المالية، إلى جانب وظائف الأسواق المالية، والتقسيمات الرئيسية للأسواق المالية، وأخيراً النظريات الاقتصادية المتعلقة بتفاعل الأسواق المالية مع المتغيرات الاقتصادية.
- **الإطار التحليلي للدراسة:** ويتضمن أهم المتغيرات الاقتصادية الأساسية والتي تؤثر على الأسواق المالية والتي من أهمها معدل التضخم، ومعدل الفائدة ، وسعر الصرف، والنمو الاقتصادي. إلى جانب تناول آلية عمل الأسواق المالية، بالإضافة إلى تناول كيفية تأثر الأسواق المالية بالمتغيرات الاقتصادية الأساسية. وأخيراً تناول أهم الأزمات والمتغيرات العالمية التي أثرت على أسواق المال العربية.
- **الإطار التطبيقي للدراسة:** والذي يتضمن اعداد نموذج قياسي لدراسة أثر المتغيرات الاقتصادية على أسواق المال فى الدول العربية لمجموعة من الدول (مصر، وقطر، والسعودية، والامارات) خلال الفترة من (٢٠٢٣-٢٠٠٠) باستخدام البرنامج الاقتصادى الاحصائى E-views.
- أهم التحديات التي تواجه الأسواق المالية فى الدول العربية.
- الخلاصة ونتائج الدراسة.
- التوصيات.
- قائمة المراجع.

٢ / الإطار النظري للدراسة:

في ظل التحولات الاقتصادية العالمية المتسارعة، تلعب الأسواق المالية دورًا حيويًا في دعم الاستقرار الاقتصادي للدول العربية، حيث تعد ركيزة أساسية لنمو الاقتصادات وتحقيق التنمية المستدامة. تتأثر هذه الأسواق بعدة متغيرات اقتصادية، تشمل التقلبات في أسعار النفط، والسياسات النقدية العالمية، والاضطرابات السياسية الإقليمية، بالإضافة إلى تأثيرات العولمة الاقتصادية التي تتسارع وتيرتها يوماً بعد يوم. وقد أصبحت الحاجة إلى استقرار الأسواق المالية ضرورة ملحة؛ لأن الاضطرابات في هذه الأسواق لا تؤثر فقط على المستثمرين المحليين والدوليين، بل تتعدى ذلك لتؤثر على الاقتصاد الوطني ككل، مما يجعل من الصعب تحقيق مستويات نمو مستدامة.

يهدف هذا البحث إلى دراسة وتحليل أهم المتغيرات الاقتصادية العالمية وتأثيراتها على أسواق المال في الدول العربية كارتفاع أسعار الفائدة في الاقتصادات الكبرى أو الانخفاض الحاد في أسعار السلع الأساسية، وتأثيراتها على معدلات البطالة والتضخم والاستثمار. سوف يدور البحث حول أسواق المال وأهميتها، ووظائفها، وتقسيماتها، وتأثير المتغيرات الاقتصادية على أسواق المال العربية مثل التضخم، أسعار الفائدة، وسعر الصرف. كما تؤثر التغيرات في الناتج المحلي الإجمالي والسياسات المالية والنقدية على أداء الأسواق. وأيضاً التحديات العالمية المؤثرة على سوق المال العربي: تشمل تقلبات أسعار النفط، الأزمات المالية العالمية مثل جائحة كورونا، وأثر الحرب الروسية الأوكرانية. إلى جانب التوترات الحالية في فلسطين ولبنان وما تشهده سوريا من تحولات سياسية.

١/٢ مفهوم اسوق المال:

تعرف أسواق المال بأنها تلك الأسواق المعنية بتسهيل طرح وتداول (بيع وشراء) الأوراق المالية وأدوات الدين بمختلف أنواعها، مثل الأسهم والسندات والصكوك طويلة وقصيرة الأجل، والمشتقات المالية، وقد يمتد هذا التعريف ليشمل أيضاً أسواق السلع والمعادن الثمينة وأسواق صرف العملات.

٢/٢ أهمية الأسواق المالية:

الأسواق المالية تمثل عنصراً هاماً في أي اقتصاد، حيث تسهم في تحفيز معدلات النمو الاقتصادي وتوفير العديد من الفوائد للأفراد والشركات والمؤسسات الحكومية. تعد الأسواق المالية منصة لتداول الأوراق المالية والأصول المالية بشكل عام. ويمكن توضيح أهمية الأسواق المالية من خلال العناصر التالية (دريد كامل، ٢٠١٩):

(١) تسهيل تعبئة المدخرات وتعزيزها ووضعها في الاستخدامات الأكثر إنتاجية: تتيح الأسواق المالية للأفراد والمؤسسات إيداع واستثمار أموالهم بكفاءة، مما يدفع عجلة الاقتصاد نحو النمو والازدهار.

(٢) المساعدة في تحديد سعر الأوراق المالية: تعكس أسعار الأوراق المالية توقعات المستثمرين وقوة الاقتصاد، وهذا يساعد على تحديد قيمتها الحقيقية.

(٣) توفير السيولة للأصول القابلة للتداول: تمكن الأسواق المالية المستثمرين من شراء وبيع الأصول بسهولة، مما يضمن التداول النشط والمستمر.

- ٤) توفير الوقت والمال والجهد؛ كتخفيض تكلفة المعاملات: تساهم الأسواق المالية في تقليل تكاليف المعاملات وتسهيل عمليات التداول.
- ٥) تزويد المقرض بالأموال لتمكينه من تنفيذ خطته الاستثمارية: توفر الأسواق المالية التمويل الضروري للمشروعات والأفراد لتنفيذ مختلف الأفكار والمشاريع.
- ٦) تزويد المقرضين بفائدة على الأصول: تمكن الأسواق المالية أصحاب رأس المال من تحقيق عوائد مالية عن طريق الاستثمار في الأصول المتاحة. والشكل التالي يوضح أهمية أسواق المال في الاقتصاد.

شكل (١/١) أهمية أسواق المال في الاقتصاد



المصدر: دريد كامل (٢٠١٩)، "الأسواق المالية والنقدية"، دار المسيرة للطباعة والنشر، ص٤٥.

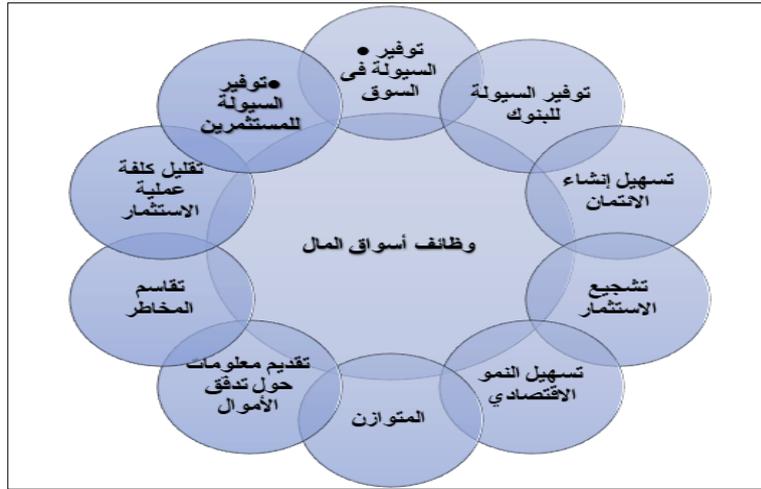
٣/٢ وظائف الأسواق المالية

تلعب الأسواق المالية دورًا هاماً في تحقيق الاستقرار الاقتصادي وتوفير فرص للنمو والازدهار. ويمكن توضيح وظائف الأسواق المالية من خلال العناصر التالية (أزهرى الطيب، ٢٠١٧):

- ١) توفير السيولة في السوق لتسهيل تداول الأموال: تسهل الأسواق المالية عمليات شراء وبيع الأصول المالية بسرعة وسهولة، مما يسهل تداول الأموال وتحقيق الاستقرار في الأسواق.
- ٢) توفير السيولة للبنوك التجارية: تمكن الأسواق المالية البنوك من تحسين سيولتها وتلبية احتياجات المقرضين والمستثمرين.
- ٣) تسهيل إنشاء الائتمان: تمكن الأسواق المالية من توفير آليات تمويل متنوعة تساعد الأفراد والشركات في الحصول على الائتمان اللازم لتنفيذ مشروعاتهم وخططهم.

- ٤) تشجيع الاستثمار: تعزز الأسواق المالية من ثقة المستثمرين في النمو الاقتصادي وتشجعهم على ضخ أموالهم في الأسواق لتحقيق عوائد مجزية.
- ٥) تسهيل النمو الاقتصادي المتوازن: حيث تسهم الأسواق المالية في تحقيق توازن اقتصادي من خلال تحفيز الاستثمار في القطاعات المختلفة.
- ٦) تقديم معلومات حول تدفق الأموال: تزود الأسواق المالية الاقتصاد بمعلومات حيوية حول حركة الأموال وتدفقاتها، مما يمكن المتعاملين من اتخاذ قرارات استثمارية مدروسة.
- ٧) تقاسم المخاطر: تمكن الأسواق المالية من تقاسم المخاطر بين مختلف الأطراف، مما يقلل من تعرض الفرد أو الشركة للمخاطرة الواحدة.
- ٨) تقليل تكلفة عملية الاستثمار: وذلك عن طريق توفير المعلومات الضرورية حول حركة تدفق الأموال، إذ إن هذه المعلومات تكون متضمنة بالفعل في السعر.
- وبذلك، تظهر أهمية الأسواق المالية ووظائفها الحيوية في تحقيق النمو الاقتصادي وتوفير فرص اقتصادية للجميع. كما تساهم في تحفيز الاستثمار وتوجيه المدخرات نحو الاستخدامات الأكثر إنتاجية وفي توفير فرص عمل وخفض معدل البطالة. والشكل التالي يوضح وظائف أسواق المال

شكل (١/٢) وظائف أسواق المال



المصدر: ازهرى الطيب (٢٠١٧)، "أسواق المال"، دار الجنان للنشر والتوزيع، ص ١٥.

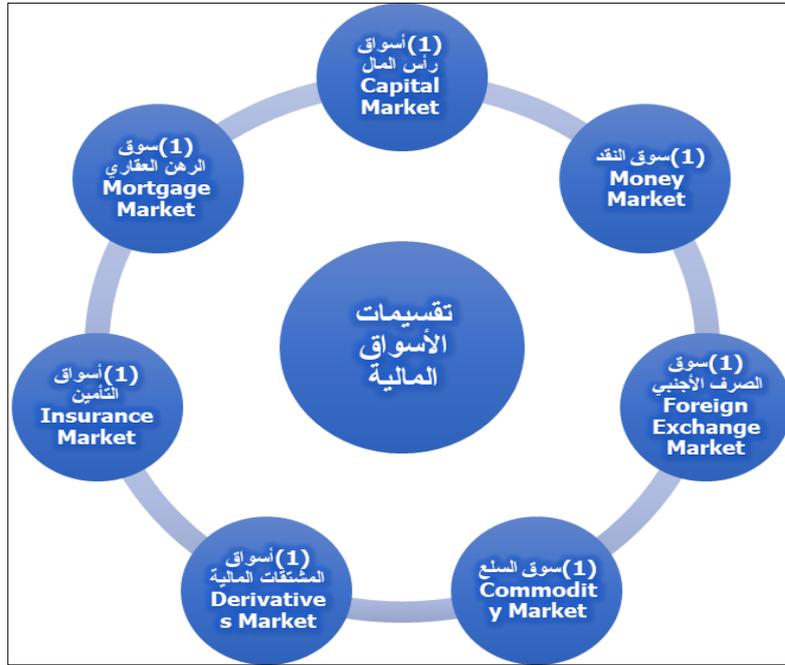
٤/٢ تقسيمات الأسواق المالية

أسواق رأس المال هي منصة حيوية تجمع بين المستثمرين والشركات لتداول الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات، مما يساهم في تحقيق التمويل اللازم للنمو الاقتصادي. تنقسم هذه الأسواق إلى قسمين رئيسيين: السوق الأولية، حيث يتم إصدار الأوراق المالية لأول مرة للشركات الناشئة أو القائمة التي تسعى لجمع رأس مال جديد من خلال الاكتتاب العام أو الخاص؛ والسوق الثانوية، التي تتضمن السوق الرسمية أو البورصة، حيث يتم تداول الأوراق المالية بين المستثمرين بعد إصدارها، إلى جانب السوق غير المنظمة.

بالإضافة إلى ذلك، توجد أسواق المال (Money Market) التي تتعامل مع الأصول قصيرة الأجل مثل قرض تحت الطلب والسوق المشتركة بين البنوك، وأسواق الصرف الأجنبي (Foreign Market Exchange) لتداول العملات. كما تشمل أسواق السلع (Commodity Market) التي يتم فيها تداول السلع مثل النفط والذهب، وأسواق المشتقات المالية (Derivatives Market) التي تتيح تداول الأدوات المالية مثل الخيارات والعقود الآجلة والمستقبلية لحماية الأصول من تقلبات السوق (حسين هاني، ٢٠٠٢).

وأخيراً، هناك أسواق التأمين، وسوق الرهن العقاري، التي توفر حلولاً للمخاطر وتمويل شراء العقارات. تتيح هذه الأسواق أدوات استثمارية متنوعة تناسب مختلف الاحتياجات المالية، مما يجعلها دعامة أساسية لتحقيق الاستقرار والنمو الاقتصادي. وفيما يلي توضيح لكل من هذه الأسواق: والشكل التالي يوضح التقسيمات الرئيسية لأسواق المال:

شكل (١/٣) التقسيمات الرئيسية لأسواق المال



المصدر: حسين هاني (٢٠٠٢)، "الأسواق المالية طبيعتها - تنظيمها - أدواتها المشتقة"، دار الكندي، الأردن، ص ٢٥.

(١) أسواق رأس المال Capital Market

تساعد أسواق رأس المال على زيادة رأس المال على المدى الطويل، وقد يصل مدى هذه الزيادة إلى عام على الأقل. وفيها يتم تداول الأوراق المالية من أسهم وسندات. ويمكن تقسيم سوق رأس المال إلى نوعين أساسيين (جعفر علوش، ٢٠١٠):

(أ) السوق الأولية Primary Market

وتعتبر هذه السوق بمثابة مصدر تمويل مستمر للشركات التي تحتاج إلى تمويل دائم بوسيلة أخرى غير الاقتراض من البنوك. كما تعرف هذه السوق أيضاً بسوق الإصدار New Issue Market، حيث تصدر فيها الأوراق المالية، كالأسهم والسندات، لأول مرة عن طريق المؤسسات التي تملك القدرة على ذلك. ويكون التعامل مع هذه السوق عن طريق ما يعرف بالاككتاب أو الطرح العام الأولي Initial Public Offering. فعندما تقرر شركة خاصة أن تصبح كياناً متداولاً بشكل عام، فإنها تصدر وتبيع أسهمها من خلال ما يسمى بالطرح أو الاككتاب. وينقسم الاككتاب بدوره إلى نوعين:

- **اككتاب عام:** وهو يعد عملية شديدة التنظيم، تعمل على تسهيلها البنوك الاستثمارية أو نقابات التمويل لتجار الأوراق المالية. وهي التي تحدد نطاق سعر ابتدائي، ثم تشرف على بيعها مباشرة للمستثمرين. ويظهر هذا النوع في المشروعات العملاقة التي تكون بحاجة إلى رأس مال كبير، فطرح أسهم الشركة للجمهور العام.
- **اككتاب خاص:** وهو اككتاب يظهر في المشروعات الصغيرة، وتقتصر الدعوة في هذا النوع من الاككتاب على أشخاص معينين، توجه إليهم الدعوة للمشاركة فيه.

(ب) السوق الثانوية Secondary Market

وتعرف أيضاً باسم سوق ما بعد البيع Aftermarket أو سوق التداول؛ ومن خلالها تتم أغلب المعاملات التجارية. وهي سوق مكملة للسوق الأولية، ويتم فيها شراء الأوراق المالية من مستثمرين آخرين وليس من الشركات المصدرة ذاتها. ويكون هدف المستثمر في هذه السوق الاستفادة من فروق الأسعار، أو ما يسمى بالمضاربة. كما أن السوق الثانوية هي السوق التي تتم فيها تداولات البورصة يومياً من بيع وشراء. وتنقسم السوق الثانوية إلى فئتين:

- **السوق الرسمية (البورصة):** وتنفذ فيها عمليات التبادل وفقاً لقواعد وقوانين محددة. ومن أبرز الأمثلة على هذه السوق: بورصة نيويورك للأوراق المالية، المعروفة اختصاراً بـ NYSE، وبورصة ناسداك NASDAQ.
- **سوق خارج المقصورة أو السوق غير المنظمة Over-the-Counter Traded Stocks:** وهي السوق التي تتعامل فيها الشركات التي لم تستوفى شروط التسجيل في البورصات الرسمية. ولهذا، فهي لا تخضع لقوانين محددة ودقيقة كالبورصة، وأغلب الشركات التي يتم تداول أسهمها في هذه السوق تكون ذات تصنيف انتمائي ضعيف.

(٢) سوق النقد Money Market

تعد سوق النقد من أبرز تقسيمات الأسواق المالية. وهي سوق تمكن الوحدات الاقتصادية من إدارة مراكز السيولة لديها. ومن خلالها يمكن تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل التي لا يتعدى متوسط أجل استحقاقها سنة مالية واحدة. كما أنه في هذه السوق يسهل التواصل بين الأفراد والمؤسسات التي تمتلك فائضاً مؤقتاً من الأموال مع أفراد ومؤسسات أخرى تعاني نقصاً مؤقتاً في الأموال وتحتاج إلى تمويل. ويمكن في هذا السوق أيضاً اقتراض أموال من خلال آلية يطلق عليها قرض تحت الطلب Call Money، وهو قرض مالي يسدد على الفور بشكل كامل عند الطلب؛ وعادة ما يكون قرصاً قصير الأجل، ومضموناً بفائدة (Majid Shah, 2019).

قد يمتد أجل سداد هذه القروض في بعض الحالات إلى أسبوع. وللاقتراض بأجل أطول كما تلجأ البنوك والمؤسسات المالية إلى ما يسمى السوق المشتركة بين البنوك Market Interbank، حيث يمتد أجل استحقاق هذه الأموال إلى أسابيع، وربما إلى عام. وتقوم السوق في هذه الحال على تعاملات البنوك مع بعضها، حيث توفر كل الآليات للمؤسسات المالية لتغطية عجزها واستثمار فوائدها النقدية. ولا يمكن للمستثمرين العاملين بنظام التجزئة والكيانات التجارية الصغيرة المشاركة في مثل هذه العمليات.

يتم الحصول على القروض وفق تلك الآلية بأسعار الفائدة المعروضة بين البنوك، وهي عبارة عن متوسط أسعار الفائدة الذي تقوم عنده البنوك بإقراض واقتراض الأموال من بعضها بعضاً على المدى القصير. ولأسواق النقد دور كبير في نجاح المنظومة الاقتصادية لأي دولة إذ إنها:

(١) تمكن الحكومات والبنوك والمؤسسات الكبرى الأخرى من بيع الأوراق المالية قصيرة الأجل؛ لتمويل احتياجاتها من التدفقات النقدية قصيرة الأجل.

(٢) تمكن البنوك من توظيف ودائعها بطريقة مأمونة، وذات سيولة مرتفعة.

(٣) كما أنها تمكن المستثمرين الأفراد من استثمار مبالغ صغيرة، وتحقيق عائد دوري من خلال سوق منخفضة المخاطر.

(٣) سوق الصرف الأجنبي Foreign Exchange Market

حيث يجري تبادل العملات الدولية المختلفة بيعاً وشراءً، وتعرف باسم الفوركس Forex. وتعتبر سوقاً مالية كبرى على مستوى العالم، وهي الكبرى من بين أنواع الأسواق المالية من حيث حجم التداولات، بمتوسط قيمة تداول تقدر بحوالي ٥,٣ تريليون دولار أمريكي يومياً خلال عام ٢٠٢٣.

وتتكون سوق الصرف الأجنبي بصورة رئيسية من الهيئات الاستثمارية والشركات والحكومات والبنوك المركزية والتجارية. بالإضافة إلى المتداولين الأفراد والمضاربين على العملات. وتشتمل الوظائف الأساسية لسوق الصرف الأجنبي على تحويل الأموال بين الدول. إلى جانب توفير الائتمان لعمليات التجارة الخارجية. بالإضافة إلى تسوية المدفوعات الدولية الناجمة عن المبادلات التجارية من سلع وخدمات.

يعد سوق الفوركس أحد أكثر الأسواق تقلباً في العالم. ويتأثر بشكل كبير بعوامل مختلفة يمكن أن تجعل من الصعب على المتداولين التنبؤ باتجاه السوق. هناك عدة عوامل يمكن أن تؤثر على سوق الفوركس، بما في ذلك العوامل الاقتصادية والسياسية والاجتماعية. يعد فهم هذه العوامل أمراً بالغ الأهمية للمتداولين لاتخاذ قرارات مستنيرة. كما تؤثر عدة عوامل على سوق الفوركس، منها الاقتصادية والسياسية والاجتماعية والعالمية، مما يجعل متابعة المتداولين لهذه العوامل أمراً حيويًا لاتخاذ قرارات تداول مدروسة (طارق الرشيدى، ٢٠٠٢).

١. العوامل الاقتصادية: مثل التضخم، وأسعار الفائدة، والنمو الاقتصادي تؤثر بشكل مباشر على قيمة العملات. فمثلاً، في حال نمو اقتصاد بلد ما، ترتفع قيمة عملته مع تزايد إقبال المستثمرين عليها، والعكس صحيح عند ضعف الاقتصاد. لذلك، يتابع المتداولون مؤشرات اقتصادية مثل ثقة المستهلك ومبيعات التجزئة لاستشراف اتجاه السوق.

٢. العوامل السياسية: كالأزمات السياسية والانتخابات، قد تثير قلق المستثمرين، مما يؤثر سلبيًا على العملة. وقد تدفع التوقعات بتغييرات سياسية جوهرية في بلد ما المستثمرين لتغيير مواقفهم تجاه عملة الدولة. لذلك، البقاء على اطلاع بالأحداث السياسية يساعد المتداولين على فهم تأثيرات السوق.

٣. العوامل الاجتماعية: مثل التركيبة السكانية والثقافات يمكنها أيضًا التأثير على السوق. على سبيل المثال، تقدم العمر السكاني في بلد ما قد يؤدي إلى تباطؤ النمو الاقتصادي، وبالتالي انخفاض قيمة العملة. وتؤثر التفضيلات الثقافية كذلك على اتجاه السوق، حيث تفضل بعض الثقافات قطاعات أو صناعات معينة.

٤. الأحداث العالمية: كالكوارث الطبيعية، والأوبئة، والنزاعات الدولية، لها دور كبير في حركة العملات. على سبيل المثال، تسبب وباء كوفيد-١٩ بتقلبات حادة في أسعار العملات.

(٤) سوق السلع Commodity Market :

تعتبر سوق السلع واحدة من أهم تقسيمات أسواق المال. وهي سوق يتم من خلالها تنفيذ عمليات بيع وشراء المواد الخام الأولية، التي يطلق عليها اسم السلع الأساسية. ويوجد حالياً نحو خمسين سوقاً رئيسية للسلع الأساسية في جميع أنحاء العالم. وفيها يتم تداول ما يقارب من مئة سلعة أساسية. وبشكل عام، يمكن تقسيم السلع إلى أربع فئات رئيسية:

١. السلع الزراعية: وتشمل المحاصيل الغذائية، مثل الكاكاو، القطن، الذرة والبن، والماشية مثل الخنازير والأبقار، والمحاصيل الصناعية مثل زيت النخيل والأخشاب.

