

# أثر متغيرات الاقتصاد الكلي على عوائد الأسواق المالية لمجموعة من الدول العربية التي تواجه اضطرابات سياسية واقتصادية

أ. د. رضوان العمار<sup>(1)</sup> د. ليندا اسماعيل<sup>(2)</sup> المغير وردة<sup>(3)</sup>

## الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية (معدل التضخم، سعر الصرف، وسعر النفط) على عوائد الأسواق المالية لمجموعة من الدول العربية التي تعرضت لاضطرابات سياسية واقتصادية (سورية، مصر، تونس، والبحرين) مع الأخذ بالاعتبار متغير ضابط يتمثل في زمن هذه الاضطرابات. تم استخدام بيانات بانيل على امتداد الفترة الزمنية (2010-2020)، وتم تقدير نموذج الانحدار لأثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على عوائد الأسهم باستخدام طريقة الانحدار التجميعي Pooled OLS. توصلت الدراسة لكون سعر الصرف من أهم العوامل المؤثرة في عوائد الأسواق المالية للدول محل الدراسة خلال فترة الأزمة. ولذلك توصي الدراسة بضرورة تبني سياسات نقدية تعمل على تحقيق استقرار في سعر الصرف واستهداف معدلات التضخم المحلية للحفاظ على مستوى مستقر من الأسعار من أجل إعادة ثقة المستثمرين في السوق المالي.

**الكلمات المفتاحية:** متغيرات الاقتصاد الكلي، عوائد الأسواق المالية، الدول العربية التي شهدت اضطرابات سياسية واقتصادية

(1) أستاذ، قسم العلوم المالية والمصرفية، كلية الاقتصاد، جامعة تشرين، سورية.

# The Effect of Macroeconomics on the Stock Market Returns of a Group of Arabic Countries Facing Political and Economic Instability

Dr. Radwan Alamar <sup>(2)</sup>  
Almougheer Wardeh <sup>(3)</sup>

## Abstract:

This study aims to investigate the impact of the macroeconomics (inflation rate, exchange rate, and oil prices) on the stock market returns of a group of Arabic countries that faced political and economic instability (Syria, Egypt, Tunis, and Bahrain) taking into account a control variable reflecting the crisis timing. Panel data has been used over the period (2010-2020), and the regression model of the impact of macroeconomics on the stock market returns has been estimated using the Pooled OLS method. The results showed that the exchange rate is one of the most important factors affecting the stock markets returns of the countries under study during the crisis period. Therefore, the study recommends the necessity of adopting monetary policies that work to achieve stability in the exchange rate and target local inflation rates to maintain a stable level of prices in order to restore investor confidence in the financial market.

**Keywords:** Macroeconomics, Stock Market Returns, Arabic countries that faced political and economic instability

---

<sup>(2)</sup> Professor, Department of Banking and Finance, Faculty of Economics, Tishreen University, Syria.

<sup>(3)</sup> PhD student, Department of Banking and Finance, Faculty of Economics, Tishreen University, Syria.

## 1. المقدمة

تعتبر الأزمات السياسية والاقتصادية أحد التحديات الرئيسية التي تؤثر على الاقتصادات والأسواق المالية حول العالم. وفي سياق الدول العربية التي تعرضت لأزمات سياسية واقتصادية واجتماعية، يشكل فهم تأثير هذه الأزمات على العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية الكلية وعوائد أسواق الأسهم موضوعاً مهماً للبحث.

حيث شهدت عدداً من الدول العربية اضطرابات وأزمات سياسية واقتصادية واجتماعية خلال العقد المنصرم، وقد أثر ذلك بشكل سلبي على اقتصاديات هذه الدول وبالتالي على مؤشرات الأسواق المالية، إذ شهدت معظم أسواق المال العربية تراجعاً ملحوظاً في أداؤها عام 2011 نتيجة الاضطرابات التي خلقت حالة من عدم الاستقرار واليقين وولدت مخاوف لدى المستثمرين [1] وانخفضت ثقتهم في الأسواق وسبب ذلك تدفقات خارجية لرؤوس الأموال، انخفاض في التصنيفات الائتمانية وانخفاض في مؤشرات الأسواق المالية وفقاً لصندوق النقد الدولي [4]. كما ترافقت التغيرات في عوائد الأسهم خلال فترة الاضطرابات مع تذبذب أسعار الصرف ومعدلات التضخم المحلية للعديد من الدول.

وبالتالي تهدف هذه الدراسة إلى البحث في أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على عوائد أسواق الأسهم في مجموعة من الدول العربية التي واجهت أزمات سياسية واقتصادية خلال فترة معينة. تُعدُّ الدول محل الدراسة - سورية، البحرين، تونس، ومصر - أمثلة ملموسة على البيئات التي تجتاحها الاضطرابات والتحديات السياسية والاقتصادية.

ومن خلال تحليل تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية على عوائد أسواق الأسهم للدول محل الدراسة (سورية، مصر، تونس، والبحرين)، يمكن أن يساهم البحث في فهم أعمق للتحديات التي تواجهها الأسواق المالية في ظل الأوضاع السياسية والاقتصادية الصعبة وطريقة تفاعلها مع العوامل الاقتصادية الكلية، وبالتالي يمكن أن يقدم مساهمات قيمة لصنع القرار وتوجيه السياسات الاقتصادية.