٢. سلع الطاقة: وتشمل الغاز الطبيعي، النفط الخام والبنزين والفحم واليورانيوم والإيثانول والطاقة الكهربائية.

٣. السلع المعدنية: وتشمل المعادن الأساسية (النحاس، خام الحديد، الزنك، الألومنيوم، النيكل، الفولاذ، وما إلى ذلك) والمعادن النفيسة (الذهب، الفضة، البلاديوم والبلاتين).

٤. السلع البيئية: وتشمل شهادات الطاقة المتجددة وانبعثات الكربون والشهادات البيضاء.

تتضمن الخصائص الخاصة لسوق السلع تجمع بين السلع المتداولة في الأسواق الدولية بعض الخصائص المشتركة: موارد طبيعية تحتاجها معظم الدول أو المناطق، إلى جانب مصادر جغرافية محدودة.

تتأثر أسعار السلع بشكل كبير بعوامل عديدة قد تؤثر على العرض والطلب مثل النشاط الاقتصادي والموسمية والطقس والأحداث الجيوسياسية. والاضطرابات الكبيرة في الإمدادات أو مصادر الإنتاج الجديدة قد ينتج عنها ارتفاع الأسعار أو انخفاضها بشدة. كما يمكن للاتجاهات الاقتصادية العالمية الرئيسية والتقدم التكنولوجي أن يغيّر طريقة التداول في الأسواق. على سبيل المثال، ظهور الصين كمركز تصنيع أدى إلى زيادة الطلب على الطاقة والمعادن، وإعادة توجيه التدفقات التجارية.

(٥) سواق المشتقات المالية Derivatives Market

وتعد من أهم أنواع الأسواق المالية. وهي سوق يتم فيها تداول أدوات مالية يُشتق سعرها من سعر أحد الأصول الأخرى التي تعرف باسم "الأصول محل التعاقد". وتمثل هذه الأدوات ترتيبات تعاقدية تشتق أو تعتمد قيمتها على أداء أصل معين، أو أداة من أدوات أسواق المال، أو الأسواق السلعية. كما يمكن للمضاربيين استخدام هذه الأدوات للتحوط من المخاطر، أو المخاطرة لأجل تحقيق مكاسب مالية محتملة. كما أن أكثر أشكال المشتقات المالية شيوعاً، هي ما يلي: (جمال جويدان، ٢٠٠٢):

١. **الخيارات:** هي إحدى الأدوات المالية وانتشرت في سوق السلع ثم العملات الأجنبية وأخيراً في الأسواق المالية وقيمتها تشتق من اتجاهات الأوراق المالية محل التعاقد أو السلع أو مؤشرات الأسعار. وعقود الخيارات تعطي لحاملها حق بيع السلعة وشراؤها بقيمة ووقت محددين سابقاً، كما تعطيه حق الملكية بمجرد دفع القيمة كاملة لبائع عقد الخيار.

٢. **العقود الآجلة أو المستقبلية:** هو عقد بين طرفين يكون الغرض منه بيع أو شراء أصل ما يسمى بالأصل محل العقد بسعر وتاريخ مستقبلي يتم تحديده وقت إصدار العقد وذلك لتقليل المخاطر التي قد تنجم عن تغير الأسعار في المستقبل، وكثير استخدام هذا النوع من المشتقات في الجهاز المصرفي لتفادي مخاطر تغير أسعار الصرف، ولكن ندر ظهورها في الأسواق المالية.

٣. **المقايضات أو المبادلات:** هو أيضاً اتفاق بين طرفين، ولكن على تبادل مجموعة معينة من التدفقات أو الأصول المالية والعينية بتحديد قيمتها مسبقاً على أن تتم عملية التبادل مستقبلياً إلى جانب أنه يتم استخدامها بشكل كبير بين أصحاب الشركات والمناقصات الكبيرة. ويرجع تاريخ استخدام عقود المبادلات إلى عام ١٩٧٠ عندما طور تجار العملة مبادلات العملة كوسيلة لتجنب الرقابة البريطانية على تحركات العملات الأجنبية. وتنقسم هذه المشتقات المالية إلى مجموعتين، تختلف الطبيعة القانونية لكل منهما، وكذلك كيفية تداولهما:

المجموعة الأولى: المشتقات المتداولة بالبورصة Derivatives Exchange-Traded:

وهي عقود ذات خصائص نمطية "قياسية" وموحدة يمكن تداولها في أي سوق منظمة، مثل المشتقات الخاصة بأحد الأسهم أو بمؤشر السوق. وتقوم البورصة هنا بدور الوسيط في عمليات التداول. كما تعمل على ضمان تسوية هذه العمليات. وتشمل هذه المشتقات: العقود الآجلة، وخيارات الشراء Call Options، وخيارات البيع Put Options.

خيار الشراء Call Options: هو عقد يمتلك بموجبه صاحب الخيار الحق في شراء سهم معين خلال مدة محددة بسعر محدد مسبقاً، حتى لو كان هذا السعر أقل من سعر السهم الحالي.

خيار البيع Put Options: هو عقد يمتلك بموجبه صاحب الخيار الحق في بيع سهم معين بسعر محدد مسبقاً، حتى لو كان هذا السعر أعلى من السعر السوقي.

ويتطلب التداول في هذه الأدوات من المستثمرين دفع مبلغ يسمى عربون Premium يتم تسويته من خلال غرفة المقاصة. وتهدف عمليات تداول هذه الأدوات إلى عدم تعريض جميع الأطراف للمخاطر.

المجموعة الثانية: المشتقات المتداولة خارج المقصورة أو ما يُسمى بالسوق الموازية Over-the-Counter Derivatives:

وهي مجموعة من المشتقات التي يتم تداولها والتفاوض عليها مباشرة بين الأطراف المختلفة دون اللجوء إلى البورصة. وهناك العديد من المنتجات التي يتم تداولها بهذه الطريقة، مثل: عقود مبادلة أسعار الفائدة، والعقود الآجلة. وتعتبر السوق الموازية هي السوق الكبرى من حيث قيمة العقود المتداولة يومياً. ويتركز هذا النوع من التداول في أوروبا، وبصفة خاصة في المملكة المتحدة.

(٦) أسواق التأمين Insurance Market

تعتبر أسواق التأمين عنصرًا أساسيًا في تقسيمات الأسواق المالية. وهي مكان تلتقي فيه شركة التأمين والمؤمن عليه، أو ما يطلق عليه "حامل الوثيقة" Policyholder لإبرام صفقة يستخدمها العميل في المقام الأول للتحوط من مخاطر خسارة غير مؤكدة. وبناءً على ذلك، فإن أسواق التأمين عبارة عن سوق تساعد على نقل مخاطر الخسارة من كيان إلى آخر مقابل أقساط محددة. وتمتلك شركات التأمين احتياطات نقدية كبيرة تقوم باستثمارها في أسواق الأسهم والسندات ومشتقاتها.

(٧) سوق الرهن العقاري Mortgage Market

هي سوق لبيع الأوراق المالية أو السندات المضمونة بقيمة القروض العقارية؛ وهي قروض لشراء المباني سواء للسكن أو لغيرها من الأغراض، حيث يكون العقار وسيلة الضمان لسداد القرض. ويكثر استخدام هذا القرض بسبب طول مهلة السداد، بالإضافة إلى تعدد أشكال الحصول عليه سواء من البنوك، أو من مؤسسة التأمينات، أو من المكاتب العقارية، أو من بعض الجمعيات التي تعمل في القروض.

٥/٢ النظريات الاقتصادية المتعلقة بتفاعل الأسواق المالية مع المتغيرات الاقتصادية

توفر النظريات الاقتصادية إطارًا لفهم كيفية تفاعل الأسواق المالية مع المتغيرات الاقتصادية، ومن أبرز هذه النظريات (Dahel,R,2000):

(١) نظرية الأسواق الكفاء:

تعتمد هذه النظرية على فرضية أن أسعار الأصول المالية تعكس جميع المعلومات المتاحة للمستثمرين، مما يعني أن السوق يكون "كفاء" ولا يمكن للمستثمرين تحقيق أرباح غير طبيعية بناءً على المعلومات المتاحة فقط.

تطبيق النظرية في السوق العربي: برغم أن نظرية الأسواق الكفاء تنطبق غالبًا على أسواق الدول المتقدمة، إلا أن بعض الأسواق العربية كالسوق السعودي والإماراتي يظهر فيه كفاءة جزئية. حيث تعكس أسعار الأسهم المعلومات المتاحة، لكن هناك تباين كبير في الكفاءة بين الدول العربية بسبب تفاوت الشفافية والضوابط التنظيمية.

(٢) نظرية المحفظة:

تركز نظرية المحفظة على التنويع لتقليل المخاطر، وتنصح بتوزيع الاستثمارات عبر مجموعة متنوعة من الأصول المالية لتحقيق توازن بين المخاطر والعوائد.

تأثير النظرية على استراتيجيات المستثمرين: غالبًا ما يلجأ المستثمرون العرب إلى تنويع استثماراتهم بين أسواق الأسهم المحلية والدولية، بالإضافة إلى تخصيص أموال للأصول الآمنة مثل الذهب في أوقات الأزمات، كما حدث خلال أزمة كورونا حيث تم توجيه استثمارات كبيرة نحو الذهب كملأذ آمن.

٣/ الإطار التحليلي للمتغيرات الاقتصادية وأثرها على الأسواق المالية

يشكل هذا الإطار الخلفية النظرية لفهم المتغيرات الاقتصادية الأساسية التي تؤثر على الأسواق المالية. ويغطي شرحاً لمفهوم المتغيرات الاقتصادية وآلية عمل الأسواق المالية والنظريات الاقتصادية الأساسية التي توضح التفاعل بين المتغيرات الاقتصادية والأسواق. كما تؤثر المتغيرات الاقتصادية مثل معدلات التضخم، أسعار الفائدة، سعر الصرف، النمو الاقتصادي ومستويات العرض والطلب على أداء الأسواق المالية وتوجهات المستثمرين بشكل كبير.

(١) معدل التضخم:

وهو يمثل الارتفاع العام والمستمر في مستوى أسعار السلع والخدمات، مما يؤدي إلى انخفاض القوة الشرائية للعملة. تأثير التضخم على الأسواق المالية يؤدي التضخم المرتفع إلى انخفاض القيمة الفعلية للعائدات الاستثمارية، مما يجعل الاستثمار في الأصول الثابتة مثل السندات أقل جاذبية. في عام ٢٠٢٣، شهدت مصر تضخماً تجاوز ٣٣٪ بسبب انخفاض قيمة الجنيه وارتفاع أسعار السلع المستوردة، ما أدى إلى تراجع في الاستثمارات في السوق المالي.

(٢) أسعار الفائدة

أسعار الفائدة هي التكلفة التي يتحملها المقرض لاقتراض المال، وتستخدمها البنوك المركزية لضبط السيولة النقدية في الاقتصاد. تأثير أسعار الفائدة حيث تؤدي أسعار الفائدة المرتفعة إلى انخفاض الإنفاق الاستهلاكي والاستثماري، وتزيد من جاذبية السندات مقارنة بالأسهم، مما قد يؤدي إلى هبوط مؤشرات السوق. حيث في ٢٠٢٣ رفع البنك المركزي السعودي أسعار الفائدة بالتوازي مع رفع الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، مما قلل من الإقبال على سوق الأسهم وزاد من جاذبية السندات.

(٣) سعر الصرف

سعر الصرف هو قيمة العملة المحلية مقارنة بالعملات الأجنبية، ويتأثر بعوامل اقتصادية وسياسية متعددة. تأثير سعر الصرف حيث يؤدي انخفاض قيمة العملة المحلية إلى ارتفاع تكلفة الواردات وانخفاض قيمة الديون الخارجية، مما قد يؤدي إلى تقلبات في الأسواق المالية. على سبيل المثال في لبنان تدهورت الليرة اللبنانية بشكل كبير في الأعوام الأخيرة، مما أثر سلباً على الثقة الاستثمارية في السوق المالي اللبناني.

(٤) النمو الاقتصادي

ويمكن التعبير عنه بالنمو في الناتج المحلي الإجمالي. والنمو الاقتصادي هو زيادة الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي لدولة ما خلال فترة زمنية محددة، عادةً سنة واحدة. ويُقاس النمو الاقتصادي بنسبة الزيادة في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي مقارنة بالعام السابق. ويرتبط النمو الاقتصادي ارتباطاً وثيقاً بأداء أسواق المال العربية، حيث يميل النمو الاقتصادي إلى الارتفاع مع ارتفاع أسعار الأسهم والسندات. وذلك لأن النمو الاقتصادي يؤدي إلى زيادة الأرباح للشركات، مما يؤدي بدوره إلى زيادة أسعار الأسهم. كما يؤدي النمو الاقتصادي إلى زيادة الطلب على الأصول المالية، مما يؤدي بدوره إلى زيادة أسعار السندات.

١/٣ آلية عمل الأسواق المالية

تعد الأسواق المالية أداة رئيسية للتنمية الاقتصادية، حيث تساهم في تحويل الأموال من المدخرين إلى المستثمرين عبر وسائل متنوعة، وتعتبر مقياساً حيوياً للنقطة الاقتصادية. ويمكن توضيح تفاعل الأسواق المالية مع المتغيرات الاقتصادية من خلال القنوات التالية:

- الأسواق المالية تتأثر بشكل مستمر بالمتغيرات الاقتصادية، فالتضخم وسعر الفائدة وسعر الصرف تعتبر جميعها عوامل تتحكم في قرارات المستثمرين.
- الاستجابة السريعة: غالباً ما تستجيب الأسواق المالية بسرعة للتغيرات الاقتصادية والسياسية، مما يظهر في تقلبات أسعار الأصول.
- تقلبات الأسواق العربية: أظهرت تقلبات الأسواق المالية في دول الخليج تفاعلاً سريعاً مع أسعار النفط، حيث يؤدي انخفاض أسعار النفط إلى تراجع مؤشرات السوق بسبب الاعتماد الكبير على العائدات النفطية، كما حدث خلال أزمة عام ٢٠٢٠.

٣/٣ تأثير الأسواق المالية العربية بالمتغيرات الاقتصادية الأساسية

تتأثر الأسواق المالية العربية بعدة متغيرات اقتصادية أساسية منها التضخم وسعر الفائدة وسعر الصرف والناتج المحلي الإجمالي والسياسات المالية والنقدية. فيما يلي تحليل متعمق لكل من هذه المتغيرات من الأسواق العربية.

أولاً: معدل التضخم وتأثيره على الأسواق المالية

يعرف التضخم على أنه هو ارتفاع عام في مستوى الأسعار، مما يقلل من قيمة العملة. يقاس التضخم عادةً بمؤشر أسعار المستهلك (CPI)*، والذي يقارن أسعار مجموعة من السلع والخدمات الأساسية في وقت معين مع أسعارها في وقت سابق. كما يعبر التضخم عن الزيادة العامة والمستمرة في أسعار السلع والخدمات، ويؤثر بشكل مباشر على القيمة الشرائية للأموال، مما يجعله عاملاً رئيسياً في تقلبات سوق المال. ويمكن توضيح تأثير التضخم على الأسهم والسندات من خلال ما يلي (Bakare, 2013, Aremu).

- **الأسهم:** يؤدي ارتفاع التضخم إلى تآكل القيمة الحقيقية للأرباح النقدية للشركات، مما يقلل من جاذبية الأسهم ويدفع أسعارها نحو الانخفاض.
- **السندات:** ارتفاع التضخم يؤدي إلى انخفاض القيمة الحقيقية للعوائد على السندات، خاصة السندات ذات العوائد الثابتة.
- **ارتفاع أسعار الفائدة:** يرفع البنك المركزي أسعار الفائدة لمكافحة التضخم، مما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الاقتراض للشركات والأفراد، وبالتالي انخفاض الطلب على القروض، وزيادة الادخار.

* مؤشر أسعار المستهلك (CPI) هو المؤشر الاقتصادي الرئيسي الذي يستخدم لتتبع معدل التضخم وتكلفة المعيشة في بلد ما. وهي تتألف من سلة من السلع والخدمات وتحسب سعر السلة كمتوسط مرجح لأسعار التجزئة للعناصر المكونة. يتم إصدار مؤشر أسعار المستهلك على أساس شهري، ولكن التقارير الفصلية والسنوية شائعة أيضاً.

- انخفاض قيمة العملات العربية: يؤدي ارتفاع التضخم إلى انخفاض قيمة العملات العربية مقابل العملات الأجنبية، وذلك لأن المستثمرين يفضلون الاستثمار في العملات الأجنبية التي تتمتع باستقرار أكبر.

وفيما يلي بعض الأمثلة على تأثير التضخم على أسواق المال العربية:

- في جمهورية مصر العربية، انخفض مؤشر البورصة المصرية EGX30 بنسبة ١٧,٥٪ منذ بداية عام ٢٠٢٣، وذلك بسبب ارتفاع التضخم إلى ١٥,٦٪ في يونيو ٢٠٢٣.
- في المملكة العربية السعودية، رفع البنك المركزي السعودي أسعار الفائدة ٥٠ نقطة أساس في يوليو ٢٠٢٣، وذلك لمكافحة التضخم الذي بلغ ٢,٣٪ في يونيو ٢٠٢٣.
- في الإمارات العربية المتحدة، انخفض سعر صرف الدرهم الإماراتي مقابل الدولار الأمريكي بنسبة ١,٥٪ منذ بداية عام ٢٠٢٣، وذلك بسبب ارتفاع التضخم إلى ٤,٨٪ في يونيو ٢٠٢٣. والجدول التالي يوضح معدل التضخم في بعض الدول العربية خلال الفترة (٢٠٢١-٢٠٢٣).

جدول (١/٣)

معدل التضخم في بعض الدول العربية خلال الفترة (٢٠٢١-٢٠٢٣)

الدولة	معدل التضخم في عام ٢٠٢٣	ارتفاع التضخم من عام ٢٠٢١ حتى عام ٢٠٢٣	ارتفاع التضخم عن عام ٢٠٢٢	ارتفاع التضخم عن عام ٢٠٢١
السعودية	١,٢٪	١,١٪	١,٠٪	١,١٪
الإمارات	٢,٤٪	٢,٣٪	٢,٢٪	٢,٣٪
الكويت	٤,٥٪	٤,٤٪	٤,٣٪	٤,٤٪
قطر	٦,١٪	٥,٩٪	٥,٨٪	٥,٩٪
البحرين	٢,١٪	٢,٠٪	١,٩٪	٢,٠٪
مصر	١٧,٥٪	١٦,٤٪	١٥,٣٪	١٦,٤٪

المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير السنوي، اعوام مختلفة.

كما هو موضح في الجدول السابق، فإن معدلات التضخم في دول الخليج العربي ومصر تختلف من دولة إلى أخرى، حيث سجلت السعودية أقل معدل تضخم، ومصر أعلى معدل تضخم. كما أن معدلات التضخم في دول عربية ارتفعت من عام ٢٠٢١ حتى الآن، وذلك مدفوعًا بارتفاع أسعار السلع الغذائية، خاصة اللحوم والدواجن والأسماك، بالإضافة إلى ارتفاع أسعار المواد الخام والطاقة.

ويلاحظ أن ارتفاع التضخم في مصر كان أكثر حدة من ارتفاع التضخم في دول الخليج العربي، حيث بلغ معدل التضخم في مصر ١٧,٥٪ في عام ٢٠٢٣، مقابل ١٦,٤٪ في ٢٠٢٢، و ١٥,٣٪ في عام ٢٠٢١. وهو أعلى معدل تضخم سجلته مصر منذ عام ١٩٨٦. ويرجع ارتفاع التضخم في مصر إلى ارتفاع أسعار السلع الغذائية، خاصة اللحوم والدواجن والأسماك، بالإضافة إلى ارتفاع أسعار المواد الخام والطاقة، وانخفاض قيمة الجنيه المصري مقابل الدولار الأمريكي. (الجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء، ٢٠٢٣).

ويمكن إرجاع ارتفاع التضخم في بعض الدول العربية إلى عدة عوامل، منها:

- ارتفاع أسعار النفط: ارتفعت أسعار النفط الخام بشكل كبير خلال الفترة من عام ٢٠٢١ حتى الآن، مما أدى إلى زيادة عائدات الدول المصدرة للنفط.
- ارتفاع أسعار المواد الخام: ارتفعت أسعار المواد الخام، مثل الحديد والفولاذ والحبوب، بشكل كبير خلال الفترة من عام ٢٠٢١ حتى الآن، مما أدى إلى زيادة تكلفة الإنتاج.
- ارتفاع أسعار الطاقة: ارتفعت أسعار الطاقة، مثل النفط والغاز الطبيعي، بشكل كبير خلال الفترة من عام ٢٠٢١ حتى الآن، مما أدى إلى زيادة تكلفة النقل والصناعة. والجدول التالي يوضح معدلات التضخم وبعض المؤشرات السوقية لعام ٢٠٢٣ في كل من مصر، والسعودية، والامارات العربية المتحدة.

جدول (٢/٣)

معدلات التضخم وبعض المؤشرات السوقية لعام ٢٠٢٣

(مصر ، السعودية ، الامارات)

الدولة	معدل التضخم (%)	أداء السوق المالي
مصر	33%	تراجع بنسبة ٥٪
السعودية	3%	استقرار
الإمارات	4%	ارتفاع بنسبة ٢٪

المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير السنوي ، أعوام مختلفة.

ثانياً: سعر الفائدة وأثرها على الاستثمار في سوق المال

أسعار الفائدة هي تكلفة الأموال التي يقترضها الأفراد والشركات من البنوك والبنوك المركزية. وهي أحد أهم المتغيرات الاقتصادية، حيث لها تأثير كبير على الاقتصاد الكلي والأسواق المالية. تؤثر أسعار الفائدة على العديد من جوانب الاقتصاد، بما في ذلك:

- **النمو الاقتصادي:** تؤدي أسعار الفائدة المنخفضة إلى تشجيع الاستثمار والاستهلاك، مما يؤدي إلى زيادة النمو الاقتصادي.
- **التضخم:** تؤدي أسعار الفائدة المرتفعة إلى تقليل الطلب، مما يؤدي إلى انخفاض التضخم.
- **البطالة:** تؤدي أسعار الفائدة المنخفضة إلى تشجيع الشركات على توظيف المزيد من العمال، مما يؤدي إلى انخفاض البطالة.
- **الأسواق المالية:** تؤثر أسعار الفائدة على أسعار الأصول المالية، مثل الأسهم والسندات.

تحدد البنوك المركزية أسعار الفائدة، وهي البنوك التي تشرف على النظام المصرفي في الدولة. وتستخدم البنوك المركزية أسعار الفائدة لضبط الاقتصاد الكلي. فعندما تخفض البنوك المركزية أسعار الفائدة، فإنها تجعل من الأسهل على الأفراد والشركات الاقتراض. وهذا يؤدي إلى زيادة الطلب على السلع والخدمات، مما يؤدي إلى زيادة النمو الاقتصادي. وعكس ذلك، عندما ترفع البنوك المركزية أسعار الفائدة، فإنها تجعل من الصعب على الأفراد والشركات الاقتراض. وهذا يؤدي إلى انخفاض الطلب على السلع والخدمات، مما يؤدي إلى انخفاض التضخم.

تؤثر أسعار الفائدة بشكل كبير على أسواق المال. فعندما تكون أسعار الفائدة منخفضة، تكون العائدات على الاستثمارات المالية، مثل الأسهم والسندات، منخفضة أيضًا. وهذا يؤدي إلى انخفاض الطلب على هذه الاستثمارات، مما يؤدي إلى انخفاض أسعارها. وعكس ذلك، عندما تكون أسعار الفائدة مرتفعة، تكون العائدات على الاستثمارات المالية أعلى. وهذا يؤدي إلى زيادة الطلب على هذه الاستثمارات، مما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها (Al-Mansoori, 2020).

رفع الفيدرالي الأمريكي لأسعار الفائدة منذ بداية عام ٢٠٢٢*: بدأ مجلس الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي في رفع أسعار الفائدة في مارس ٢٠٢٢، بهدف السيطرة على التضخم الذي ارتفع إلى مستويات قياسية. وقد رفع الفيدرالي أسعار الفائدة في ١١ اجتماعًا متتاليًا، حتى وصل إلى ٥,٥٪ في يوليو ٢٠٢٣.

وكانت الزيادة الأخيرة في أسعار الفائدة بمقدار ٠,٧٥ نقطة مئوية، وهي أكبر زيادة منذ عام ١٩٩٤. وقد جاءت هذه الزيادة بعد أن أظهرت البيانات أن التضخم في الولايات المتحدة لا يزال مرتفعًا، حيث بلغ ٩,١٪ في يونيو ٢٠٢٣. ومن المتوقع أن يواصل الفيدرالي رفع أسعار الفائدة في الاجتماعات القادمة، بهدف خفض التضخم إلى هدفه البالغ ٢٪. ولكن هناك مخاوف من أن يؤدي رفع أسعار الفائدة إلى حدوث ركود اقتصادي في الولايات المتحدة. وقد أدت هذه المخاوف إلى انخفاض مؤشر S&P 500 بنسبة ٢٠٪ منذ بداية عام ٢٠٢٣ (عيسى نجا، ٢٠٢٣).

تعتبر أسعار الفائدة أداة رئيسية للسياسة النقدية وتؤثر بشكل كبير على سيولة الأسواق المالية. حيث يؤثر ارتفاع أسعار الفائدة على الأسواق المالية من خلال:

- **الاستثمار في الأسهم:** ارتفاع سعر الفائدة يقلل من الإقبال على الأسهم لصالح السندات التي توفر عوائد أكثر استقرارًا.
- **الاستثمار في السندات:** يصبح الاستثمار في السندات أكثر جاذبية، مما يؤثر على قيمة الأسهم.
- **بيانات من الأسواق العربية:** قام البنك المركزي السعودي برفع أسعار الفائدة تماشيًا مع سياسات الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، ما أدى إلى تباطؤ في الاستثمارات بسوق الأسهم السعودي. والجدول التالي يوضح أسعار الفائدة وتأثير كل من مصر والسعودية بقرارات الفيدرالي الأمريكي بشأن رفع أو خفض أو تثبيت أسعار الفائدة.

* يعتبر عام (٢٠٢٢/٢٠٢٣) هو عام الفائدة الأمريكية إذ تسببت اتجاهات الفيدرالي في رفع الفائدة في تداعيات سلبية على الأسواق خاصة الأسواق الناشئة في ظل نزوح للدولار واتجاهه نحو الولايات المتحدة الأمريكية.

جدول (٣/٣)

أسعار الفائدة وتأثر مصر والسعودية بقرارات الاحتياطي الفيدرالي خلال الفترة (٢٠٢١-٢٠٢٣)

العام	الولايات المتحدة (الاحتياطي الفيدرالي)	السعودية (مؤسسة النقد السعودي)	مصر (البنك المركزي المصري)
٢٠٢١	(٠,٥%-٠,٢٥%) منخفضة	١,٧٥% تقريباً	٨,٢٥% للإيداع، ٩,٢٥% للإقراض
٢٠٢٢	(٢,٥%-٤,٥%) رفعت عدة مرات بسبب التضخم	(٣,٥%-٤%) تابع لقرارات الفيدرالي	١١,٢٥% للإيداع، ١٢,٢٥% للإقراض (رفع بسبب التضخم وانخفاض الجنيه)
٢٠٢٣	(٥,٢٥%-٥,٥%) استمرار رفع الفائدة	(٥,٧٥%-٥,٥%) تأثير رفع الفيدرالي	(١٨,٢٥%-١٩,٢٥%) رفع لتقليل التضخم

المصدر: صندوق النقد الدولي IMF (٢٠٢٣)، "أفاق الاقتصاد الإقليمي لمنطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا"، التقرير السنوي.

ثالثاً: أسعار الصرف وأثرها على الأسواق المالية العربية

تعد أسعار الصرف من أهم المتغيرات الاقتصادية التي تؤثر على أداء أسواق المال العربية، حيث ترتبط أسعار الأسهم والسندات العربية بقيمة العملات العربية مقابل العملات الأجنبية، وخاصة الدولار الأمريكي (صالح سراي، ٢٠١٧).

(١) الأثر المباشر لأسعار الصرف على أسواق المال العربية:

يمكن تقسيم أثر أسعار الصرف على أسواق المال العربية إلى أثر مباشر وغير مباشر، حيث يتمثل الأثر المباشر في التأثير على أسعار الأسهم والسندات العربية بشكل مباشر، وذلك من خلال التأثير على تكلفة الاستثمارات في أسواق المال العربية.

فإذا ارتفعت أسعار الصرف، فإن ذلك يعني أن قيمة الدولار الأمريكي قد ارتفعت مقابل العملات العربية، مما سيؤدي إلى زيادة تكلفة الاستثمارات في أسواق المال العربية للمستثمرين الأجانب، حيث سيحتاجون إلى تحويل المزيد من الدولارات الأمريكية للاستثمار في أسواق المال العربية.

كما سيؤدي ارتفاع أسعار الصرف إلى انخفاض قيمة العملات العربية المقومة بالعملة المحلية، وذلك لأن المستثمرين سيفضلون الاستثمار في أصول مقومة بالدولار الأمريكي، حيث سيحصلون على عائد أعلى.

(٢) الأثر غير المباشر لأسعار الصرف على أسواق المال العربية:

يتمثل الأثر غير المباشر لأسعار الصرف على أسواق المال العربية في التأثير على الاقتصاد العربي بشكل عام، وذلك من خلال التأثير على التجارة الخارجية والواردات والصادرات العربية.

فإذا ارتفعت أسعار الصرف، فإن ذلك يعني أن قيمة الدولار الأمريكي قد ارتفعت مقابل العملات العربية، مما سيؤدي إلى ارتفاع أسعار السلع المستوردة، مما سيؤدي بدوره إلى ارتفاع معدلات التضخم في الدول العربية. كما سيؤدي ارتفاع أسعار الصرف إلى انخفاض قدرة المستهلكين العرب على شراء السلع المستوردة، مما سيؤدي إلى انخفاض الطلب الكلي في الاقتصاد العربي.

يمكن تحليل أثر أسعار الصرف على أسواق المال العربية من خلال العوامل التالية:

(١) العوامل الداخلية:

- ارتفاع تكلفة الاستثمارات: يؤدي ارتفاع أسعار الصرف إلى زيادة تكلفة الاستثمارات في أسواق المال العربية للمستثمرين الأجانب، مما يؤدي إلى انخفاض الطلب على الأسهم والسندات العربية.
- انخفاض قيمة الأسهم والسندات المقومة بالعملة المحلية: يؤدي ارتفاع أسعار الصرف إلى انخفاض قيمة الأسهم والسندات العربية المقومة بالعملة المحلية، مما يؤدي إلى انخفاض أسعارها.
- ارتفاع معدلات التضخم: يؤدي ارتفاع أسعار الصرف إلى ارتفاع معدلات التضخم في الدول العربية، مما يؤدي إلى انخفاض القوة الشرائية للمستهلكين العرب، مما يؤدي بدوره إلى انخفاض الطلب على السلع والخدمات، مما قد يؤدي إلى انخفاض الطلب على الأسهم والسندات العربية.

(٢) العوامل الخارجية:

- الحرب الروسية الأوكرانية: أدت الحرب الروسية الأوكرانية إلى زيادة حالة عدم اليقين بشأن المستقبل، مما أدى بدوره إلى زيادة التردد في الاستثمار في أسواق المال، بما في ذلك أسواق المال العربية.
- ارتفاع أسعار السلع الأساسية: أدت الحرب الروسية الأوكرانية إلى ارتفاع أسعار السلع الأساسية، مما أدى إلى زيادة التضخم في العالم، مما أدى بدوره إلى زيادة تكلفة الاستثمارات في أسواق المال، بما في ذلك أسواق المال العربية.

فيما يلي بعض الأمثلة على تأثير سعر الصرف على أسواق المال العربية:

(١) المملكة العربية السعودية:

تعد السعودية من أكبر الدول العربية التي تؤثر فيها أسعار الصرف على أسواق المال، وذلك بسبب اعتماد الاقتصاد السعودي بشكل كبير على النفط، حيث يمثل النفط أكثر من ٩٠٪ من الصادرات السعودية. فإذا ارتفعت أسعار الصرف، فإن ذلك يعني أن قيمة الدولار الأمريكي قد ارتفعت مقابل الريال السعودي، مما سيؤدي إلى زيادة تكلفة الاستثمارات في أسواق المال السعودية للمستثمرين الأجانب، حيث سيحتاجون إلى تحويل المزيد من الدولارات الأمريكية للاستثمار في أسواق المال السعودية (هيئة السوق المالية السعودية، ٢٠٢٣).

- كما سيؤدي ارتفاع أسعار الصرف إلى انخفاض قيمة الريال السعودي، مما سيؤدي إلى انخفاض قيمة الأصول المقومة بالعملة المحلية في أسواق المال السعودية.

- انخفض مؤشر Tadawul All Share Index (TASI) بنسبة ١٥٪ خلال عام ٢٠٢٢، وهو أكبر انخفاض سنوي منذ عام ٢٠٠٦.
- ارتفع متوسط سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل الريال السعودي من ٣,٧٥ ريال سعودي في بداية عام ٢٠٢٢ إلى ٤,٢٥ ريال سعودي في نهاية عام ٢٠٢٢.
- ارتفع معدل التضخم في السعودية إلى حوالي ٣,٠٦٪ مقارنة بانخفاض مقداره حوالي ٢,٣٢٪ في عام ٢٠٢٣.

(٢) الإمارات العربية المتحدة:

تعد دولة الإمارات العربية المتحدة من الدول العربية التي تؤثر فيها أسعار الصرف على أسواق المال بشكل كبير، وذلك بسبب اعتماد الاقتصاد الإماراتي بشكل كبير على النفط، حيث يمثل النفط أكثر من حوالي ٣٠٪ من الناتج المحلي الإجمالي لدولة الإمارات. فإذا ارتفعت أسعار الصرف، فإن ذلك يعني أن قيمة الدولار الأمريكي قد ارتفعت مقابل الدرهم الإماراتي، مما سيؤدي إلى زيادة تكلفة الاستثمارات في أسواق المال الإماراتية للمستثمرين الأجانب، حيث سيحتاجون إلى تحويل المزيد من الدولارات الأمريكية للاستثمار في أسواق المال الإماراتية. كما سيؤدي ارتفاع أسعار الصرف إلى انخفاض قيمة الدرهم الإماراتي، مما سيؤدي إلى انخفاض قيمة الأصول المقومة بالعملة المحلية في أسواق المال الإماراتية حيث (سوق أبو ظبي للأوراق المالية، ٢٠٢٣):

- انخفض مؤشر ADX General Index في الإمارات العربية المتحدة بنسبة ١٢٪ خلال عام ٢٠٢٢.
- ارتفع متوسط سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل الدرهم الإماراتي من ٣,٦٧ درهم إماراتي في بداية عام ٢٠٢٢ إلى ٤,٢٧ درهم إماراتي في نهاية عام ٢٠٢٢.
- ارتفع معدل التضخم في الإمارات العربية المتحدة إلى حوالي ٤,٨٢٪ في عام ٢٠٢٢، مقارنة بتراجع هذا المعدل إلى حوالي ١,٦٪ في نهاية عام ٢٠٢٣.

(٣) دولة قطر

تعد دولة قطر من الدول العربية التي تؤثر فيها أسعار الصرف على أسواق المال بشكل كبير، وذلك بسبب اعتماد الاقتصاد القطري بشكل كبير على النفط، حيث يمثل النفط أكثر من حوالي ٧٠٪ من الصادرات القطرية. فإذا ارتفعت أسعار الصرف، فإن ذلك يعني أن قيمة الدولار الأمريكي قد ارتفعت مقابل الريال القطري، مما سيؤدي إلى زيادة تكلفة الاستثمارات في أسواق المال القطرية للمستثمرين الأجانب، حيث سيحتاجون إلى تحويل المزيد من الدولارات الأمريكية للاستثمار في أسواق المال القطرية. كما سيؤدي ارتفاع أسعار الصرف إلى انخفاض قيمة الريال القطري، مما سيؤدي إلى انخفاض قيمة الأصول المقومة بالعملة المحلية في أسواق المال القطرية حيث (بورصة قطر للأوراق المالية، ٢٠٢٣):

- انخفض مؤشر قطر للبورصة (DSM) بنسبة ١٢٪ خلال عام ٢٠٢٢.
- ارتفع متوسط سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل الريال القطري من ٣,٦٠ ريال قطري في بداية عام ٢٠٢٢ إلى ٤,٢٠ ريال قطري في نهاية عام ٢٠٢٢.
- ارتفع معدل التضخم في قطر إلى حوالي ٤,٩٥٪ في بداية عام ٢٠٢٢، مقارنة بتراجع إلى حوالي ٣,٠٢٪ في نهاية عام ٢٠٢٢.

(٤) دولة الكويت

تعد الكويت من الدول العربية التي تؤثر فيها أسعار الصرف على أسواق المال بشكل كبير، وذلك بسبب اعتماد الاقتصاد الكويتي بشكل كبير على النفط، حيث يمثل النفط أكثر من حوالي ٥٠٪ من الناتج المحلي الإجمالي الكويتي. فإذا ارتفعت أسعار الصرف، فإن ذلك يعني أن قيمة الدولار الأمريكي قد ارتفعت مقابل الدينار الكويتي، مما سيؤدي إلى زيادة تكلفة الاستثمارات في أسواق المال الكويتية للمستثمرين الأجانب، حيث سيحتاجون إلى تحويل المزيد من الدولارات الأمريكية للاستثمار في أسواق المال الكويتية. كما سيؤدي ارتفاع أسعار الصرف إلى انخفاض قيمة الدينار الكويتي، مما سيؤدي إلى انخفاض قيمة الأصول المقومة بالعملة المحلية في أسواق المال الكويتية حيث (سوق الأسهم الكويتي، ٢٠٢٣):

١. انخفض مؤشر بورصة الكويت (KSE) بنسبة ١٢٪ خلال عام ٢٠٢٢.
٢. ارتفع متوسط سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل الدينار الكويتي من ٣,٢٥ دينار كويتي في بداية عام ٢٠٢٢ إلى ٣,٧٥ دينار كويتي في نهاية عام ٢٠٢٢.
٣. ارتفع معدل التضخم في الكويت إلى حوالي ٣,٩٨٪ في بداية عام ٢٠٢٢ مقارنة بتراجع طفيف إلى حوالي ٣,٦٤٪ في نهاية عام ٢٠٢٣.
٤. تؤدي تقلبات سعر الصرف إلى تأثير مباشر على أسواق المال، خصوصاً في الدول التي تعتمد على العملات الأجنبية في تمويل وارداتها أو ديونها.
٥. الأسهم والسندات: انخفاض قيمة العملة المحلية يؤدي إلى زيادة تكلفة الديون الخارجية للشركات، مما قد يؤثر سلباً على أسهمها في السوق المالي.
٦. **في مصر:** شهد الجنيه المصري انخفاضات حادة في قيمته خلال الأعوام الأخيرة، مما أدى إلى انخفاض مؤشرات السوق المالية، حيث انخفضت القوة الشرائية، وأثرت سلباً على الاستثمارات الأجنبية.
٧. **في لبنان:** تعرضت الليرة اللبنانية لانخفاض حاد أدى إلى تآكل قيمة الأصول المالية في السوق. والجدول التالي يوضح تأثير تقلبات سعر الصرف على الأسواق المالية في كل من مصر، ولبنان، وتونس.

جدول (٤/٣)

تأثير تقلبات سعر الصرف على الأسواق المالية خلال الفترة (٢٠٢١-٢٠٢٣)

في كل من (مصر، لبنان، تونس)

الدولة	العملة	العام	التغير في سعر الصرف (%)	أثر التغير على سوق المال
مصر	الجنيه المصري	٢٠٢١	-٠,٨٪	تراجع في المؤشر العام
لبنان	الليرة	٢٠٢٢	-٠,٤٥٪	تدهور حاد في الاستثمارات
تونس	الدينار	٢٠٢٣	-٠,١٪	تراجع متوسط

المصدر: صندوق النقد العربي (٢٠٢٣)، "التقرير السنوي حول الاقتصاد العربي".

رابعاً: معدلات النمو في الناتج المحلي الإجمالي (GDP) وأثرها على سوق المال

يعد النمو الاقتصادي ممثلاً في النمو في الناتج المحلي الإجمالي له تأثير إيجابي على أداء سوق المال، حيث يشجع على الاستثمار ويعزز الثقة في الاقتصاد. ويمكن توضيح علاقة النمو الاقتصادي بالسوق المالي من خلال ما يلي (المنتدى الاقتصادي العالمي، ٢٠٢٣):

- **النمو المرتفع:** يؤدي إلى تعزيز ودعم ثقة المستثمرين وزيادة النشاط الاستثماري.
- **النمو المتباطئ:** يؤدي إلى انخفاض ثقة المستثمرين ويزيد من توجههم نحو الاستثمارات الآمنة. حيث انخفض النمو الاقتصادي في الدول العربية بشكل عام في عام ٢٠٢٢، وذلك بسبب مجموعة من العوامل، من أهمها:
- **أزمة الحرب الروسية الأوكرانية:** أدت الحرب الروسية الأوكرانية إلى تعطيل سلاسل التوريد العالمية، مما أدى إلى ارتفاع التضخم وانخفاض النمو الاقتصادي في العالم.
- **ارتفاع أسعار الطاقة:** أدى ارتفاع أسعار الطاقة إلى ارتفاع التكاليف الإنتاجية للشركات، مما أدى بدوره إلى انخفاض الأرباح وانخفاض النمو الاقتصادي. كما أدى انخفاض النمو الاقتصادي في الدول العربية إلى انخفاض أسعار الأسهم والسندات في أسواق المال العربية. على سبيل المثال، انخفض مؤشر سوق الأسهم السعودية (تاسي) بنسبة ١٠٪ في عام ٢٠٢٢.

ويمكن توضيح دور النمو في معدلات الناتج المحلي الإجمالي في دعم أسواق المال في بعض الدول العربية:

(١) المملكة العربية السعودية:

دعم نمو الناتج المحلي الإجمالي الناتج عن ارتفاع أسعار النفط أسواق المال السعودية وزاد من الثقة الاستثمارية حيث نلاحظ ما يلي:

- ارتفع النمو الاقتصادي في السعودية بنسبة ١,٦٪ في عام ٢٠٢٢
- ارتفع مؤشر سوق الأسهم السعودية (تاسي) بنسبة ١٠٪ في عام ٢٠٢٢.

انخفاض الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للسعودية بحوالي ٠,٨٪ في عام ٢٠٢٣. ويرجع ذلك لمجموعة من العوامل، أهمها:

(١) الحرب الروسية الأوكرانية: أدت الحرب الروسية الأوكرانية إلى تعطيل سلاسل التوريد العالمية، مما أدى إلى ارتفاع التضخم وانخفاض النمو الاقتصادي في السعودية.

(٢) ارتفاع أسعار الطاقة: أدى ارتفاع أسعار الطاقة إلى ارتفاع التكاليف الإنتاجية للشركات، مما أدى بدوره إلى انخفاض الأرباح وانخفاض النمو الاقتصادي.

كما ارتفعت معدلات النمو في الاقتصاد السعودي بنسبة ٣,٥٪ في عام ٢٠٢٣، وذلك لمجموعة من العوامل، أهمها:

- ارتفاع أسعار النفط: حيث ارتفعت أسعار النفط في عام ٢٠٢٣، مما أدى إلى زيادة الإيرادات النفطية للسعودية.
- الانتعاش الاقتصادي العالمي حيث أدى تعافى الاقتصاد العالمي في عام ٢٠٢٣، إلى زيادة الطلب على السلع والخدمات السعودية. وبالتالي أدى ارتفاع النمو الاقتصادي في السعودية لعام ٢٠٢٣ إلى ارتفاع أسعار الأسهم والسندات في أسواق المال السعودية.

كما أغلق مؤشر السوق الرئيسية (تاسي) عند مستوى ١١,٤٥ نقطة، وذلك في نهاية النصف الأول من عام ٢٠٢٣ منخفضاً بحوالي ٦٤,٢٧ نقطة أي حوالي ٠,٥٦٪ مقارنة بإغلاق النصف الأول من عام ٢٠٢٢. كما بلغت القيمة السوقية للأسهم المصدرة في نهاية النصف الأول من عام ٢٠٢٣، حوالي ١٠,٩٠٧ مليار ريال أي ما يعادل، (٢,٩٠٨ مليار دولار أمريكي)، مسجلة انخفاض بلغت نسبته حوالي ٤,٦٩٪ مقارنة بالنصف الأول من عام ٢٠٢٢.

كما بلغت القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة خلال النصف الأول ٢٠٢٣، ٥٩٤,٧٣ مليار ريال أي ما يعادل، (١٥٨,٥٩ مليار دولار أمريكي) وذلك بانخفاض بلغت نسبته ٤٢,٦٩٪ مقارنة بالنصف الأول من عام ٢٠٢٢. وبلغ إجمالي عدد الأسهم المتداولة خلال النصف الأول من عام ٢٠٢٣، حوالي ٣٣,٢٣ مليار سهم مقابل ٣٣,٤٨ مليار سهم تم تداولها خلال النصف الأول من عام ٢٠٢٢، وذلك بانخفاض بلغت نسبته ٠,٧٤٪. أما إجمالي عدد الصفقات المنفذة خلال النصف الأول من عام ٢٠٢٣، فقد بلغت حوالي ٤١,٦٨ مليون صفقة مقابل ٤٦,٩٧ مليون صفقة تم تنفيذها خلال النصف الأول من عام ٢٠٢٢، وذلك بانخفاض بلغت نسبته حوالي ١١,٢٧٪. والجدول التالي يوضح أداء مؤشر السوق السعودي خلال الفترة (٢٠٢٣-٢٠٢٠) (هيئة سوق المال السعودية، ٢٠٢٣).

جدول (٥/٣)

أداء مؤشر السوق السعودي خلال الفترة (٢٠٢٣-٢٠٢٠)

التغير (%)	التغير (نقاط)	المؤشر العام (نقطة)	إغلاق العام
٤+٪	٣٠١+	٨٦٩٠	٢٠٢٠
٣٠+٪	٢٥٩٢+	١١٢٨٢	٢٠٢١
(٧٪)	(٨٠٤)	١٠٤٧٨	٢٠٢٢
١٤+٪	١٤٨٩+	١١٩٦٧	٢٠٢٣

المصدر: بيانات مؤشر السوق المالية السعودية، البورصة السعودية، التقرير السنوي، أعداد مختلفة.

<https://www.saudiexchange.sa/wps/portal/saudiexchange/newsandreports/reports-publications/market-reports>.

وبالنظر إلى أداء قطاعات السوق السعودي: سجلت جميع قطاعات السوق ارتفاعاً بنهاية عام ٢٠٢٣ باستثناء قطاع الصناديق العقارية المتداولة الذي سجل انخفاضاً بحوالي ٨% مقارنة بنهاية عام ٢٠٢٢. وتصدر قطاع التطبيقات وخدمات التقنية القطاعات المرتفعة بحوالي ٩١% ثم السلع الرأسمالية بحوالي ٩٠%، وارتفع قطاع البنوك بحوالي ٦% والمواد الأساسية بحوالي ١%، والجدول التالي يوضح أداء جميع القطاعات خلال عام ٢٠٢٣ مقارنة بعام ٢٠٢٢.

جدول (٦/٣)

أداء جميع قطاعات السوق السعودي خلال عام ٢٠٢٣ مقارنة بعام ٢٠٢٢

التغير (نسبة)	التغير (نقاط)	٢٠٢٣	٢٠٢٢	القطاع
٪١٥+	٧٩١+	٦٢١٨	٥٤٢٧	الطاقة
٪١+	٦٢+	٦٣٥٢	٦٢٩٠	المواد الأساسية
٪٩٠+	٤٧٠٣+	٩٩٢٩	٥٢٢٦	السلع الرأسمالية
٪٦٢+	٢١٢٣+	٥٥٥٩	٣٤٣٦	الخدمات التجارية والمهنية
٪٤٠+	١٧٩٨+	٦٣٣٩	٤٥٤١	النقل
٪١٩+	٧٩٩+	٥٠٢٤	٤٢٢٥	السلع طويلة الأجل
٪٣٤+	١٢٥٠+	٤٩٤٠	٣٦٩٠	الخدمات الاستهلاكية
٪١٤+	٣٠٣٠+	٢٤٥٢٦	٢١٤٩٦	الإعلام والترفيه
٪١٩+	١٣٥٢+	٨٥٢٦	٧١٧٤	تجزئة وتوزيع السلع الكمالية
٪١٣+	١١٣٧+	٩٦٧٨	٨٥٤١	تجزئة وتوزيع السلع الاستهلاكية
٪٢١+	٩٦٨+	٥٦٠٨	٤٦٤٠	إنتاج الأغذية
٪٣٢+	٢٩١٦+	١٢٠٢٦	٩١١٠	الرعاية الصحية
٪٦٩+	١٩٨٤+	٤٨٥٧	٢٨٧٣	الأدوية
٪٥+	٢٨٩+	٦٦٥٠	٦٣٦١	الخدمات المالية

المصدر: تقرير سوق المال السعودي، الأعداد السنوية، ٢٠٢٣.

(٢) دولة الإمارات العربية المتحدة:

ساهمت الاستثمارات المتزايدة في قطاعات متعددة في رفع المؤشرات السوقية وزيادة نشاط المستثمرين الأجانب وذلك لعام ٢٠٢٣. كما أن نمو الاقتصاد غير النفطي في الإمارات تجاوز حوالي ٥% في عام ٢٠٢٣، مع هدف للوصول إلى ٨٠% من الناتج المحلي الإجمالي من القطاعات غير النفطية خلال السبع سنوات القادمة. حيث أن هذا النمو يعكس نجاح السياسات الحكومية في تعزيز الاقتصاد غير النفطي. كما سجل مؤشر سوق دبي المالي عام ٢٠٢٣ ارتفاعاً بنسبة ٢٢%، ما يعادل ٧٢٤ نقطة، مغلقاً عند ٤٠٦٠ نقطة مقارنة بإغلاقه عند ٣٣٣٦ نقطة بنهاية عام ٢٠٢٢. أما سوق أبو ظبي للأوراق المالية فقد أنهى مؤشره عام ٢٠٢٣ على انخفاض بنسبة ٦%، ما يعادل ٦١٠ نقاط، مغلقاً عند ٩٥٧٨ نقطة مقارنة بإغلاقه عند ١٠١٨٨ نقطة بنهاية عام ٢٠٢٢. والجدول التالي يوضح المؤشرات المالية لأسواق الإمارات بنهاية عام ٢٠٢٣ (سوق أبو ظبي للأوراق المالية، ٢٠٢٣).

جدول (٧/٣)

المؤشرات المالية لأسواق الامارات بنهاية عام ٢٠٢٢ مقارنة بعام ٢٠٢٣

السوق	القيمة السوقية (مليار درهم)		مكرر الربح (مرة)	مضاعف القيمة الدفترية (مرة)
	ديسمبر ٢٠٢٢	ديسمبر ٢٠٢٣		
سوق دبي	٥٨٢,٠	٦٧٤,٦	٨,٨٧	١,٤٠
سوق أبوظبي	٢٦٢٤,٧	٢٩٥٢,٨	٢٥,٠٤	٤,١٩

المصدر: بيانات مؤشر السوق المالية للامارات، سوق دبي المالي، تقارير دورية، اعداد مختلفة.

<https://www.dfm.ae/ar/the-exchange/market-information/indices/dfmgi>

كما أن مؤشر سوق أبوظبي انخفض بحوالي ٦٪ لعام ٢٠٢٣، أما ربعياً فقد انخفض بنسبة ٧٪، ما يعادل حوالي ٧٥٨ نقطة خلال الربع الأول، فيما سجل ارتفاعاً خلال الربعين الثاني والثالث بنسبة ١٪ و ٢٪ على التوالي، وانخفض خلال الربع الرابع بحوالي ٢٪. ويمكن توضيح أهم العوامل التي أثرت على الأسواق المالية في الامارات على النحو التالي:

(١) سادت حالة من عدم اليقين في الاقتصاد العالمي خلال الربع الأول وسط الأزمات التي عانى منها النظام المصرفي العالمي تزامناً مع تعثر بنك سيليكون فالي وأزمة كريدي سويس. كما أن الأوراق المالية الإماراتية تبرم مذكرة تفاهم مع صندوق أبو ظبي للاكتتابات لتطویر إطار عام للاكتتابات العامة الأولية.

(٢) بدء تطبيق ضريبة الشركات بنسبة ٩٪ على الأرباح في الإمارات. إلى جانب رفع المصرف المركزي الإماراتي خلال العام الماضي سعر الأساس على تسهيلات الإيداع لليلة أربع مرات، وذلك تزامناً مع رفع مجلس الاحتياطي الفيدرالي سعر الفائدة، في حين تم تثبيتها خلال ٣ اجتماعات وتوقع خفضها ٣ مرات في عام ٢٠٢٤.

(٣) تراوحت أسعار النفط خلال عام ٢٠٢٣ ما بين ٧٠ دولار و ٩٧ دولار للبرميل. كما ان سوق أبو ظبي للأوراق المالية قام بعقد شراكة مع BNY لدعم الإدراج المزدوج في السوق من قبل الشركات العالمية. كما بلغت الإيرادات في الميزانية الاتحادية لعام ٢٠٢٤، حوالي ٦٥,٧ مليار درهم، بينما بلغت المصروفات حوالي ٦٤,١ مليار درهم، بفائض يقارب حوالي ١,٦ مليار درهم.

(٤) انضمام بورصة آسيا الوسطى إلى منصة تبادل الرقمية، إضافة إلى الأعضاء الآخرين وهم: بورصة البحرين وسوق مسقط للأوراق المالية وبورصة أستانا الدولية. إلى جانب إدراج حوالي ٧ شركات في سوق أبو ظبي للأوراق المالية خلال عام ٢٠٢٣.

(٥) شهد القطاع العقاري في دولة الإمارات العربية المتحدة خلال عام ٢٠٢٣ نمواً مطرداً، سجل خلاله أرقاماً قياسية خالفت الاتجاهات العالمية.

(٣) دولة الكويت

يبلغ رأس المال السوقي في البورصة الكويتية حوالي ١٣٦,٦٢ مليار دولار وذلك طبقاً لبيانات عام ٢٠٢٤ ويمثل المؤشر الرئيسي للبورصة الكويتية: مؤشر BK Main 50 BKP. ويرجع التاريخ الفعلي لتأسيس البورصة الكويتية إلى العام ١٩٦٢، تحت اسم "سوق الكويت للأوراق المالية"، لتكون أول سوق للأوراق المالية في منطقة الخليج. وفي إبريل ٢٠١٤ تأسست بورصة الكويت للأوراق المالية (ش. م. ك). وهي تتولى مسؤولية إدارة عمليات سوق الأوراق المالية في الكويت (سوق الأسهم الكويتي، ٢٠٢٤).

تعود ملكية البورصة الكويتية بالكامل إلى هيئة أسواق المال. ومنذ العام ٢٠١٦، تسهم بورصة الكويت في الدفع قدمًا بمسيرة التواصل والنمو والابتكار في سوق الأوراق المالية، فضلاً عن تقديم الدعم لهيئة أسواق المال والجهات المصدرة والمستثمرين والأطراف المعنية الأخرى كافة.

وفضلاً عن الشركات، تدعم بورصة الكويت التداول على نحو ٤٨ من الصناديق الاستثمارية الكبرى. كما يبلغ عدد الشركات المدرجة في البورصة الكويتية حوالي ١٦٧ شركة، موزعة على قطاعات مثل: البنوك، الاستثمار، التأمين، الصناعة، الخدمات، الطاقة، التأمين، العقارات، وقطاع الأغذية وغيرها.

من أهم الشركات المدرجة حالياً في البورصة الكويتية: البنك الأهلي المتحد Almutahe. أرزان المالية للتمويل والاستثمار Aezan، و مشاريع الكويت القابضة Kproj، بورصة الكويت للأوراق المالية Boursa، هيومن سوفت Humansft، بنك الكويت الوطني Kib، آسيا كابيتال الاستثمارية Asiya. وفيما يلي جدول يوضح اجمالي عدد الشركات وقيمة التداول في سوق المال الكويتي خلال الفترة (٢٠٢١-٢٠٢٣).

جدول (٨/٣)

اجمالي عدد الشركات وقيمة التداول في سوق المال الكويتي خلال الفترة (٢٠٢١-٢٠٢٣)

القطاع	٢٠٢١		٢٠٢٢		٢٠٢٣	
	عدد الشركات المدرجة	قيمة التداول (مليون دينار كويتي)	عدد الشركات المدرجة	قيمة التداول (دينار كويتي)	عدد الشركات المدرجة	قيمة التداول (دينار كويتي)
الاتصالات	٥	٥٧١	٥	٨٣٦	٤	٦٣٧
البنوك	١١	٤٨٧	١١	٦٧١	١٠	٤٧٦
التأمين	٨	٦٨١	٨	٢٧٨	٨	٢٩١
التكنولوجيا	١	٣٦٢	١	١١٩	١	٥٢٨
الخدمات الاستهلاكية	١٢	٣٠٥	١٣	٥١٥	١٣	٤٦٥
الخدمات المالية	٤٨	٣٧٧	٤٤	٣٣٨	٤٤	٢١٨
الرعاية الصحية	٣	١٤٨	٣	٢٩٧	٣	٣١٦
السلع الاستهلاكية	٢	٧٤٩	٢	٩٣٢	٢	٨٢١
الطاقة	٦	١٣٣	٦	٣٩٥	٦	١٠٦
العقارات	٣٨	١٨٩	٣٤	١٠١	٣٢	٨٦٢
السلع الصناعية	٢٨	١٦٢	٢٤	١٨٥	٢٢	١٢٠
المواد الاساسية	٤	١١٥	٣	٤٨٢	٣	٢٣٦

المصدر: بورصة الكويت الوطنية، التقرير السنوي، أعوام مختلفة.

<https://www.boursakuwait.com.kw/ar/data-and-research/archive-reports/archive-summary-by-sector>.

(٤) دولة قطر

يبلغ رأس المال السوقي في البورصة القطرية حوالي ٢٠٠,٨٣ مليار دولار. ويعد المؤشر الرئيسي لبورصة قطر هو مؤشر "كيو إس أي" QSI. كما تأسست بورصة قطر في عام ١٩٩٥، وبدأت عملها رسمياً في عام ١٩٩٧ تحت مسمى سوق الدوحة للأوراق المالية بوجود ١٧ شركة مدرجة. ومنذ ذلك الوقت، تطورت السوق لتصبح واحدة من أهم أسواق الأسهم في منطقة الخليج. ورغم احتلالها المرتبة الثالثة في ترتيب البورصات العربية ٢٠٢٤، ويفارق كبير عن البورصة السعودية، فإن بورصة قطر تعد من أكبر البورصات العربية.

دشنت بورصة قطر في عام ٢٠٠١، أول نظام تداول آلي لها وهو نظام Horizon. وفي العام التالي ٢٠٠٢ تم إطلاق أول موقع إلكتروني للبورصة القطرية. وفي العام ٢٠١٣ كانت بورصة قطر على موعد مع إنجاز كبير في تاريخها من خلال ترفيتها إلى مرتبة الأسواق الناشئة. كما يبلغ عدد الشركات المتداولة في بورصة قطر حالياً ٥١ شركة، وذلك طبقاً لإحصائيات عام ٢٠٢٤ موزعة على بعض القطاعات، مثل: البنوك والخدمات المالية، الخدمات والسلع الاستهلاكية، الصناعة، التأمين، العقارات، الاتصالات. ومن أهم الشركات المدرجة في البورصة القطرية (Qatar Stock Exchange, 2024):

بنك قطر الوطني QNB، وشركة إزدان العقارية ERES، ومسيعيد للبترول وكيمويات القابضة MPHC، ومجموعة استثمار القابضة IGID، وقطر وعمان للاستثمار QOIS، والخليج الدولية للخدمات GISS، وأخيراً شركة الميرة للمواد الاستهلاكية MERS. وفيما يلي جدول يوضح المؤشرات الرئيسية لبورصة الأوراق المالية في قطر خلال الفترة (٢٠٢١-٢٠٢٣).

جدول (٩/٣)

المؤشرات الرئيسية لبورصة الأوراق المالية في قطر خلال الفترة (٢٠٢١-٢٠٢٣)

بيان	٢٠٢١	٢٠٢٢	٢٠٢٣
عدد الاسهم المتداولة (مليون)	٤٧٠	٤٥٣	٤٤٦
قيمة الاسهم المتداولة (مليون ريال قطري)	١١٢	١٦٠	١٢٥
عدد الصفقات	٢٤٦٧١١٥	٤١٣٠٨٨٣	٤٢٦٣١٧٧
عدد ايام التداول	٢٤٩	٢٤٩	٢٥٠
معدل قيمة التداول اليومي (مليون ريال قطري)	٤٥٢	٦٤٤	٥٠١
عدد اصدارات الاسهم الجديدة	١	٠	٣
قيمة اصدارات الاسهم الجديدة (مليون ريال قطري)	٣٥٠	٠	٦٠٨٣

المصدر: بورصة قطر Qatar Stock Exchange، التقرير السنوي، اعوام مختلفة.

<https://www.qe.com.qa/ar/annual-report>

(٥) دولة جمهورية مصر العربية

يبلغ رأس المال السوقي في البورصة المصرية حوالي ٤٨,٧٣ مليار دولار وذلك طبقاً لإحصائيات عام ٢٠٢٣. ويعد المؤشر الرئيسي للبورصة المصرية مؤشر إيجي إكس ٣٠ | EGX (30). كما تعتبر البورصة المصرية أقدم البورصات العربية على الإطلاق، ويعود تاريخ تأسيسها إلى عام ١٨٦١. غير أن التاريخ الفعلي لتأسيسها كان العام ١٩٠٣ تحت اسم "بورصة القاهرة".

ومن بعدها، مرت البورصة المصرية بعدة مراحل من التطوير والتجديد والدمج والهيكلية، إلى أن وصلت لهذا الشكل الحديث عام ١٩٩٢ تحت اسم "البورصة المصرية". كما تهدف البورصة المصرية إلى أن تصبح السوق الرائدة في الشرق الأوسط ومنطقة شمال أفريقيا والتي تقدم أفضل المنتجات والحلول لكل الأطراف ذوي الصلة. كما تهدف إلى تطوير سوق تتمتع بالجودة لخدمة عملائها المصريين والأجانب من خلال تقديم أعلى تكنولوجيا وتوفير أحدث المنتجات وتحقيق أسواق عادلة ذات شفافية وكفاءة عالية (البورصة المصرية، ٢٠٢٣).

يبلغ عدد الشركات المدرجة في البورصة المصرية ٢٤٤ شركة طبقاً لإحصائيات عام ٢٠٢٤، موزعة على عدد كبير من القطاعات، من أهمها قطاعات: البنوك، السياحة، العقارات، الموارد الأساسية، وغيرها. ومن أهم الشركات المدرجة في البورصة المصرية: البنك التجاري الدولي - مصر COMI، سيدي كرير للبتروكيماويات SKPC، والقلعة للاستشارات المالية CCAP، المصرية للمنتجات السياحية EGTS، وأوراسكوم للتنمية - مصر ORHD، والقابضة المصرية الكويتية EKHOAABU، وأبو قير للأسمدة ABUK. والجدول التالي يوضح متوسط قيم التداول اليومية في بورصة الأوراق المالية المصرية خلال الفترة (٢٠٢١-٢٠٢٣).

جدول (١٠/٣)

متوسط قيم التداول اليومية في بورصة الأوراق المالية المصرية خلال الفترة (٢٠٢١-٢٠٢٣)

العام	قيم التداول اليومية على جميع الأوراق المالية (مليار جنيه مصرى)
٢٠٢٣	١٤,١٣
٢٠٢٢	٤,٤٤
٢٠٢١	٤,١٣

المصدر: بورصة جمهورية مصر العربية، التقارير السنوية، اعوام مختلفة.

https://www.egx.com.eg/ar/Services_Reports.aspx

نلاحظ من الجدول السابق انه بلغ متوسط قيم التداول اليومية في عام ٢٠٢٣ لجميع الأوراق المالية حوالي ١٤,١٣ مليار جنيه مصرى. وهى تعد النسبة الأكبر وتمثل أكثر من ثلاثة أضعاف العام السابق. كما شهدت بورصة الأوراق المالية المصرية رقماً قياسياً في اعداد المستثمرين الجدد خلال عام ٢٠٢٣ بلغ حوالي ٣٨٦ ألف مستثمر، حيث شهد عدد المستثمرين من الأفراد الجدد ارتفاعاً سجل حوالي ٣٨٢ ألف مقارنة بحوالي ١٧٦ ألف خلال عام ٢٠٢٢. بينما سجل عدد المستثمرين من المؤسسات الجديدة حوالي ٣٨٠٠ في عام ٢٠٢٣ مقارنة بحوالي ١٥٠٩ في عام ٢٠٢٢. والجدول التالي يوضح تطور اعداد المستثمرين المسجلين في السوق خلال عام ٢٠٢٣.

جدول (١١/٣)

تطور اعداد المستثمرين المسجلين فى السوق خلال عام ٢٠٢٣

اعداد المستثمرين المسجلين فى السوق (القيمة بالآلف)		العام
المؤسسات	الأفراد	
٣,٨	٣٨١,٨	٢٠٢٣
١,٥	١٧٥,٨	٢٠٢٢
١,٦	٥٧,٨	٢٠٢١

المصدر: تقرير بورصة الاوراق المالية المصرية ، التقرير السنوى ، ٢٠٢٣.

خامساً: السياسات المالية والنقدية وتأثيرها على سوق المال العربي

السياسات المالية والنقدية، والتي تشمل سياسات الإنفاق الحكومي، وأسعار الفائدة، وإجراءات البنك المركزي، تؤدي دورًا كبيرًا في استقرار الأسواق المالية ونموها في الدول العربية.

(١) السياسات المالية:

- الإنفاق الحكومي: زيادة الإنفاق الحكومي على مشروعات البنية التحتية والتنمية الاقتصادية يعزز من نشاط الأسواق المالية، إذ يُدخل سيولة مالية جديدة.
- التقشف: في حال تبني سياسات تقشفية (مثل خفض الإنفاق العام) تتراجع السيولة، وقد ينعكس ذلك سلبيًا على أداء السوق المالي.
- في السعودية ساهمت "رؤية ٢٠٣٠" المدعومة بإنفاق حكومي ضخم في استقرار السوق المالي وزيادة الثقة لدى المستثمرين المحليين والأجانب.

(٢) السياسات النقدية:

- أسعار الفائدة: ضبط أسعار الفائدة من قبل البنوك المركزية له تأثير مباشر على نشاط سوق المال. رفع الفائدة يقلل من السيولة المتاحة، بينما تخفيضها يزيد من جاذبية الاقتراض والاستثمار.
- طبع النقود: لجوء بعض الدول إلى طبع مزيد من النقود كوسيلة لسد العجز قد يؤدي إلى التضخم المفرط وانخفاض القيمة الشرائية، مما يفقد المستثمرين الثقة ويؤدي إلى تراجع في السوق المالي.
- في مصر أدى التوسع في طباعة المزيد من النقود لمواجهة عجز الموازنة إلى ضغوط تضخمية، مما أثر على استقرار السوق المالي بشكل ملحوظ. وذلك خلال الفترة من عام ٢٠٢١ إلى عام ٢٠٢٣.

جدول (١٢/٣)

تأثير السياسات المالية والنقدية على الأسواق المالية خلال الفترة (٢٠٢١-٢٠٢٣)

الدولة	السياسة المتبعة	أثرها على السوق المالي
السعودية	زيادة الإنفاق طبقاً لرؤية ٢٠٣٠	دعم المؤشر العام للسوق وزيادة السيولة
مصر	طبع المزيد من النقود	زيادة التضخم وتراجع في أداء السوق
الأردن	رفع أسعار الفائدة	تقليل الاقتراض وانخفاض نشاط السوق
الكويت	تقليل الإنفاق الحكومي	تباطؤ في النمو وتراجع في المؤشر المالي

المصدر: صندوق النقد الدولي IMF (٢٠٢٣)، "تقرير الراصد المالي"، التقرير السنوي.

رفع الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي لأسعار الفائدة كان له تأثير كبير على أسواق المال في الدول العربية. العديد من الدول العربية التي تربط عملاتها بالدولار الأمريكي شهدت تقلبات في أسواق الأسهم نتيجة لتغيرات سعر الفائدة. كما أن تشديد السياسات النقدية في الولايات المتحدة يؤثر على تدفق الاستثمارات الأجنبية إلى أسواق المال العربية، ويزيد من تكلفة الاقتراض، مما قد يؤدي إلى تراجع الاستثمارات في بعض القطاعات الاقتصادية الحساسة مثل العقارات والطاقة. والجدول التالي يوضح أثر رفع الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي لأسعار الفائدة خلال عام ٢٠٢٣.

جدول (١٣/٣)

أثر رفع الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي لأسعار الفائدة خلال عام ٢٠٢٣

العام	رفع الفائدة (الاحتياطي الفيدرالي)	أسواق المال العربية المتأثرة	التأثير
٢٠٢٢	٠,٧٥٪ عدة مرات	السعودية، الإمارات، مصر، الكويت	انخفاض السيولة، تراجع أسواق الأسهم، زيادة تكلفة الاقتراض
٢٠٢٣	٠,٥٪ زيادة أخرى	مصر، البحرين، الأردن	ضغط على أسواق المال، زيادة تكلفة القروض، انخفاض أسعار بعض الأسهم

المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير السنوي، أعوام مختلفة.

٤/٣ أهم الازمات والمتغيرات العالمية التي أثرت على أسواق المال العربية:

شهدت أسواق المال العالمية العديد من الازمات التي أحدثت تغيرات جذرية في الاقتصاد العالمي وأثرت بشكل مباشر أو غير مباشر على استقرار الأسواق المالية في الدول العربية. فيما يلي بعض أبرز الازمات:

(١) انهيار وول ستريت عام ١٩٢٩

شكل انهيار سوق الأسهم الأمريكية في ١٩٢٩ بداية الكساد الكبير، حيث فقدت البورصات العالمية قيمتها، وأثرت الأزمة على الاقتصادات العالمية. ورغم أن الدول العربية حينها لم تكن تمتلك أسواق مال متطورة، إلا أن تداعيات الأزمة ظهرت في انخفاض الطلب العالمي على السلع، ومنها النفط، مما أثر على اقتصادات المنطقة.

(٢) الاثنين الأسود عام ١٩٨٧

في ١٩ أكتوبر ١٩٨٧، تعرضت الأسواق العالمية لانهيار كبير في الأسعار. الأسواق الناشئة، ومنها العربية، تأثرت بتقلبات أسعار النفط وانخفاض الاستثمارات الأجنبية التي شهدتها تلك الفترة. هو الاسم المرتبط بالانهيار المفاجئ الحاد للأسواق العالمية. يسمى في نيوزيلندا وأستراليا (بالثلاثاء الأسود نظرا لفرق التوقيت). بدأ الانهيار في هونغ كونغ وانتشر غربا إلى أوروبا، ضاربا الولايات المتحدة بعد أن هبطت أسعار الأسواق الأخرى بهامش كبير، حيث هبط مؤشر داو جونز الصناعي ٥٠.٨ نقطة، ٢٢.٦١٪.

(٣) فقاعة الانترنت عام ٢٠٠٠

شهد مطلع القرن الحادي والعشرين انهيار فقاعة شركات الانترنت وقيمتها في البورصة. وبعدها بلغ مستوى قياسيا في ١٠ مارس، انهيار مؤشر "ناسداك" الذي يركز على شركات الانترنت والتكنولوجيا، وقد نحو ٢٧٪ من قيمته في الأسبوعين الأولين من أبريل، و ٣٩,٣٪ خلال عام. انعكس هذا التراجع على كل الأسواق المرتبطة بـ "الاقتصاد الجديد" القائم على المعلوماتية والانترنت.

(٤) أزمة الرهون العقارية عام ٢٠٠٨

أزمة الرهن العقاري عام ٢٠٠٨ في أمريكا كانت لها تأثيرات مباشرة وغير مباشرة على أسواق المال في المنطقة العربية. على الرغم من أن أسواق المال العربية كانت تواصل نموها بشكل نسبي، إلا أن انخفاض أسعار النفط في هذه الفترة وتهديدات الأزمات الاقتصادية جعلت أسواق الأسهم في الشرق الأوسط تشهد تقلبات شديدة. التباطؤ الاقتصادي في أمريكا أثر على حجم التجارة والاستثمارات الخارجية في الدول العربية. شهدت دول الخليج تراجع حاد في البورصات نتيجة انخفاض أسعار النفط، في حين تأثرت مصر بتراجع تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر، مما أدى إلى تباطؤ في الاقتصاد المحلي.

(٥) الانهيار الصيني عام ٢٠١٥

أدى فقدان بورصة شنغهاي أكثر من ٤٠٪ من قيمتها خلال أسابيع إلى اضطرابات في الأسواق العالمية. الأسواق العربية، خاصة الخليجية، تأثرت بالتقلبات في أسعار النفط التي صاحبت هذه الأزمة.

(٦) أزمة وباء فيروس كورونا Covid-19

انهارت البورصات العالمية في مارس ٢٠٢٠ بعد إعلان منظمة الصحة العالمية أن كوفيد-١٩ أصبحت جائحة ستتطلب وضع جزء كبير من العالم تحت إغلاق وقيود صحية صارمة. حيث سجلت البورصات العالمية خسائر هائلة فيما عرف بـ "الخميس الأسود"، إذ خسرت باريس ١٢٪ من قيمتها، ومدريد ١٤٪، وميلان ١٧٪. أما خسائر لندن ١١٪، ونيويورك ١٠٪، فكانت الأكبر منذ ١٩٨٧. حيث استمرت هذه الآثار السلبية، خاصة في الولايات المتحدة حيث فقدت سوق الأسهم أكثر من ١٢٪.

أثرت جائحة كورونا بشكل كبير على أسواق المال في الدول العربية، حيث شهدت أسواق الأسهم تراجعاً حاداً في مارس ٢٠٢٠، على غرار الأسواق العالمية. الدول الخليجية، التي تعتمد على صادرات النفط، عانت من انخفاض كبير في أسعار النفط بسبب تراجع الطلب العالمي. ومع ذلك، تدخلت الحكومات العربية عبر حزم تحفيزية ضخمة لدعم الاقتصاد، مما ساهم في الحد من تأثير الأزمة على أسواق المال العربية".

(٧) تأثير أزمة الحرب الروسية الأوكرانية على أسواق المال العربية عام ٢٠٢٢

أدت أزمة الحرب الروسية الأوكرانية عام ٢٠٢٢ إلى ارتفاع أسعار السلع الأساسية مثل النفط والغاز الطبيعي، مما أثر بشكل كبير على اقتصادات المنطقة العربية التي تعتمد على هذه السلع بشكل رئيسي. أسواق المال في الدول العربية شهدت تقلبات شديدة نتيجة لهذه الزيادة في الأسعار، مما أدى إلى تراجع بعض القطاعات مثل السياحة والنقل. علاوة على ذلك، أدت الأزمة إلى زيادة في التضخم في العديد من الدول العربية بسبب ارتفاع تكاليف الاستيراد.

(٨) أزمة الحرب بين فلسطين وإسرائيل عام ٢٠٢٣

أدت التوترات المستمرة إلى تقلبات قصيرة الأجل في الأسواق العربية. كما شهدت الأسواق الخليجية زيادة مؤقتة في أسعار النفط نتيجة المخاوف الجيوسياسية، بينما تأثرت الأسواق في الدول المجاورة مثل مصر والأردن بانخفاض السياحة وتراجع الاستثمارات الأجنبية. والجدول التالي يوضح مقارنة تأثير الأزمات والمتغيرات العالمية على الأسواق العالمية والعربية.

جدول (١٤/٣)

أثر رفع الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي لأسعار الفائدة خلال عام ٢٠٢٣

الأزمة	العام	الأسواق العالمية المتأثرة	أثرها على الدول العربية
انهيار وول ستريت	١٩٢٩	بورصة نيويورك	انخفاض الطلب على السلع، تأثر النفط
الاثنين الأسود	١٩٨٧	أسواق الأسهم الأمريكية	انخفاض الاستثمارات الأجنبية
أزمة الرهون العقارية	٢٠٠٨	الأسواق العالمية	تراجع بورصات الخليج ومصر
الانهيار الصيني	٢٠١٥	بورصة شنغهاي	تقلب أسعار النفط وتأثيرها على الخليج
جائحة كورونا	٢٠٢٠	جميع الأسواق	انخفاض حاد في بورصات الخليج ومصر
أزمة الحرب الروسية الأوكرانية	٢٠٢٢	أوروبا وآسيا	ارتفاع أسعار النفط، تأثر الواردات بمصر
أزمة فلسطين وإسرائيل	٢٠٢٣	الأسواق العربية المجاورة	تراجع السياحة وزيادة تقلب أسعار النفط

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على:

Ishac Diwan (2023), "The New Debt Crisis of the Middle East: Political Economy to the Rescue?", Finance for Development Lab (FDL) at the Paris School of Economics.

تستمد فرص النمو جزئياً من الانخراط في الإصلاحات التي تم تجنبها سابقاً، مثل تلك التي يمكن أن تعزز الديناميكية في القطاع الخاص، وتحسن من تعبئة الموارد، وتقوي القدرة المالية للدولة. علاوة على ذلك، فإن التصدي للتحديات الجديدة المرتبطة بعالم متغير يمكن أن يساهم في تحسين آفاق النمو. ومن بين هذه التحديات، نجد ضرورة مواكبة التقدم التكنولوجي، والاستفادة من آثار تراجع العولمة، والتكيف مع تغير المناخ.

أصبح القطاع الخاص الآن سائدًا في جميع أنحاء العالم العربي، ولديه القدرة على أن يكون محركًا قويًا للنمو. ومع ذلك، بين عامي ٢٠١٢ و ٢٠٢٢، شهد الاستثمار الخاص انخفاضًا تاريخيًا، حيث تراجع من حوالي ٢٠٪ من الناتج المحلي الإجمالي في ثلاثة دول إلى أقل من حوالي ٥٪ في مصر وأقل من ١٠٪ في تونس ولبنان قبل الأزمة. هناك عدة أسباب وراء هذا التراجع، منها ازدحام التمويل الخاص بسبب الاحتياجات المالية الكبيرة، وارتفاع قوة الاحتكار، وزيادة مستويات المخاطر السياسية. نتيجة لبيئات الأعمال السيئة، تسعى الشركات إلى الابتعاد عن الدولة أو الاقتراب منها قدر الإمكان. كما أن المشهد المؤسسي يفتقر إلى الشركات المتوسطة الحجم، التي تُعتبر من أكثر الشركات ديناميكية في خلق فرص العمل على مستوى العالم، وذلك بسبب المنافسة غير العادلة من مجموعة كبيرة من الشركات الصغيرة غير الرسمية وقلة من الشركات المهيمنة.

٤/ الإطار التطبيقي لأثر المتغيرات الاقتصادية على الأسواق المالية في الدول العربية

توصيف النموذج القياسي Specification of the Econometrics Model يعتمد اعتماداً كلياً على النظرية الاقتصادية وما يتاح للباحث من بيانات ومعلومات عن الظاهرة موضوع الدراسة ويقصد بتوصيف النموذج دراسة العلاقة بين المتغيرات والتعبير عنها في صورته رياضية.

١/٤ صياغة نموذج الدراسة

في علم الاقتصاد القياسي يشير وضع التوازن Equilibrium إلى الموقف الذي يظل فيه المتغير التفسيري ثابتاً Constant لعدد كبير من السنوات، بحيث تتقارب قيمة المتغير التابع إلى قيمة توازنية ثابتة وهو الأمر الذي يعرف بأسم الاستقرار الساكن، وهو الأمر الذي لا يحدث إلا في الأجل الطويل، أما في حالة عدم التوازن والذي نشاهده دائماً في الأجل القصير فإن الأخطاء المقدره في نماذج الانحدار غالباً ما تختلف معنوياً عن الصفر. وهذا الوضع السابق الخاص بالتوازن في الأجل الطويل يناسب التطبيقات الهندسية ولا يناسب التطبيقات الاقتصادية التي غالباً ما يختلف فيها خطأ عدم التوازن Disequilibrium Error ويستطيع نموذج تصحيح الخطأ Vector Error Correction Model والذي يعرف اختصاراً باسم (VECM) الجمع بين النموذج التوازني طويل الأجل والنموذج غير التوازني قصير الأجل Short Run disequilibrium Model وبما يساعد علي تقدير المرونات قصيرة وطويلة الأجل.

هناك ثلاث مراحل يمكن من خلالها تقدير النموذج القياسي المستخدم في الدراسة تتمثل المرحلة الأولى في تحليل السلاسل الزمنية لتحديد درجة الاستقرار والتكامل أما في المرحلة الثانية فيتم تحديد طبيعة العلاقة بين المتغيرات في الأجل الطويل باستخدام منهجية التكامل المشترك وبعد ذلك تأتي المرحلة الثالثة والأخيرة وهي اختبار وجود العلاقة طويلة الأجل من خلال نموذج تصحيح الخطأ وسيتم تناول هذه المراحل بشيء من التفصيل.

١/١/٤ تحديد الهدف وتعريف المتغير التابع

الهدف من بناء هذا النموذج الذي نحن بصددده هو إيجاد علاقة كمية صحيحة علمياً وممكنه التطبيق عملياً بين مؤشرات سوق المال وبعض المتغيرات الرئيسية التي تؤثر في اتجاهاته وذلك في بعض الدول العربية. والمتغير التابع هو مؤشر سوق المال *Stock market index*، والذي يعكس الأسهم المتداولة، القيمة الإجمالية (٪ من إجمالي الناتج المحلي) (٪ سنوياً).

١/١/١/٤ تحديد المتغيرات المستقلة وتعريفها

أن المتغيرات المستقلة التي تؤثر على معدل التضخم باعتباره متغيراً تابعاً تتغير قيمته تبعاً للمتغيرات التي تطرأ على المتغيرات المستقلة، وهي عبارة عن:

(١) معدل الفائدة الحقيقي (*Real interest rate (%)*)

حيث يشمل هذا المتغير معدل الفائدة الحقيقي (%). حيث يتضمن هذا المتغير سعر الفائدة الحقيقي هو سعر فائدة القرض الذي يتم تعديله بسبب التضخم كما يقيسه معامل انكماش الناتج المحلي. تتوقع الدراسة ان تكون العلاقة عكسية بين معدلات الفائدة وسوق الأوراق المالية. عادة هناك علاقة عكسية بين معدلات الفائدة وسوق الأوراق المالية. عندما ترتفع أسعار الفائدة، تنخفض أسعار الأسهم. كما اعتمدت الدراسة في قياس هذا المتغير على البيانات الصادرة في تقارير البنك الدولي *World Bank Indicators*.

(٢) سعر الصرف (*Exchange Rate (%)*)

تتوقع الدراسة أن تكون هناك علاقة طردية بين ارتفاع المؤشر الرئيسي لسوق الأوراق المالية وتحرير سعر الصرف. حيث يشير سعر الصرف الرسمي إلي سعر الصرف الذي تحدده السلطات الوطنية أو السعر المحدد بسوق الصرف المسموح بها قانوناً. ويتم حسابه كمتوسط سنوي استناداً للمتوسطات الشهرية (وحدات العملة المحلية مقابل الدولار الأمريكي). واعتمدت الدراسة في قياس هذا المتغير على البيانات الصادرة في تقارير البنك الدولي *World Bank Indicators*.

(٣) معدل التضخم (*Inflation Rate (%)*)

ويشمل هذا المتغير التضخم، وهو يمثل الأسعار التي يدفعها المستهلكون (% سنوياً) كما يقيسه مؤشر أسعار المستهلكين التغير السنوي للنسبة المئوية في التكلفة على المستهلك المتوسط للحصول على سلة من السلع والخدمات التي يمكن أن تثبت أو تتغير على فترات زمنية محددة، ككل سنة مثلاً. وتتوقع الدراسة ان تكون هناك علاقة سالبة وعكسية بين مؤشر أسواق المال ومعدل التضخم. حيث أن النمو في أسعار الأسهم ينخفض أثناء ارتفاع معدلات التضخم. واعتمدت الدراسة في قياس هذا المتغير على البيانات الصادرة في تقارير البنك الدولي *World Bank Indicators*.

(٤) النمو الاقتصادي (*Economic growth*)

تتوقع الدراسة أن تكون هناك علاقة ايجابية ومباشرة بين النمو الاقتصادي (% معدل النمو في الناتج المحلي الاجمالي) ومؤشر أسواق المال، ويتم الحصول على هذا المتغير وهو معدل النمو السنوي لإجمالي الناتج المحلي بأسعار السوق على أساس سعر ثابت للعملة المحلية. وتستند الإجماليات إلى السعر الثابت للدولار الأمريكي عام ٢٠١٠. وإجمالي الناتج المحلي هو عبارة عن مجموع إجمالي القيمة المضافة من جانب جميع المنتجين المقيمين في الاقتصاد مضاف إليها الضرائب على المنتجات ويخصم منها أية إعانات غير مشمولة في قيمة المنتجات. ويتم حسابه بدون اقتطاع قيمة إهلاك الأصول المصنعة أو إجراء أية خصوم بسبب نزوب وتدهور الموارد الطبيعية. واعتمدت الدراسة في قياس هذا المتغير على البيانات الواردة في تقارير البنك الدولي *World Bank Indicators*.

وفقاً للعرض السابق للعلاقات المتوقعة ما بين المتغير التابع والمتمثل في مؤشر أسواق المال، والمتغيرات المستقلة تعرض لنا المعادلة التالية معادلة الانحدار الخطى المتعدد للنموذج خلال فترة الدراسة.

$$SMI = \alpha + \beta EGDP - \beta_1 RIR + \beta_2 ER - \beta_3 IR + M$$

وتوضح المعادلة السابقة معادلة الانحدار الخطى المتعدد *Multiple Linear Regression* لتفسير التغيرات في النمو الاقتصادي حيث تشير متغيرات النموذج إلى:

α : تشير إلى ثابت المعادلة

SMI: يشير إلى مؤشر أسواق المال

EGDP: يشير إلى معدل النمو الاقتصادي

RIR: يشير إلى معدل الفائدة الحقيقي

ER: يشير إلى معدل سعر الصرف

IR: يشير إلى معدل التضخم

$\beta, \beta_1, \beta_2, \beta_3$ تشير إلى معاملات النموذج

M : وهي تمثل حد الخطأ العشوائي.

سيتم تطبيق نموذج الدراسة باستخدام بيانات سنوية عن مؤشر أسواق المال (SMI) ومتغيرات الدراسة وذلك خلال الفترة (٢٠٢٣-٢٠٠٠). وذلك بالاعتماد على البيانات الواردة في تقارير البنك الدولي *World Bank Indicators*.

٢/١/٤ اختبارات استقرار السلاسل الزمنية

تستخدم لفحص درجة تكامل السلسلة الزمنية للمتغيرات محل الدراسة وذلك من أجل التعرف على ما إذا كانت هذه المتغيرات مستقرة أم لا، وذلك لأن طبيعة هذه السلاسل تكون غير ساكنة مما يؤدي إلى ما يعرف بظاهرة الانحدار الزائف *Spurious Regression* الذي يعني أن وجود اتجاه عام *Trend* في السلاسل الزمنية للمتغيرات قد يؤدي إلى علاقة معنوية بين هذه المتغيرات حتى لو كان الاتجاه العام هو الشيء الوحيد المشترك بينها. وبما أن معظم السلاسل الزمنية للمتغيرات الاقتصادية تتصف بخاصية عدم الاستقرار لذلك نقوم أولاً باختبار استقرار هذه السلاسل وتحديد درجة استقرارها، حيث يتم ذلك باستخدام ما يسمى اختبار *Dickey-Fuller*.

٣/١/٤ تقديرات واختبارات التكامل المشترك

بعد التعرف على درجة تكامل السلاسل الزمنية للمتغيرات محل الدراسة تكون الخطوة التالية وهي التقديرات واختبارات التكامل المشترك بين المتغيرات ذات درجة التكامل المتماثلة (التي تحتوي على نفس الجذر).

٤/١/٤ نموذج تصحيح الخطأ والتكامل المشترك

وتحت افتراض التكامل المشترك، فإن الانحدار البسيط سيفي بالغرض ليقدم نتائج متنسقة لمعامل الأجل الطويل على الرغم من وجود ارتباط بين المتغيرات المفسرة والخطأ العشوائي. حيث تقدر المعادلة السابقة باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) وكذلك تقدير العلاقة طويلة الأجل يتم بطريقة المربعات الصغرى العادية أيضاً، حيث يتم اختبار التكامل المشترك باختبار استقرار المتغير العشوائي. لكن مع ظهور طريقة الإمكان الأعظم المطورة من قبل يوهانسون، أصبح بالإمكان الحصول على تأثير الأجل القصير والأجل الطويل، وذلك باستخدام نموذج تصحيح الخطأ ونموذج اتجاه الانحدار الذاتي (VAR)* وتحليل التكامل المشترك للعديد من المتغيرات الاقتصادية لإمكانية وجود أكثر من متجه للتكامل المشترك.

١/٤/١/٤ اختبار (Johansen)

يمكن توضيح أسلوب يوهانسون كالاتي:

$$Y_t = Z_1 Y_{t-1} + Z_2 Y_{t-2} + \dots + Z_k Y_{t-k} + E_t \dots (14)$$

بافتراض أن متجه الانحدار الذاتي المكون من متغيرين ذو أخطاء طبيعية على النحو السابق حيث:

(Y_t) متجه مكون من متغيرين، (E_t) هي (1×2) متجه من الحدود العشوائية الموزعة توزيعاً طبيعياً حيث (2×2) Z معاملات للمصفوفة. ويمكن تعريف معلمة التوازن أو معلمة التكامل المشترك على النحو الآتي:

$$I - Z_1 - Z_2 - \dots - Z_k = Z \dots (15)$$

حيث (Z) تمثل مصفوفة (2×2) والتي تحدد ($Rank$) عدد التوليفات الخطية المستقبلية والساكنة التي يمكن الحصول عليها من هذين المتغيرين، من هنا فإن اختبار التكامل المشترك هو اختبار لرتبة المصفوفة (Z) وفحص ما إذا كانت القيم الذاتية لهذه المصفوفة مختلفة وبشكل معنوي عن الصفر، وعندها يكون هناك ثلاث حالات (محمد القرشي، ٢٠٠٤):

١. أن تكون رتبة Z مساوية N (عدد المتغيرات) وهنا تكون ساكنة (أي أن المتغيرات متكاملة من الدرجة صفر).

٢. أن تكون رتبة Z مساوية للصفر، غير مستقرة.

٣. أن تكون رتبة Z مساوية R لكنها أقل من N أي $0 < Rank(a) = R < N$

* يعد الـ (Vector Autoregressive Model (VAR) أهم نماذج تحليل الإقتصاد القياسى لسلسلة زمنية متعددة المتغيرات، هذا ويعد VAR إمتداداً لنموذج الإنحدار الذاتي وحيد المتغير، إلا أن هذا النموذج يختلف عن الإنحدار الذاتي في كونه يوضح فترات الإبطاء ما بين المتغيرات، وأيضاً مفيد في وصف السلوك الديناميكي للسلسلة الزمنية، وعلى الجانب الآخر يوضح الـ VAR العلاقة التبادلية ما بين المتغيرات محل التحليل.

٢/٤ تقدير نموذج الدراسة والنتائج القياسية

ان التحليل الإحصائي المتعدد المتغيرات يهدف إلى التعامل مع البيانات ذات الأبعاد المرتفعة. فمن ناحية، لا بد أن توفر القياسات المزيد من المتغيرات والمزيد من المعلومات حول المشكلات الإحصائية. ولكن من ناحية أخرى، يحتاج النموذج الذي يحتوي على المزيد من المتغيرات إلى المزيد من المعلمات لوصفها، وبالتالي فإن المزيد من الكفاءة سوف تضيق بسبب تقدير المعلمات. لذلك، أصبح تقليل عدد المتغيرات بشكل مناسب (أي استبعاد تلك الأقل أهمية) أو اقتراح نماذج إحصائية جديدة تتضمن عددًا أقل من المعلمات موضوعًا مثيرًا للاهتمام في كل من الإحصاءات النظرية والتطبيقية. وفيما يلي توصيف عام لمتغيرات الدراسة للنماذج الإحصائية المستخدمة في الدراسة الإحصائية لكل من (مصر، وقطر، والإمارات، والسعودية).

جدول (١/٤)

توصيف عام لمتغيرات الدراسة لنموذج دولة جمهورية مصر العربية

<i>General description of the model variables (Egypt Model)</i>					
<i>Mean</i>	<i>EGDP</i>	<i>ER</i>	<i>IR</i>	<i>RIR</i>	<i>SMI</i>
<i>Median</i>	4.376017	9.787624	9.929586	2.142931	20.38546
<i>Maximum</i>	4.263932	6.126150	9.767323	1.533986	7.694414
<i>Minimum</i>	7.156284	30.62641	29.50661	11.21451	58.85502
<i>Std.Dev.</i>	1.764572	3.472050	2.269757	-8.758194	2.354377
<i>Skewness</i>	1.612596	6.761908	5.908830	4.995210	19.53020
<i>Kurtosis</i>	0.260965	1.486126	1.423990	-0.210208	0.622413
<i>Sum</i>	105.0244	234.9030	238.3101	51.43033	489.2511
<i>Sum sq.Dev.</i>	59.81075	1051.638	803.0283	573.8988	8772.860

المصدر: نتائج البرنامج الإحصائي ضمن مخرجات برنامج E-Views.10 المستخدم في التحليل القياسي.

جدول (٢/٤)

توصيف عام لمتغيرات الدراسة لنموذج دولة قطر

<i>General description of the model variables (Qatar Model)</i>					
<i>Mean</i>	<i>EGDP</i>	<i>ER</i>	<i>IR</i>	<i>RIR</i>	<i>SMI</i>
<i>Median</i>	7.792199	1.964763	3.203448	0.149013	22.24437
<i>Maximum</i>	5.043835	2.167319	2.284515	-3.756706	18.80499
<i>Minimum</i>	26.17025	2.628934	15.05015	41.25295	41.80313
<i>Std.Dev.</i>	-3.557604	1.048604	-4.863278	-18.30132	7.564259
<i>Skewness</i>	7.550995	0.482929	4.927231	15.86533	10.39066
<i>Kurtosis</i>	0.833182	-0.748162	0.988824	1.347990	0.251086
<i>Sum</i>	187.0128	47.15431	76.88276	3.576310	533.8648
<i>Sum sq.Dev.</i>	1311.403	5.364077	558.3850	5789.303	2483.215

المصدر: نتائج البرنامج الإحصائي ضمن مخرجات برنامج E-Views.10 المستخدم في التحليل القياسي.

جدول (٣/٤)

توصيف عام لمتغيرات الدراسة لنموذج دولة المملكة العربية السعودية

<i>General description of the model variables (Kingdom of Saudi Arabia Model)</i>					
<i>Mean</i>	<i>EGDP</i>	<i>ER</i>	<i>IR</i>	<i>RIR</i>	<i>SMI</i>
<i>Median</i>	3.450436	1.464944	2.293848	2.035424	84.65010
<i>Maximum</i>	3.505325	1.601718	2.347216	1.863246	56.66897
<i>Minimum</i>	11.24207	2.104629	9.870248	3.965520	372.2599
<i>Std.Dev.</i>	-3.581535	0.831151	-2.093333	1.080338	11.25463
<i>Skewness</i>	3.947579	0.401567	2.648491	0.737657	92.98601
<i>Kurtosis</i>	0.103194	-0.268689	0.759830	0.973659	2.155734
<i>Sum</i>	82.81046	35.15866	55.05234	48.85018	2031.602
<i>Sum sq.Dev.</i>	358.4177	3.708897	161.3336	12.51518	198867.2

المصدر: نتائج البرنامج الإحصائي ضمن مخرجات برنامج E-Views.10 المستخدم في التحليل القياسي.

جدول (٤/٤)

توصيف عام لمتغيرات الدراسة لنموذج دولة الامارات العربية المتحدة

<i>General description of the model variables</i> (United Arab Emirates Model)					
<i>Mean</i>	<i>EGDP</i>	<i>ER</i>	<i>IR</i>	<i>RIR</i>	<i>SMI</i>
<i>Median</i>	3.912511	1.889835	3.496796	5.262790	14.53867
<i>Maximum</i>	3.784775	2.101354	2.297424	5.261748	11.02180
<i>Minimum</i>	10.85270	2.499422	12.25042	7.571460	34.78933
<i>Std.Dev.</i>	-5.242922	1.147049	-2.079403	2.123564	4.158262
<i>Skewness</i>	4.065172	0.446668	3.703148	1.249574	9.151763
<i>Kurtosis</i>	-0.419511	-0.553032	0.797518	-0.314927	0.772680
<i>Sum</i>	93.90027	45.35605	83.92311	126.3069	348.9281
<i>Sum sq.Dev.</i>	380.0893	4.588778	315.4061	35.91303	1926.360

المصدر: نتائج البرنامج الإحصائي ضمن مخرجات برنامج E-Views.10 المستخدم في التحليل القياسي.

١/٢/٤ اختبار جذر الوحدة والاستقرار

يتم استخدام اختبار جذر الوحدة للتعرف على درجة تكامل السلسلة الزمنية للمتغيرات الاقتصادية محل الدراسة لمعرفة ما إذا كانت المتغيرات مستقرة أم غير مستقرة وسوف نعتمد في هذه الدراسة على اختبار ديكي فوللر الموسع (*ADF*) واختبار فرضية العدم القائلة بوجود جذر الوحدة أي عدم استقرار السلاسل الزمنية. ويوضح جدول (٥/٤)، (٦/٤) النتائج الإحصائية التي تم الحصول عليها في إجراء تطبيق اختبار ديكي فوللر عند المستوى وعند الفروق الأولى، كما يتضمن القيم الحرجة عند مستوي معنوية (٥٪).

جدول (٥/٤) نتائج اختبار مدي استقرار السلاسل الزمنية لمتغيرات النموذج القياسي (اختبار ديكي فوللر *Dickey - Fuller Test Statistic*)

القيم الحرجة Critical values للفروق الأولى (<i>first</i>) (<i>Difference 1</i>)	القيمة الاحتمالية عند 5%	المتغير	القيم الحرجة Critical Value (Level) المستوي	القيمة الاحتمال ية عند 5%	المتغير
المجموعة الأولى:					
أولاً: نموذج مصر <i>Egypt Model</i>					
-3.0299**	0.0016	Δ SMI	-3.0403*	0.6875	SMI
-3.0048**	0.0003	Δ EGDP	-2.9980*	0.0567	EGDP
-3.0403**	0.0000	Δ ER	-3.0521*	0.9236	ER
-3.0048**	0.0002	Δ IR	-2.9980*	0.0547	IR
-3.00048**	0.0000	Δ RIR	-2.9980*	0.0589	RIR
ثانياً: نموذج قطر <i>Qatar Model</i>					
-3.0004**	0.0015	Δ SMI	-2.7980*	0.4875	SMI
-3.0004**	0.0000	Δ EGDP	-3.0041*	0.6858	EGDP
-3.0004**	0.0001	Δ ER	-2.9980*	0.3220	ER
-3.0004**	0.0011	Δ IR	-2.9980*	0.1269	IR
-3.0123**	0.0003	Δ RIR	-2.9980*	0.0100	RIR

المصدر: نتائج البرنامج الإحصائي ضمن مخرجات برنامج E-Views.10 المستخدم في التحليل القياسي.

- تشير Δ الى الفروق من الدرجة الأولى.
- * غير معنوي عند المستوي و ** معنوي عند الفرق الأول عند درجة 5%.
- يتضح من الجدول السابق أن جميع السلاسل الزمنية للمتغير التابع والمتغيرات المستقلة استقرت عند الفرق الأول.

جدول (٦/٤) نتائج اختبار مدي استقرار السلاسل الزمنية لمتغيرات النموذج القياسي (اختبار ديكي فوللر *Dickey - Fuller Test Statistic*)

القيم الحرجة Critical values للفروق الأولى (<i>first Difference I</i>)	القيمة الاحتمالية عند 5%	المتغير	القيم الحرجة Critical Value (Level) المستوي	القيمة الاحتمالية عند 5%	المتغير
المجموعة الثانية:					
Kingdom of Saudi Arabia Model أولاً: نموذج المملكة العربية السعودية					
-3.0403**	0.0055	Δ SMI	-3.0048*	0.0518	SMI
-2.9980**	0.0025	Δ EGDP	-3.0521*	0.0065	EGDP
-3.0048**	0.0000	Δ ER	-3.0048*	0.7593	ER
-3.0048**	0.0000	Δ IR	-2.9980*	0.0769	IR
-3.0123**	0.0002	Δ RIR	-2.9980*	0.0802	RIR
United Arab Emirates ثانياً: نموذج الامارات العربية المتحدة					
-3.0048**	0.0002	Δ SMI	-2.9980*	0.0719	SMI
-3.0048**	0.0000	Δ EGDP	-2.9980*	0.0072	EGDP
-3.0046**	0.0007	Δ ER	-2.9980*	0.6238	ER
-3.0123**	0.0005	Δ IR	-2.9980*	0.1954	IR
-3.0048**	0.0003	Δ RIR	-2.9980	0.1799	RIR

المصدر: نتائج البرنامج الإحصائي ضمن مخرجات برنامج E-Views.10 المستخدم في التحليل القياسي

- تشير Δ الى الفروق من الدرجة الأولى.
- * غير معنوي عند المستوي و ** معنوي عند الفرق الأول عند درجة 5%.
- يتضح من الجدول السابق أن جميع السلاسل الزمنية للمتغير التابع والمتغيرات المستقلة استقرت عند الفرق الأول.

ويتضح من الجدول السابق أن متغيرات السلاسل الزمنية غير مستقرة في مستواها لكنها بالمقابل مستقرة عند الفروق الأولى وتكون متكاملة من الدرجة (I) ~ I حيث أن القيم المحسوبة لاختبار (ADF) تزيد عن القيم الحرجة عند مستوى معنوية (5%) مما يعني عدم إمكانية رفض فرضية استقرار المتغيرات وبالتالي يمكن القول أنه في (95%) من الحالات لا يمكن رفض فرضية استقرار المتغيرات. وبعد الانتهاء من المرحلة الأولى وهي التحقق من استقرار السلاسل الزمنية للمتغير التابع والمتغيرات المستقلة وتحويل السلاسل الزمنية غير المستقرة إلى سلاسل زمنية مستقرة تأتي الخطوة الثانية وهي صياغة النموذج، ولقد تم اخذ الفرق الأول لكلاً من المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، وكانت المعادلة علي النحو التالي:

$$\Delta SMI = \alpha + \Delta \beta EGDP - \Delta \beta 1 RIR + \Delta \beta 2 ER - \Delta \beta 3 IR + M$$

وتوضح المعادلة السابقة معادلة الانحدار الخطى المتعدد *Multiple Linear Regression* بعد أخذ الفرق الأول لتفسير التغيرات في النمو الاقتصادي حيث تشير متغيرات النموذج إلى: α : تشير إلى ثابت المعادلة (قيمة المتغير التابع عندما تساوى قيمة المتغيرات المستقلة الصفر).

ΔSMI : الفرق الأول لمتغير مؤشر سوق المال.

$\Delta EGDP$: يشير إلى الفرق الأول لمتغير معدل النمو الاقتصادي.

ΔRIR : يشير إلى الفرق الأول لمتغير معدل الفائدة الحقيقي.

ΔER : يشير إلى الفرق الأول لمتغير سعر الصرف.

ΔIR : يشير إلى الفرق الأول لمتغير معدل التضخم.

تشير إلى معالم النموذج $\beta, \beta 1, \beta 2, \beta 3$

M : وهى تمثل حد الخطأ العشوائى.

٢/٢/٤ اختبار التكامل المشترك *Co-Integration Testing*

لقد أصبح التكامل المشترك متطلب اساسي لأي نموذج اقتصادي مبني علي بيانات سلاسل زمنية غير مستقرة (ديناميكية). ولاختبار العلاقة التوازنية بين متغيرات النموذج يتم استخدام اختبار التكامل المشترك باستخدام طريقة *Johansen*. فقد افترض جوهانسون اختبارين لتحليل التكامل المشترك، الاختبار الأول وهو اختبار الأثر *Trace Test* فإذا كانت قيمة الأثر أكبر من القيم الحرجة فذلك يعني رفض الفرض العدم القائل بعدم وجود علاقة توازنية طويلة الأجل، ويتم قبول الفرض البديل القائل بوجود علاقة تكامل مشترك طويلة الأجل والاختبار الثاني هو اختبار القيمة الكامنة العظمي *Maximum Eigenvalue* والذي يشير إلي أنه إذا كانت القيمة الكامنة العظمي أكبر من القيمة الحرجة فهذا يعني رفض الفرض العدم القائل بعدم وجود علاقة تكامل مشترك طويلة الأجل وقبول الفرض البديل القائل بوجود علاقة توازنية طويلة الأجل.

١/٢/٢/٤ نتائج اختبار التكامل المشترك *Co-Integration Testing*

أولاً: نتائج اختبار التكامل المشترك لنموذج مصر

جدول (٧/٤) نتائج اختبار التكامل المشترك (اختبار الأثر) لنموذج مصر

Johansen cointegration test (Trace Test) Egypt Model

Series: SMI EGDG IR ER RIR

Lags interval (in first differences): 1 to 1

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized	Trace	0.05		
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None	0.711199	51.95134	69.81889	0.5516
At most 1	0.355572	24.62694	47.85613	0.9282
At most 2	0.298609	14.96030	29.79707	0.7827
At most 3	0.198452	7.157109	15.49471	0.5595
At most 4	0.098876	2.290482	3.841466	0.1302

Trace test indicates no cointegration at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

جدول (٨/٤) نتائج اختبار التكامل المشترك (اختبار القيمة الكامنة العظمي) لنموذج مصر

Johansen cointegration test (Maximum Eigenvalue) Egypt Model

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

Hypothesized	Max-Eigen	0.05		
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None	0.711199	27.32440	33.87687	0.2464
At most 1	0.355572	9.666643	27.58434	0.9891
At most 2	0.298609	7.803188	21.13162	0.9153
At most 3	0.198452	4.866626	14.26460	0.7586
At most 4	0.098876	2.290482	3.841466	0.1302

Max-eigenvalue test indicates no cointegration at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

يتضح من الجدول (٧/٤) والجدول (٨/٤) نتائج اختبارات التكامل المشترك (اختبار الاثر واختبار القيمة الكامنة العظمي) لمتغيرات نموذج المانيا للبيانات السنوية (٢٠٢٣-٢٠٠٠) وقد أظهرت النتائج قبول الفرض العدم القائل بعدم وجود علاقة تكامل مشترك ورفض الفرض البديل القائل بوجود علاقة تكامل مشترك طويلة الاجل. حيث اوضحت النتائج عدم وجود أى علاقات توازنية طويلة الاجل بين المتغيرات للدولة محل الدراسة. لذلك لا يتم هنا فى نموذج دولة مصر استخدام نموذج تصحيح الخطأ (VECM) الذي يعمل علي تعقب العلاقات طويلة المدى بين المتغيرات.

ثانياً: نتائج اختبار التكامل المشترك لنموذج دولة قطر

جدول (٩/٤) نتائج اختبار التكامل المشترك (اختبار الأثر) لنموذج قطر

Johansen cointegration test (Trace Test) Qatar Model

Series: SMI EGDG ER IR RIR

Lags interval (in first differences): 1 to 1

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized		Trace	0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None *	0.862758	96.04101	69.81889	0.0001
At most 1 *	0.685133	52.34887	47.85613	0.0178
At most 2	0.498830	26.92553	29.79707	0.1035
At most 3	0.293731	11.72770	15.49471	0.1705
At most 4 *	0.169160	4.077004	3.841466	0.0435

Trace test indicates 2 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

جدول (١٠/٤)

نتائج اختبار التكامل المشترك (اختبار القيمة الكامنة العظمي) لنموذج دولة قطر

Johansen cointegration test (Maximum Eigenvalue

(Qatar Model)

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.862758	43.69214	33.87687	0.0025
At most 1	0.685133	25.42334	27.58434	0.0922
At most 2	0.498830	15.19783	21.13162	0.2753
At most 3	0.293731	7.650700	14.26460	0.4153
At most 4 *	0.169160	4.077004	3.841466	0.0435

Max-eigenvalue test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

يتضح من الجدول (٩/٤) والجدول (١٠/٤) نتائج اختبارات التكامل المشترك (اختبار الاثر واختبار القيمة الكامنة العظمي) لمتغيرات نموذج دولة قطر للبيانات السنوية (٢٠٢٣-٢٠٠٠) وقد أظهرت النتائج رفض الفرض بعدم القائل بوجود علاقة تكامل مشترك وقبول الفرض البديل القائل بوجود علاقة تكامل مشترك طويلة الأجل. حيث اوضحت النتائج وجود عدد (٢) علاقات توازنية طويلة الأجل لذلك سوف يتم استخدام نموذج تصحيح الخطأ (VECM) الذي يعمل علي تعقب العلاقات طويلة المدى بين المتغيرات.

ثالثاً: نتائج اختبار التكامل المشترك لنموذج دولة المملكة العربية السعودية

جدول (١١/٤) نتائج اختبار التكامل المشترك (اختبار الأثر) لنموذج السعودية

Johansen cointegration test (Trace Test)

KSA Model

Series: SMI EGDG ER RIR IR

Lags interval (in first differences): 1 to 1

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.937079	136.2624	69.81889	0.0000
At most 1 *	0.817061	75.41309	47.85613	0.0000
At most 2 *	0.747388	38.04379	29.79707	0.0045
At most 3	0.253649	7.773941	15.49471	0.4899
At most 4	0.058990	1.337628	3.841466	0.2475

Trace test indicates 3 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

جدول (١٢/٤) نتائج اختبار التكامل المشترك (اختبار القيمة الكامنة العظمى) لنموذج السعودية

Johansen cointegration test (Maximum Eigenvalue)

KSA Model

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.937079	60.84928	33.87687	0.0000
At most 1 *	0.817061	37.36931	27.58434	0.0020
At most 2 *	0.747388	30.26985	21.13162	0.0020
At most 3	0.253649	6.436313	14.26460	0.5579
At most 4	0.058990	1.337628	3.841466	0.2475

Max-eigenvalue test indicates 3 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

د. محمد أمين حنفي

يتضح من الجدول (١١/٤) والجدول (١٢/٤) نتائج اختبارات التكامل المشترك (اختبار الاثرواختبار القيمة الكامنة العظمي) لمتغيرات نموذج دولة المملكة العربية السعودية للبيانات السنوية (٢٠٢٣-٢٠٠٠) وقد أظهرت النتائج رفض الفرض بعدم وجود علاقة تكامل مشترك وقبول الفرض البديل القائل بوجود علاقة تكامل مشترك طويلة الاجل . حيث اوضحت النتائج وجود عدد (٣) علاقات توازنية طويلة الاجل لذلك سوف يتم استخدام نموذج تصحيح الخطأ (VECM) الذي يعمل علي تعقب العلاقات طويلة المدى بين المتغيرات.

رابعاً: نتائج اختبار التكامل المشترك لنموذج دولة الامارات العربية المتحدة

جدول (١٣/٤) نتائج اختبار التكامل المشترك (اختبار الأثر) الامارات

Johansen cointegration test (Trace Test)

(UAE Model)

Series: SMI EGDP IR ER RIR

Lags interval (in first differences): 1 to 1

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized	Trace	0.05		
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None *	0.840521	93.03840	69.81889	0.0003
At most 1 *	0.667284	52.64985	47.85613	0.0166
At most 2	0.469300	28.43959	29.79707	0.0711
At most 3	0.403832	14.50132	15.49471	0.0702
At most 4	0.132308	3.122196	3.841466	0.0772

Trace test indicates 2 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

جدول (١٤/٤) نتائج اختبار التكامل المشترك (اختبار القيمة الكامنة العظمي) لنموذج الامارات

Johansen cointegration test (Maximum Eigenvalue)

(UAE Model)

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.840521	40.38855	33.87687	0.0073
At most 1	0.667284	24.21026	27.58434	0.1276
At most 2	0.469300	13.93826	21.13162	0.3701
At most 3	0.403832	11.37913	14.26460	0.1362
At most 4	0.132308	3.122196	3.841466	0.0772

Max-eigenvalue test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

يتضح من الجدول (١٣/٤) والجدول (١٤/٤) نتائج اختبارات التكامل المشترك (اختبار الاثر واختبار القيمة الكامنة العظمي) لمتغيرات نموذج دولة الامارات العربية المتحدة للبيانات السنوية (٢٠٢٣-٢٠٠٠) وقد أظهرت النتائج رفض الفرض بعدم القائل بعدم وجود علاقة تكامل مشترك وقبول الفرض البديل القائل بوجود علاقة تكامل مشترك طويلة الاجل . حيث اوضحت النتائج وجود عدد (٢) علاقات توازنية طويلة الاجل لذلك سوف يتم استخدام نموذج تصحيح الخطأ (VECM) الذي يعمل علي تعقب العلاقات طويلة المدى بين المتغيرات.

٣/٢/٤ نموذج تصحيح الخطأ (VECM) Vector Error Correction Estimates

بعد التأكد من وجود التكامل المشترك تأتي الخطوة الثالثة والأخيرة في الاختبار وتتضمن تصميم وبناء نموذج تصحيح الخطأ (VECM) فاذا كانت المتغيرات التي تتكون منها ظاهرة ما تتصف بخاصية التكامل المشترك، فإن النموذج الاكثر ملائمة لتقدير العلاقة بينها يصبح هو نموذج تصحيح الخطأ. وبالطبع اذا كانت المتغيرات لا تتصف بهذه الخاصية فإن هذا النموذج لا يصبح صالحاً لتفسير سلوك هذه الظاهرة. ويستخدم هذا النموذج عادة للتوفيق بين السلوك قصير الاجل والسلوك طويل الاجل للعلاقات الاقتصادية.

يفترض في المتغيرات الاقتصادية أنها تتجه في الاجل الطويل نحو حالة من الاستقرار يطلق عليها في الاقتصاد وضع التوازن، وهي في طريقها لهذا الوضع قد تنحرف عن المسار المتجه إليه لاسباب مؤقتة ولكن لا يطلق عليها صفة الاستقرار الا اذا اثبتت انها تتجه لوضع التوازن طويل الاجل، وعموماً يلاحظ انه حتي اذا كانت السلاسل الزمنية غير مستقرة كل علي حده، ولكنها تتصف بخاصية التكامل المشترك كمجموعة، يصبح النموذج الملائم لتقدير العلاقة بينها هو نموذج تصحيح الخطأ، ولا يترتب علي قياس العلاقة بينها في هذه الحالة الحصول علي انحدار زائف (عبد القادر عطية، ٢٠٠٥).

أولاً: نموذج تصحيح الخطأ (نموذج قطر) *Vector Error Correction Estimates*

وبعد ما يتم التأكد من أن المتغيرات متكاملة تكاملاً مشتركاً وأن هناك علاقة توازنية طويلة الأجل، فإن المرحلة الأخيرة هي إجراء اختبار تصحيح الخطأ (*VECM*) وكانت نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ على النحو التالي:

جدول (١٥/٤) نتائج نموذج تصحيح الخطأ (*VECM*) (نموذج دولة قطر)

Vector Error Correction Estimates Qatar Model

Dependent Variable: SMI (2000-2023)

Independent Variables	Coefficient	Std. Error	t-Statistic
ECM(-1)	-0.021015	0.204066	2.102983*
D(EGDP(-1))	-0.198708	0.164327	1.209221
D(ER(-1))	-16.29272	3.583872	4.546121*
D(IR(-1))	1.647448	0.421038	3.912825*
D(RIR(-1))	0.089551	0.077343	1.157839
C(5)	50.53751	10.21955	4.945180*
R-squared	0.858157	Mean dependent var	21.89778
Adjusted R-squared	0.816438	S.D. dependent var	10.48138
S.E. of regression	4.490656	Akaike info criterion	6.061333
Sum squared resid	342.8219	Schwarz criterion	6.357549
F-statistic	-63.70533	S.E. equation	6.135830
Log likelihood	20.57012	Durbin-Watson stat	1.811680

* Significant

يتضح لنا من نتائج نموذج تصحيح الخطأ معنوية معظم النتائج مما يؤكد على العلاقة التوازنية طويلة الأجل بين المتغير التابع (مؤشر أسواق المال) والمتغيرات المستقلة (النمو الاقتصادي *EGDP*، سعر الصرف *ER*، معدل التضخم *IR*، معدل الفائدة الحقيقي *RIR*).

ويتضح لنا أن قيمة المعادلة (*ECM-1*) الموجودة في اعلي الجدول والتي ترمز إلى العلاقة طويلة الأجل *Long Run* بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة جاءت سالبة (-0.021015) ومعنوية حيث أن القيمة الإحصائية *t-stat* المرفقة له أكبر من القيمة المجدولة ($2 > 2.102983$). وهو ما يؤكد على جودة النموذج الاقتصادي الإحصائي وصحة العلاقة التوازنية طويلة الأجل بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة بينما توضح باقي المعادلات الأخرى العلاقات التوازنية قصيرة الأجل *Short Run* بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة والتي جاءت كما يلي:

- وجود علاقة توازنية سالبة وغير معنوية بين مؤشر سوق المال ومعدل النمو الاقتصادي *EGDP*.
- وجود علاقة توازنية سالبة ومعنوية بين متغير مؤشر سوق المال *SMI* ومتغير معدل سعر الصرف *ER*.

- وجود علاقة توازنية سالبة ومعنوية بين متغير مؤشر سوق المال SMI ومعدل التضخم IR .

- وجود علاقة توازنية موجبة وغير معنوية بين متغير مؤشر سوق المال SMI ومعدل الفائدة الحقيقي RIR.

وبما أن استخدام بيانات السلاسل الزمنية في تقدير النماذج القياسية يترتب عليه عادةً وجود مشكلة الارتباط الذاتي أو المتعدد بين حدود الخطأ توضح نتائج النموذج في الملحق الإحصائي اختبارات خاصةً للتأكد من خلو البواقي مثل اختبار (DW) حيث بلغت قيمتها والتي توضح خلو البواقي (1.811680). ويلاحظ من بيانات الجدول جودة النموذج المقدر وأنه خالي من مشكلة الارتباط الذاتي واختلاف التباين. وعند دراسة تحليل الارتباط Correlation analysis نجد أن معامل التحديد (R-squared) بلغ (0.858157) وهو ما يوضح أن النسبة المفسرة بواسطة المتغيرات المستقلة بلغت نسبة (85%) تقريباً من التغيرات التي تحدث في سلوك المتغير التابع

ثانياً: نموذج تصحيح الخطأ (نموذج السعودية) *Vector Error Correction Estimates*

وبعد التأكد من أن المتغيرات متكاملة تكاملاً مشتركاً وأن هناك علاقة توازنية طويلة الأجل، فإن المرحلة الأخيرة هي إجراء اختبار تصحيح الخطأ (VECM) وكانت نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ علي النحو التالي:

جدول (١٦/٤) نتائج نموذج تصحيح الخطأ (VECM) (نموذج دولة السعودية)

Vector Error Correction Estimates KSA Model

Dependent Variable: SMI (2000-2023)

Independent Variables	Coefficient	Std. Error	t-Statistic
ECM(-1)	-0.691486	0.134016	5.159724*
D(EGDP(-1))	6.509928	3.106542	2.095554*
D(ER(-1))	-26.52989	36.23790	-0.732103
D(IR(-1))	-7.262542	4.771644	-1.522021*
D(RIR(-1))	17.70793	17.61866	1.005067*
C(5)	0.691486	0.134016	5.159724*
R-squared	0.894063	Mean dependent var	91.28373
Adjusted R-squared	0.797757	S.D. dependent var	94.42797
S.E. of regression	42.46558	Akaike info criterion	10.64212
Sum squared resid	19836.58	Schwarz criterion	11.18764
F-statistic	9.283567	S.E. equation	10.77063
Log likelihood	-106.0633	Durbin-Watson stat	2.215693

* Significant

يتضح لنا من نتائج نموذج تصحيح الخطأ معنوية معظم النتائج مما يؤكد علي العلاقة التوازنية طويلة الاجل بين المتغير التابع (مؤشر أسواق المال) والمتغيرات المستقلة (النمو الاقتصادي $EGDP$ ، سعر الصرف ER ، معدل التضخم IR ، معدل الفائدة الحقيقي RIR). ويتضح لنا أن قيمة المعادلة ($ECM-1$) الموجودة في اعلي الجدول والتي ترمز إلي العلاقة طويلة الاجل $Long Run$ بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة جاءت سالبة (-0.691486) ومعنوية حيث أن القيمة الإحصائية $t-stat$ المرفقة له أكبر من القيمة المجدولة ($2 > 5.159724$). وهو ما يؤكد علي جودة النموذج الاقتصادي الاحصائي وصحة العلاقة التوازنية طويلة الاجل بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة بينما توضح باقي المعادلات الاخرى العلاقات التوازنية قصيرة الاجل $Short Run$ بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة والتي جاءت كما يلي:

- وجود علاقة توازنية موجبة ومعنوية بين مؤشر سوق المال ومعدل النمو الاقتصادي $EGDP$.
- وجود علاقة توازنية سالبة وغير معنوية بين متغير مؤشر سوق المال SMI ومتغير معدل سعر الصرف ER .
- وجود علاقة توازنية سالبة ومعنوية بين متغير مؤشر سوق المال SMI ومعدل التضخم IR .
- وجود علاقة توازنية موجبة ومعنوية بين متغير مؤشر سوق المال SMI ومعدل الفائدة الحقيقي RIR .

وبما أن استخدام بيانات السلاسل الزمنية في تقدير النماذج القياسية يترتب عليه عادةً وجود مشكلة الارتباط الذاتي أو المتعدد بين حدود الخطأ توضح نتائج النموذج في الملحق الاحصائي اختبارات خاصةً للتأكد من خلو البواقي مثل اختبار (DW) ويلاحظ من بيانات الجدول أن قيمتها بلغت (2.215693) والتي توضح خلو البواقي. ويلاحظ من بيانات الجدول جودة النموذج المقدر وأنه خالي من مشكلة الارتباط الذاتي واختلاف التباين. وعند دراسة تحليل الارتباط $Correlation$ analysis نجد أن معامل التحديد ($R-squared$) بلغ (0.894063) وهو ما يوضح أن النسبة المفسرة بواسطة المتغيرات المستقلة بلغت نسبة (89%) تقريباً من التغيرات التي تحدث في سلوك المتغير التابع.

ثالثاً: نموذج تصحيح الخطأ (نموذج الامارات) $Vector Error Correction Estimates$

وبعدما يتم التأكد من أن المتغيرات متكاملة تكاملاً مشتركاً وأن هناك علاقة توازنية طويلة الأجل، فإن المرحلة الأخيرة هي اجراء اختبار تصحيح الخطأ ($VECM$) وكانت نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ علي النحو التالي:

جدول (١٧/٤) نتائج نموذج تصحيح الخطأ (VECM) (نموذج دولة الامارات)

Vector Error Correction Estimates UAE Model

Dependent Variable: SMI (2000-2023)

Independent Variables	Coefficient	Std. Error	t-Statistic
ECM(-1)	-0.104877	0.270954	4.387067*
D(EGDP(-1))	-0.314791	0.644700	-2.488274*
D(ER(-1))	-0.519832	0.640473	-1.811638*
D(IR(-1))	-9.023272	0.063802	-3.423118*
D(RIR(-1))	1.357369	1.363977	1.063802
C(5)	-0.593996	0.820912	-0.723580
R-squared	0.599117	Mean dependent var	15.19969
Adjusted R-squared	0.494679	S.D. dependent var	9.286458
S.E. of regression	8.124039	Akaike info criterion	7.334385
Sum squared resid	726.0002	Schwarz criterion	7.879906
F-statistic	1.643945	S.E. equation	7.462893
Log likelihood	-69.67823	Durbin-Watson stat	2.116890

* Significant

يتضح لنا من نتائج نموذج تصحيح الخطأ معنوية معظم النتائج مما يؤكد علي العلاقة التوازنية طويلة الاجل بين المتغير التابع (مؤشر أسواق المال) والمتغيرات المستقلة (النمو الاقتصادي $EGDP$ ، سعر الصرف ER ، معدل التضخم IR ، معدل الفائدة الحقيقي RIR). ويتضح لنا ان قيمة المعادلة ($ECM-1$) الموجودة في اعلي الجدول والتي ترمز إلى العلاقة طويلة الاجل بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة جاءت سالبة (-0.104877) ومعنوية حيث أن القيمة الإحصائية $t-stat$ المرفقة له أكبر من القيمة المجدولة ($2 > 4.387067$). وهو ما يؤكد علي جودة النموذج الاقتصادي الإحصائي وصحة العلاقة التوازنية طويلة الاجل بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة بينما توضح باقي المعادلات الاخرى العلاقات التوازنية قصيرة الاجل $Short Run$ بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة والتي جاءت كما يلي:

- وجود علاقة توازنية سالبة ومعنوية بين مؤشر سوق المال ومعدل النمو الاقتصادي $EGDP$.
- وجود علاقة توازنية سالبة ومعنوية بين متغير مؤشر سوق المال SMI ومتغير معدل سعر الصرف ER .
- وجود علاقة توازنية سالبة ومعنوية بين متغير مؤشر سوق المال SMI ومعدل التضخم IR .
- وجود علاقة توازنية موجبة وغير معنوية بين متغير مؤشر سوق المال SMI ومعدل الفائدة الحقيقي RIR .

وبما أن استخدام بيانات السلاسل الزمنية في تقدير النماذج القياسية يترتب عليه عادةً وجود مشكلة الارتباط الذاتي أو المتعدد بين حدود الخطأ توضح نتائج النموذج في الملحق الإحصائي اختبارات خاصةً للتأكد من خلو البواقي مثل اختبار (DW) ويلاحظ من بيانات الجدول أن قيمتها بلغت (2.116890) والتي توضح خلو البواقي. ويلاحظ من بيانات الجدول جودة النموذج المقدر وأنه خالي من مشكلة الارتباط الذاتي واختلاف التباين. وعند دراسة تحليل الارتباط Correlation analysis نجد أن معامل التحديد (R-squared) بلغ (0.599117) وهو ما يوضح أن النسبة المفسرة بواسطة المتغيرات المستقلة بلغت نسبة (59%) تقريباً من التغيرات التي تحدث في سلوك المتغير التابع.

٥/ أهم التحديات التي تواجه الأسواق المالية في الدول العربية

هناك مجموعة من التحديات التي تواجه استقرار أسواق المال في الدول العربية. حيث تواجه المنطقة العربية، والشرق الأوسط في الوقت الحالي. مجموعة معقدة من التحديات الاقتصادية والسياسية والاجتماعية. وتتفاقم هذه التحديات بسبب النزاعات والتوترات الإقليمية والعالمية التي تهدد بإحداث المزيد من عدم الاستقرار العالمي. وبينما يمر العالم اليوم بأزمة ثقة عالمية، فإن المطلب الرئيسي هو إيجاد فهم دقيق ومفصل لهذه القضايا قبل الدخول في البحث عن الحلول الشاملة لها. وفيما يلي نعرض بعض التحديات التي تواجه أسواق الدول العربية.

(١) غياب التنوع الاقتصادي

تعاني بعض الدول العربية من نقص في تنوع الاقتصاد مما يجعلها عرضة للتقلبات الاقتصادية حيث يعتمد اعتماد الكبار على قطاع النفط من أكبر التحديات التي تواجه الأسواق المالية في هذه الدول. حيث ارتفعت نسبة الاعتماد على قطاع النفط في الدول العربية. وفقاً لتقرير منظمة الدول المصدرة للنفط (أوبك) تشكل عائدات النفط حوالي ٨٠٪ من إجمالي إيرادات الحكومة في دول مثل السعودية والعراق والكويت.

تأثير تقلبات أسعار النفط: في عام ٢٠٢٠ انخفضت أسعار النفط إلى حوالي ٢٠ دولاراً للبرميل بسبب جائحة COVID-19، مما أدى إلى تقليص الميزانيات الحكومية وتأثير سلبي على أسواق المال، هذا التراجع أثر بشكل مباشر على مؤشرات الأسهم مثل مؤشر تداول في السعودية، الذي انخفض بنسبة ٣٠٪ في مارس ٢٠٢٠.

قطاع العقارات: بالإضافة إلى النفط يواجه قطاع العقارات تحديات مشابهة حيث تعتمد بعض الدول مثل الإمارات على الاستثمارات العقارية بشكل كبير. وفقاً لمكتب الإحصاء الوطني في الإمارات يشكل قطاع العقارات حوالي ٢٥٪ من الناتج المحلي الإجمالي للدولة. أي انخفاض في هذا القطاع يؤثر سلباً على ثقة المستثمرين ويؤدي إلى تقلبات في السوق المالية.

(٢) عدم الاستقرار السياسي والاقتصادي

تؤثر الأوضاع السياسية والاقتصادية غير المستقرة على استثمارات الأسواق المالية، فالتوترات السياسية مثل تلك التي شهدتها ليبيا وسوريا ولبنان وفلسطين في الوقت الحالي، أدت إلى انخفاض كبير في الاستثمار الأجنبي المباشر (FDI) مما أثر على الأسواق المالية.

(٣) ضعف البنية التحتية المالية

تعد البنية التحتية المالية غير المتطورة أحد العوامل التي تحد من فعالية الأسواق المالية العربية. كما أن العديد من الدول العربية لا تزال تتخلف عن الركب في مجال التكنولوجيا المالية. على سبيل المثال، في مصر تمثل الخدمات المالية الرقمية أقل من ١٠٪ من إجمالي المعاملات المالية، مما يجعل السوق أقل كفاءة.

(٤) محدودية قاعدة المستثمرين

تواجه الأسواق المالية العربية تحدياً آخر وهو قلة عدد المستثمرين المؤسسيين مقارنة بالأسواق العالمية. بالنسبة للمستثمرين الأفراد في بعض الدول مثل الأردن، تشكل حوالي ٨٠٪ من إجمالي المستثمرين في السوق، مما يجعل السوق أكثر عرضة للتقلبات الحادة.

٦/ الخلاصة ونتائج الدراسة

تأثرت الأسواق المالية في الدول العربية بشكل كبير بالمتغيرات الاقتصادية والعالمية، إلى جانب مجموعة من التحديات الداخلية، مما يؤثر بشكل كبير على الثقة في الأسواق المالية ويزيد من حالة عدم اليقين. ومن الناحية الإيجابية، فإن الأسواق المالية في الدول العربية شهدت تقدماً تكنولوجياً كبيراً، مما أدى إلى تسهيل تداول الأوراق المالية وزيادة الشفافية. كما أن البيئة الاقتصادية والمالية العالمية بصفة عامة والعربية بصفة خاصة، تتعرض في الوقت الحالي إلى تغيرات مستمرة ناتجة عن مجموعة من التقلبات الاقتصادية والعالمية بصورة دورية. إلى جانب مجموعة من التقلبات في المتغيرات الاقتصادية الكلية والتي تتضمن (معدل التضخم، معدل الفائدة، أسعار الصرف، الناتج المحلي الإجمالي). والتي تؤثر بشكل كبير في النشاط الاقتصادي والمالي وأيضاً في المؤشرات المالية في أسواق المال.

تختلف الأسواق المالية في الدول العربية فيما بينها من حيث الحجم والتنوع والتطور، وهذا يعكس الاختلافات في الاقتصادات الوطنية والتحديات التي تواجهها. ومن هذا المنطلق، فإن الحلول التي تناسب بعض الأسواق المالية قد لا تكون مناسبة للأسواق الأخرى، ولذلك يجب أن يتم التعامل مع كل سوق على حدة وفقاً لظروفها الفريدة. ومن المتوقع أن تستمر الآثار السلبية للارتمية الروسية الأوكرانية والتوترات الجيوسياسية في منطقة الشرق الأوسط والتي شملت حرب غزة ولبنان واليمن والتحول السياسي في سوريا إلى جانب التحديات التي تواجه الملاحة في البحر الأحمر. مما أدى إلى تباطؤ النمو الاقتصادي العالمي وتأثير ذلك بشكل سلبي على أسواق المال العربية في الفترة القادمة، ومن الضروري اتخاذ الإجراءات اللازمة لمواجهة هذه التحديات وتعزيز استقرار أسواق المال العربية.

تشير نتائج الدراسة الحالية إلى أن أسواق المال العربية تعرضت للتأثيرات السلبية للمتغيرات الاقتصادية والعالمية، وخاصة في ظل الأزمات الاقتصادية العالمية. وذلك من خلال التأثير السلبي على استقرار أسواق المال في الدول العربية. وتزداد الآثار السلبية لهذه المتغيرات في ظل حالة عدم اليقين بشأن السياسات الاقتصادية. ووفقاً لتقرير النظرة الاقتصادية العربية الصادر عن صندوق النقد العربي، من المتوقع أن تنمو الاقتصادات العربية بنسبة ٥,٠٪ في عام ٢٠٢٦، وذلك بفضل زيادة إنتاج النفط وأسعاره في الأسواق العالمية واستمرار حزم التحفيز لدعم الانتعاش الاقتصادي. كما أنه من المتوقع أن تنخفض نسبة نمو أسواق المال في الدول العربية إلى حوالي ٤,٠٪ في عام ٢٠٢٥.

بسبب انخفاض الطلب العالمي والانسحاب التدريجي من حزم التحفيز والتراجع المتوقع في أسعار السلع الأساسية. لذلك تحتاج أسواق المال العربية إلى تعزيز أدواتها وإجراءاتها للحماية من الاضطرابات الاقتصادية العالمية.

كل هذا قادنا لإثبات صحة الفرضية الرئيسية للدراسة والقائلة:

" أثرت المتغيرات الاقتصادية والعالمية بشكل سلبي على استقرار أسواق المال في الدول العربية خلال الفترة (٢٠٠٠-٢٠٢٣)."

وتمثلت نتائج الدراسة التطبيقية والتي تمثلت في الإطار التطبيقي للدراسة والذي تتضمن نموذج قياسى لدراسة أثر الاضطرابات في سلاسل الامداد العالمية على معدل التضخم. وذلك باستخدام نموذج التكامل المشترك Co- Integration Test ونموذج تصحيح الخطأ VECM وذلك باستخدام برنامج الاقصادى الاحصائى E-views وذلك لمجموعتين من الدول العربية تمثلت المجموعة الأولى في نموذج لدولة جمهورية مصر العربية ونموذج لدولة قطر بينما تمثلت المجموعة الثانية في نموذج لدولة المملكة العربية السعودية ونموذج لدولة الامارات العربية المتحدة وتوصلت الدراسة للنتائج التالية:

أظهرت نتائج نموذج دولة جمهورية مصر العربية: لاختبار التكامل المشترك Co-Integration Test قبول الفرض عدم القائل بعدم وجود علاقة تكامل مشترك ورفض الفرض البديل القائل بوجود علاقة تكامل مشترك طويلة الاجل. حيث اوضحت النتائج عدم وجود أى علاقات توازنية طويلة الاجل بين المتغيرات للدولة محل الدراسة. وبالتالي لم يتم استخدام نموذج تصحيح الخطأ (VECM) الذي يعمل علي تعقب العلاقات طويلة المدي بين المتغيرات. وذلك نتيجة للتأثيرات السلبية التي تعرض لها الاقتصاد المصرى خلال الفترة الاخيرة من ارتفاع معدلات التضخم بشكل كبير الى جانب تقلبات اسعار الصرف والتي بدأت مع قيام الحكومة المصرية بتحرير سعر الصرف منذ بداية عام ٢٠١٦ والتي اثرت بشكل كبير على عوائد الاسهم والبورصة المصرية إلى جانب التأثير السلبي للتوترات الجيوسياسية فى المنطقة العربية وتأثر مصر بدول الجوار.

أظهرت نتائج نموذج دولة قطر: لاختبار التكامل المشترك Co-Integration Test رفض الفرض عدم القائل بعدم وجود علاقة تكامل مشترك وقبول الفرض البديل القائل بوجود علاقة تكامل مشترك طويلة الاجل . حيث اوضحت النتائج وجود عدد (٢) علاقات توازنية طويلة الاجل وبالتالي استخدمت الدراسة نموذج تصحيح الخطأ (VECM) الذي يعمل علي تعقب العلاقات طويلة المدي بين المتغيرات. وجاءت نتائج النموذج كما يلي: وجود علاقة توازنية سالبة وغير معنوية بين مؤشر سوق المال ومعدل النمو الاقصادى $EGDP$. ووجود علاقة توازنية سالبة معنوية بين متغير مؤشر سوق المال SMI ومتغير معدل سعر الصرف ER . إلى جانب وجود علاقة توازنية سالبة ومعنوية بين متغير مؤشر سوق المال SMI ومعدل التضخم IR . بالإضافة جود علاقة توازنية موجبة وغير معنوية بين متغير مؤشر سوق المال SMI ومعدل الفائدة الحقيقي RIR .

أظهرت نتائج نموذج دولة المملكة العربية السعودية لاختبار التكامل المشترك Co-Integration Test رفض الفرض عدم القائل بعدم وجود علاقة تكامل مشترك وقبول الفرض البديل القائل بوجود علاقة تكامل مشترك طويلة الاجل . حيث اوضحت النتائج وجود عدد (٣) علاقات توازنية طويلة الاجل وبالتالي استخدمت الدراسة نموذج تصحيح الخطأ (VECM) الذي

يعمل علي تعقب العلاقات طويلة المدى بين المتغيرات. وجاءت نتائج النموذج كما يلي: وجود علاقة توازنية موجبة ومعنوية بين مؤشر سوق المال ومعدل النمو الاقتصادي $EGDP$. ووجود علاقة توازنية سالبة وغير معنوية بين متغير مؤشر سوق المال SMI ومتغير معدل سعر الصرف ER . إلى جانب وجود علاقة توازنية سالبة ومعنوية بين متغير مؤشر سوق المال SMI ومعدل التضخم IR . بالإضافة إلى وجود علاقة توازنية موجبة ومعنوية بين متغير مؤشر سوق المال SMI ومعدل الفائدة الحقيقي RIR .

أظهرت نتائج **نموذج دولة الامارات العربية المتحدة**: لاختبار التكامل المشترك $Co-Integration Test$ رفض الفرض العدم القائل بعدم وجود علاقة تكامل مشترك وقبول الفرض البديل القائل بوجود علاقة تكامل مشترك طويلة الاجل. حيث اوضحت النتائج وجود عدد (٢) علاقات توازنية طويلة الاجل وبالتالي استخدمت الدراسة نموذج تصحيح الخطأ ($VECM$) الذي يعمل علي تعقب العلاقات طويلة المدى بين المتغيرات. وجاءت نتائج النموذج كما يلي: وجود علاقة توازنية سالبة ومعنوية بين مؤشر سوق المال ومعدل النمو الاقتصادي $EGDP$. ووجود علاقة توازنية سالبة ومعنوية بين متغير مؤشر سوق المال SMI ومتغير معدل سعر الصرف ER . إلى جانب وجود علاقة توازنية سالبة ومعنوية بين متغير مؤشر سوق المال SMI ومعدل التضخم IR بالإضافة إلى وجود علاقة توازنية موجبة وغير معنوية بين متغير مؤشر سوق المال SMI ومعدل الفائدة الحقيقي RIR .

وختاماً، يمكن القول انه من المتوقع أن معظم أسواق المال في منطقة الخليج العربي فسوف تشهد تراجع خلال السنوات القادمة. وذلك وسط تزايد هبوط البورصات العالمية تزامنا مع تصاعد مخاوف الركود إضافة لتصاعد التوتر الجيوسياسي في منطقة الشرق الأوسط. وبالتالي يمكن القول بأن الأسواق المالية في الدول العربية تمثل جزءاً هاماً من الاقتصادات الوطنية، وتلعب دوراً حيوياً وهاماً في تحقيق معدلات النمو الاقتصادي المرتفعة، وتوفير فرص الاستثمار. ومن المهم أن يتم التعامل مع هذه الأسواق بحذر، وذلك من خلال تحليل البيانات والمعلومات المتاحة واتخاذ القرارات المالية الصائبة.

٧/ التوصيات

بناءً على التحليل السابق حول تأثير المتغيرات الاقتصادية والعالمية على الأسواق المالية العربية، تبرز عدة توصيات مهمة لتعزيز الاستقرار الاقتصادي وتنمية أسواق المال في المنطقة العربية: **ويمكن للباحث الوقوف على بعض التوصيات لأهميتها في هذا الإطار وهي:**

(١) **تعزيز الاستقرار الاقتصادي عبر سياسات مالية ونقدية مستدامة فمن خلال السياسات المالية:** يجب على الدول العربية تبني سياسات مالية مرنة ومستدامة تركز على تحقيق التوازن بين الإنفاق العام والإيرادات. يمكن تعزيز هذا التوازن عبر تخفيف الاعتماد على الاستدانة الخارجية وتقليص العجز المالي. أما من خلال السياسات النقدية: ينبغي للبنوك المركزية مراقبة التضخم وأسعار الصرف بفاعلية، وتعديل أسعار الفائدة بما يتناسب مع الواقع الاقتصادي لضمان الاستقرار النقدي. من المهم أيضاً تطوير سياسات للتحكم في مستويات السيولة بهدف دعم النشاط الاستثماري المحلي. وأخيراً يجب تعزيز التعاون بين الدول العربية لتوحيد السياسات المالية والنقدية سيساعد في الحد من التقلبات الكبيرة وتثبيت الأسواق، مما يسهم في جذب الاستثمارات.

(٢) تنويع الاقتصاد لتقليل الاعتماد على النفط

يعتبر الحد من الاعتماد على النفط ضرورة ملحة، من خلال التنويع الاقتصادي خاصة للدول التي تعتمد بشكل كبير على العائدات النفطية. يجب على هذه الدول تطوير خطط متكاملة لتعزيز الصناعات البديلة كالكنولوجيا، السياحة، الصناعة التحويلية، والخدمات المالية.

(٣) تشجيع الاستثمار في التكنولوجيا: تحتاج الدول العربية إلى استقطاب الاستثمارات في مجالات التكنولوجيا والابتكار لرفع مستويات الإنتاجية وتوفير فرص عمل جديدة. خاصة التكنولوجيا المالية.

(٤) تحسين البنية التحتية للسوق المالي وتعزيز الشفافية

من خلال تطوير أنظمة التداول حيث تحتاج البنية التحتية للأسواق المالية إلى تطوير نظم التداول الإلكتروني وتوسيع خدماتها لتوفير وصول أوسع للمستثمرين، وتحسين السرعة والدقة في العمليات.

(٥) تعزيز الشفافية وحماية المستثمرين: من الضروري تحديث التشريعات واللوائح الخاصة بالأسواق المالية لحماية حقوق المستثمرين ومنع الممارسات غير العادلة. يشمل ذلك تعزيز الرقابة المالية وفرض الإفصاح الإجمالي للشركات المدرجة. وأيضاً من خلال تكثيف الجهود في تعليم المستثمرين وتعريفهم بمبادئ الاستثمار الآمن والواعي، مما يزيد من ثقتهم في السوق المالي ويحافظ على استقرار الأسواق.

(٦) تشجيع التعاون العربي لتكامل الأسواق المالية

من خلال تطوير أنظمة تنظيمية متكاملة والتي تساعد على تعزيز التعاون بين الأسواق المالية العربية سيؤدي إلى زيادة حجم التداولات وتوسيع قاعدة المستثمرين. ومن المفيد إنشاء منصات تداول عربية موحدة تساعد على جذب المستثمرين الدوليين.

(٧) تبادل المعلومات والخبرات

من خلال تطوير آلية لتبادل المعلومات والخبرات بين الدول العربية يساهم في رفع كفاءة الأسواق المالية ويساعد على التعامل مع الأزمات المالية بشكل أفضل. إلى جانب ضرورة إنشاء هيئة عربية لتنظيم الأسواق المالية تعمل على توحيد معايير الإفصاح وطرق التداول، مما يساهم في استقرار وتكامل الأسواق.

٨ / قائمة المراجع

أولاً: المراجع العربية

- از هري الطيب (٢٠١٧)، "أسواق المال"، دار الجنان للنشر والتوزيع.
- آيات حسين (٢٠١٦)، " أثر بعض المتغيرات النقدية على اداء الأسواق المالية، الولايات المتحدة الامريكية والصين للمدة (٢٠٠٣-٢٠١٤)"، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة كربلاء، العراق.
- بورصة قطر للاوراق المالية (٢٠٢٣)، التقرير السنوى.
- جعفر علوش (٢٠١٠)، " اقتصاديات الاستثمار فى الأسواق المالية "، بدون ناشر.
- جمال جويدان (٢٠٠٢)، " دراسات فى الأسواق المالية والنقدية"، عمان - الاردن، دار الصفاء، الطبعة الاولى.
- الجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء في مصر. (٢٠٢٣). "تقارير عن معدلات التضخم".
- حسين هانى (٢٠٠٢)، "الأسواق المالية طبيعتها - تنظيمها- أدواتها المشتقة"، دار الكندي، الاردن.
- دريد كامل (٢٠١٩)، "الأسواق المالية والنقدية"، دار المسيرة للطباعة والنشر.
- رنا البطرى (٢٠٢١)، " أثر المتغيرات الاقتصادية فى مؤشر سوق الاوراق المالية"، المجلة المصرية للتنمية والتخطيط، معهد التخطيط القومى.
- سوق ابو ظبى للاوراق المالية (٢٠٢٣)، التقرير السنوى.
- سوق الأسهم الكوتى (٢٠٢٣)، التقرير السنوى.
- سيف الدليمى (٢٠٢٣)، " قياس أثر بعض المتغيرات الاقتصادية فى السوق المالى السعودى للمدة (٢٠٠٤/٢٠٢١)"، مجلة اقتصاديات الاعمال للبحوث التطبيقية، المجلد (٥)، العدد (٦)، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة الانبار، العراق.
- صالح سراى (٢٠١٧)، "دراسة أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على اداء الأسواق المالية. دراسة عينة من أسواق رأس المال العربية: المغرب، الاردن، مصر"، رسالة دكتوراة غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتيسير، جامعة محمد بوضياف المسيلة، الجزائر.
- صندوق النقد الدولى (٢٠٢١)، تقارير دورية ربع سنوية، الولايات المتحدة الامريكية.
- صندوق النقد الدولي. (٢٠٢٣). "آفاق الاقتصاد الإقليمي لمنطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا".

-
-
- طارق عبد العظيم الرشيدى (٢٠٠٢)، "منهج مقترح لمراجعة الأدوات المالية المشتقة لدعم قرارات المستثمرين بسوق الأوراق المالية، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية التجارة، إسماعلية، جامعة قناة السويس.
 - طارق عبد العظيم الرشيدى (٢٠٠٢)، "منهج مقترح لمراجعة الأدوات المالية المشتقة لدعم قرارات المستثمرين بسوق الأوراق المالية، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية التجارة، إسماعلية، جامعة قناة السويس.
 - عبد القادر عطية (٢٠٠٥)، "الاقتصاد القياسى بين النظرية والتطبيق"، الدار الجامعية للطباعة والنشر، القاهرة.
 - عز الدين نايف (٢٠١٧)، "العلاقة ما بين متغيرات الاقتصاد الكلى، وعوائد مؤشر سوق عمان المالى"، *المجلة العربية للإدارة، المنظمة العربية للتنمية الادارية، جامعة الدول العربية*.
 - عيسى نجات (٢٠٢٣)، "تأثير بعض المؤشرات الاقتصادية على اداء أسواق الأوراق المالية لدول المغرب العربى"، *مجلة المنهل الاقتصادى، المجلد (٦)، العدد (١)، جامعة الشهيد حمد، الجزائر*.
 - محمد القريشى (٢٠٠٤)، "مقدمة فى الاقتصاد القياسى"، دار الوراق للنشر والتوزيع.
 - منتدى الاقتصاد العالمي (٢٠٢٣)، "التقرير العالمي للتنافسية".
 - مؤسسة النقد العربي السعودي (ساما) (٢٠٢٣)، "تقرير الاستقرار المالى".

ثانياً: المراجع الأجنبية

- Aleena Pasha (2024),” **Impact of Political Variables on Financial Stability: An Empirical analysis from South Asian Countries**”, Information Technology University of the Punjab, Pakistan, *Empirical Economics Letters*, 23 (3): (March 2024).
- Al-Mansoori, A. (2020),” The influence of global economic trends on Arab stock markets”, *Journal of Middle Eastern Finance*, 30(4), 98-115.
- Arab Monetary Fund (2020), “**The economic impact of global oil price fluctuations on the Arab world**”, Arab Monetary Fund. <https://www.amf.org>.
- Arab Monetary fund (2022),”**Implications of Capital Inflows on Financial Stability in Arab Countries**”, *Economic Studies*, No.110-2022.
- Bakare Aremu T.A, (2013); **Fundamental of Economics Principles (Macroeconomics)**, Raamson Printing Press, Oke-Afa, Isolo, Lagos, Nigeria.

-
-
- Barakat. Ramadan; Sara, Elgazzar and Khaled, Hanafy (2016). Impact of Macroeconomic Variables on Stock Markets: Evidence from Emerging Markets, *International Journal of Economics and Finance*, 8 (1).
 - Chaudhry, R., & Hussain, M. (2021), "Economic impact of global pandemics on emerging markets: A case study of the COVID-19 pandemic in the Arab world, *International Journal of Emerging Markets*, 16(3), 423-441.
 - Dahel, R. (ed.) (2000), "**Arab Stock Markets: Recent Trends and Performance**", The Arab Planning Institute, Kuwait.
 - International Monetary Fund (IMF), (2023), "**Arab world: Economic prospects in the wake of global disruptions**", (IMF Report No. 22/45). IMF.
 - Ishac Diwan (2023), "**The New Debt Crisis of the Middle East: Political Economy to the Rescue?** ", Finance for Development Lab (FDL) at the Paris School of Economics.
 - Khan, M., & Sadiq, A. (2019), "**Economic Trends and Their Impact on Financial Markets in the Middle East**", Cambridge University Press.
 - McKinsey & Company. (2020). "**the impact of global economic shifts on the Middle East (3rd ed)**," McKinsey Press.
 - Nguyen Thi Minh Chau (2023), "Economic Policy Uncertainty, Globalization And Banking Stability", Ho Chi Minh University of Banking, *International Journal of Business and Society*, Vol. 24 No. 3, 2023, 1231-1251.
 - Saed Khalil (2022), "**Implications of Capital Inflows on Financial Stability in Arab Countries**", Economic Studies, Arab Monetary Fund.
 - Syed Muhammad and Majid Shah (2019), "**Capital Markets and Financial Institutions**", QACC.
 - World Bank. (2021), "**the economic consequences of global pandemics. World bank group**", <https://www.worldbank.org/economic-pandemics>.

الملحق الإحصائي

Table No (1): (Variables Data for Egypt Model)

Year	(SMI) Stock market index (%)	(EGDP) Economic growth (%)	(RIR) Real Interest Rate (%)	(ER) Exchange Rate (%)	(IR) Inflation Rate (%)
2000	44.12362	6.370004	8.919601	3.47205	2.683805353
2001	43.87562	3.535252	11.21451	3.97325	2.269757205
2002	44.98756	2.390204	10.30003	4.499667	2.73723855
2003	45.65214	3.193455	6.327026	5.850875	4.507776363
2004	15.32471	4.092072	1.526903	6.196242	11.27061933
2005	25.36574	4.471744	6.523641	5.778833	4.869396969
2006	45.02051	6.843838	4.880797	5.733167	7.644526445
2007	47.1626	7.087827	-0.07763	5.635433	9.318969058
2008	58.85502	7.156284	0.107853	5.432525	18.31683168
2009	39.32088	4.6736	0.710036	5.544553	11.76349544
2010	16.9946	5.147235	0.818722	5.621943	11.26518827
2011	6.736545	1.764572	-0.56388	5.932828	10.06492599
2012	6.124102	2.2262	-6.26272	6.056058	7.111729433
2013	4.415258	2.185466	3.292157	6.870325	9.469719811
2014	8.652283	2.915912	0.414129	7.077609	10.07021547
2015	4.481359	4.372019	1.541068	7.691258	10.37049034
2016	3.03216	4.346643	6.922011	10.0254	13.81360621
2017	5.809573	4.181221	-8.75819	17.78253	29.50660839
2018	5.513422	5.331109	-2.3587	17.76729	14.40146578
2019	3.358883	5.552093	2.199096	16.77058	9.152799593
2020	4.189769	3.550165	4.887815	15.75917	5.04493289
2021	4.941939	3.290646	4.366207	15.64453	5.214049405
2022	2.354377	6.587846	0.14267	19.16044	13.89566098
2023	2.958453	3.759005	-5.64282	30.62641	13.54625244

Source: <https://data.worldbank.org/indicator>.

(SMI) Stock market index (%): The value of shares traded is the total number of shares traded, domestic and foreign, multiplied by their respective matching prices. Figures are single counted (only one side of the transaction is considered). Companies admitted to listing and admitted to trading are included in the data. Data are end of year values.

(EGDP) Economic growth (%): Annual growth rate of gross domestic product (GDP) at market prices based on constant local currency. Totals are

based on constant 2010 US dollars. GDP is the sum of gross value added by all resident producers in the economy plus any product taxes and minus any subsidies not included in the value of the products. It is calculated without deducting depreciation of manufactured assets or making any deductions for depletion and degradation of natural resources.

(RIR) Real Interest Rate (%): The real interest rate is the loan interest rate adjusted for inflation as measured by the GDP deflator.

(ER) Exchange Rate(%): The real effective exchange rate is the nominal effective exchange rate (a measure of a currency's value against a weighted average of a number of foreign currencies) divided by a price deflator or cost index.

(IR) Inflation Rate (%): Inflation as measured by the Consumer Price Index reflects the annual percentage change in the cost to the average consumer of a basket of goods and services that may be constant or change at specified time intervals, such as every year. The Laspeyres formula is generally used.

Note: When data is missing for any of the study variables for the time series in any year, we rely on sources other than the World Bank database.

Table No (2): (Variables Data for Qatar Model)

<i>Year</i>	<i>(SMI) Stock market index (%)</i>	<i>(EGDP) Economic growth (%)</i>	<i>(RIR) Real Interest Rate (%)</i>	<i>(ER) Exchange Rate (%)</i>	<i>(IR) Inflation Rate (%)</i>
2000	30.21589	8.028125	-5.36587	1.128077	1.650335
2001	29.45678	3.898187	-7.23154	1.048604	1.471334
2002	31.89754	7.182152	-6.87564	1.063628	0.24
2003	32.54879	3.719959	-4.32198	1.222191	2.264565
2004	33.21564	19.21892	-6.11969	1.346181	6.799337
2005	33.89742	7.492758	-18.3013	1.703916	8.814395
2006	34.08898	26.17025	-1.09044	1.791154	11.83581
2007	37.56033	17.98566	-3.19143	1.935212	13.75816
2008	41.80313	17.66356	-13.0638	2.333409	15.05015
2009	25.88919	11.95656	41.25295	1.757462	-4.86328
2010	14.70681	19.59233	0.27306	1.857546	-2.42526
2011	13.65434	13.37518	-10.8084	2.152514	1.138366
2012	10.38893	4.730012	-0.89237	2.182124	2.315349
2013	10.34814	5.556041	4.312091	2.230791	3.221978

د. محمد أمين حنفي

2014	26.53889	5.334323	6.543701	2.35098	3.349721
2015	14.93271	4.753346	39.48937	2.448722	1.814077
2016	12.49316	3.064192	14.30116	2.479168	2.676592
2017	11.3782	-1.4976	-2.86771	2.318262	0.394879
2018	10.35267	1.234872	-6.61282	2.350074	0.255815
2019	7.564259	0.688241	9.937805	2.263226	-0.66664
2020	16.04747	-3.5576	22.59952	2.290072	-2.54032
2021	17.2756	1.626847	-15.2001	2.23548	2.304466
2022	18.71757	4.208871	-16.9355	2.628934	4.995276
2023	18.89241	4.587615	-16.2547	2.03658	3.027649

Table No (3): (Variables Data for KSA Model)

<i>Year</i>	<i>(SMI) Stock market index (%)</i>	<i>(EGDP) Economic growth (%)</i>	<i>(RIR) Real Interest Rate (%)</i>	<i>(ER) Exchange Rate (%)</i>	<i>(IR) Inflation Rate (%)</i>
2000	11.25463	5.625413	2.325457	0.864094	-1.12499
2001	12.10562	-1.21076	1.569256	0.831151	-1.12094
2002	18.81698	-2.81918	2.231244	0.867185	0.247187
2003	73.70292	11.24207	2.865457	0.870096	0.612194
2004	182.7846	7.958466	3.124742	0.940993	0.515507
2005	335.9727	5.573834	1.69889	1.096228	0.47923
2006	372.2599	2.788406	1.425478	1.186498	2.209024
2007	163.9437	1.847135	3.96552	1.252646	4.167823
2008	100.6791	6.249753	1.235175	1.44637	9.870248
2009	78.09638	-2.05926	3.286971	1.211626	5.057223
2010	38.09318	5.039508	2.968185	1.402871	5.339417
2011	43.07138	10.99376	2.22412	1.586354	5.826216
2012	68.90589	5.408916	1.669794	1.656841	2.866269
2013	48.07261	2.534778	1.306839	1.679914	3.532525
2014	74.01353	3.811423	1.080338	1.666248	2.23629
2015	65.26533	4.509059	1.236987	1.617082	1.206073
2016	46.00307	1.884493	1.383359	1.672184	2.06884
2017	30.54297	0.911049	1.613649	1.689271	-0.83819
2018	27.11813	3.199227	1.952318	1.854232	2.458142
2019	26.32864	1.097734	1.85839	1.861568	-2.09333
2020	66.10897	-3.58153	2.211599	1.920739	3.445458
2021	67.87211	5.07511	1.868102	1.909426	3.06329
2022	40.36853	7.485984	1.80253	2.104629	2.474074
2023	40.22146	-0.75491	1.94578	1.970408	2.55478

Table No (4): (Variables Data for UAE Model)

<i>Year</i>	<i>(SMI) Stock market index (%)</i>	<i>(EGDP) Economic growth (%)</i>	<i>(RIR) Real Interest Rate (%)</i>	<i>(ER) Exchange Rate (%)</i>	<i>(IR) Inflation Rate (%)</i>
2000	7.236529	10.8527	3.125263	1.201094	5.21354
2001	7.298413	1.399085	2.123564	1.147049	2.24858
2002	8.235469	2.433457	4.235461	1.172088	1.359987
2003	8.417563	8.800541	5.123546	1.196203	4.687514
2004	15.23473	9.566437	4.231897	1.26391	8.355971
2005	18.35642	4.855141	5.123548	1.428013	7.254879
2006	9.088774	9.83732	5.369874	1.551003	6.123896
2007	18.45719	3.18439	4.456781	1.699365	11.48761
2008	22.54868	3.191836	5.328974	1.976238	12.25042
2009	25.95278	-5.24292	4.178128	1.665911	1.561813
2010	9.233405	1.60285	5.266989	1.917943	0.877983
2011	4.158262	6.216122	6.086296	2.126608	0.877347
2012	4.66754	1.824481	7.129652	2.18797	0.662269
2013	5.23146	5.05556	5.852296	2.234191	1.101118
2014	34.78933	4.165692	5.312141	2.213517	2.346269
2015	15.55554	6.786773	4.746203	2.229247	4.069966
2016	13.39659	5.561491	4.797354	2.241749	1.617488
2017	11.31051	0.735069	4.997042	2.28525	1.966826
2018	5.954781	1.313914	5.256508	2.235159	3.068634
2019	6.998091	1.108348	6.026869	2.113723	-1.93108
2020	10.73309	-4.95705	7.57146	2.088984	-2.0794
2021	28.82114	4.354755	7.286944	2.362567	-0.01386
2022	28.88637	7.850418	6.553173	2.499422	4.827889
2023	28.36542	3.403857	6.126987	2.318845	5.987456

The impact of global and economic variables on the stability of financial markets in Arab countries

Abstract

Financial markets in Arab countries have been significantly affected by economic and global variables, in addition to a set of internal challenges, which greatly affects confidence in financial markets and increases uncertainty. On the positive side, financial markets in Arab countries have witnessed significant technological progress, which has facilitated the trading of securities and increased transparency. The global economic and financial environment in general and the Arab environment in particular are currently exposed to continuous changes resulting from a set of economic and global fluctuations on a regular basis. In addition to a set of fluctuations in macroeconomic variables, which include (inflation rate, interest rate, exchange rates, gross domestic product). Which greatly affect economic and financial activity and also financial indicators in financial markets.

Financial markets in Arab countries vary in size, diversity and development, reflecting differences in national economies and the challenges they face. Accordingly, solutions that suit some financial markets may not be suitable for others, and therefore each market must be dealt with individually according to its unique circumstances. The negative effects of the Russian-Ukrainian crisis and geopolitical tensions in the Middle East, including the Gaza, Lebanon and Yemen wars and political transformations in Syria, are expected to continue, in addition to the challenges facing navigation in the Red Sea. This has led to a slowdown in global economic growth and has had a negative impact on Arab financial markets in the coming period. It is necessary to take the necessary measures to address these challenges and enhance the stability of Arab financial markets.

The results of the current study indicate that Arab financial markets have been exposed to the negative effects of economic and global variables, especially in light of global economic crises. This is through the negative impact on the stability of financial markets in Arab countries. The negative effects of these variables increase in light of the uncertainty about economic policies. According to the Arab Economic Outlook report issued by the Arab Monetary Fund, Arab economies are expected to grow by 5.0% in 2026, thanks to the increase in oil production and prices in global markets and the continuation of stimulus packages to support economic recovery. It is also expected that the growth rate of financial markets in Arab countries will decline to about 4.0% in 2025 due to the decline in global demand, the gradual withdrawal of stimulus packages, and the expected decline in commodity prices. Therefore, Arab financial markets need to strengthen their tools and procedures to protect against global economic turmoil.