في الأقسام التالية، سنستعرض مشكلة وأهمية البحث والدراسات السابقة التي تناولت أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية في عوائد أسواق الأسهم، وسنقدم تفاصيل المنهجية المستخدمة لجمع وتحليل البيانات، مما يساهم في تحقيق أهداف هذه الدراسة.

## 2. مشكلة البحث وهدفه

يمكن التعبير عن مشكلة البحث الرئيسية من خلال التساؤل الآتي:

ما هو أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على عوائد مؤشرات الأسواق المالية للدول العربية المدروسة (سورية، مصر، تونس، والبحرين) التي تعرضت لاضطرابات سياسية واقتصادية؟

يهدف هذا البحث إلى الإجابة عن هذه التساؤلات من خلال اختبار أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على عوائد مجموعة من الأسواق المالية العربية التي تواجه اضطرابات سياسية واقتصادية باستخدام بيانات بانيل وهي (سورية، مصر، تونس، والبحرين).

## 3. أهمية البحث

تعتبر الأزمات السياسية والاقتصادية أحد التحديات الرئيسية التي تؤثر على الاقتصادات والأسواق المالية حول العالم. وفي سياق الدول العربية التي تعرضت لأزمات سياسية واقتصادية، يشكل فهم تأثير هذه الأزمات على أسواق الأسهم موضوعاً هاماً للبحث.

أما الأهمية العملية والتطبيقية للبحث فتكمن في كونه يتناول العوامل المؤثرة في عوائد الأسواق المالية العربية التي تعرضت لاضطرابات سياسية واقتصادية مما يمكن ويساعد في فهم هذه العوامل وآلية تأثيرها في عوائد هذه الأسواق.

## 4. الدراسات السابقة

اختبرت عدد من الدراسات العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية الكلية وعوائد أسواق الأسهم بالتطبيق على عينة من الدول العربية منها الدول العربية محل الدراسة. حيث هدفت دراسة Ismaiel and Al-ahmad (2014) بعنوان " *Studying the Relationship between Stock Prices and Exchange Rates in a Sample of Arab Countries*" لاختبار العلاقة بين أسعار الأسهم وأسعار الصرف في عينة من الدول العربية التي تواجه أزمات سياسية وهي (سورية، تونس، مصر، البحرين). استخدمت الدراسة بيانات سلاسل زمنية شهرية لأسعار الصرف الاسمية والحقيقية الفعالة ومؤشرات أسعار الأسهم خلال الفترة منذ كانون الثاني 2003 حتى تموز 2013. وقد طبقت الدراسة اختبار جوهانسن للتكامل المشترك، ونموذج تصحيح الخطأ VECM، واختبار غرانجر للسببية. أظهرت النتائج عدم وجود علاقة بين أسعار الأسهم وأسعار الصرف في تونس، أما بالنسبة لبقية الدول فتفاوتت النتائج بحسب الفترة المدروسة ومقياس سعر الصرف المستخدم. بشكل عام، أظهرت الدراسة وجود اختلاف في النتائج في الفترة ما بعد الأزمة مقارنة بالفترة ما قبلها، كما أن استخدام سعر الصرف الحقيقي الفعال قد وُجد نتائج مختلفة عن استخدام سعر الصرف الاسمي الفعال.

كما هدفت دراسة Hasseeb (2015) بعنوان " *Impact of the Real Economy on Stock Market Performance: Evidence from Arab Countries*" لاختبار أثر متغيرات الاقتصاد الكلي على أداء سوق الأسهم في 15 دولة عربية باستخدام بيانات بانيل خلال الفترة 1995-2014. تم قياس أداء السوق المالي بالرسملة السوقية، أما المتغيرات الاقتصادية الكلية التي تم تناولها فهي: الحرية الاقتصادية، التحويلات، الناتج المحلي الإجمالي، الاستثمارات، معدل التضخم، الائتمان، حجم التداول. وبهدف اختبار العلاقة بين المتغيرات، قامت الدراسة بتقدير العلاقة باستخدام نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية. توصلت الدراسة لكون كل من الائتمان المحلي، والناتج المحلي الإجمالي، والحرية الاقتصادية، والتحويلات لها أثر سلبي في رسملة السوق. بالمقابل، كان لحجم الاستثمارات، وحجم التداول، ومعدل التضخم أثر إيجابي في رسملة السوق.

هدفت دراسة خليل (2015) بعنوان "أثر المتغيرات النقدية في عوائد الأسهم في الأسواق الناشئة" لاختبار أثر المتغيرات النقدية على عوائد الأسهم لثلاثة أسواق مالية ناشئة (تركيا، مصر، وسورية) باستخدام بيانات سلاسل زمنية. تفاوتت فترة الدراسة بحسب السوق المدروس، سورية (2010-2013)، مصر (2005-2012)، تركيا (2002-2014). استخدمت الدراسة أربعة متغيرات نقدية وهي (معدل التضخم، سعر الصرف، العرض النقدي، وسعر الفائدة في الأجل القصير). وقامت الدراسة بتطبيق مجموعة من الإحصاءات الوصفية واختبار جذر الوحدة، وتم تقدير نموذج الانحدار المتعدد باستخدام طريقة المربعات الصغرى لاختبار أثر المتغيرات النقدية على عوائد مؤشرات الأسواق المدروسة. بما يتعلق بالبورصة المصرية، توصلت الدراسة لوجود علاقة طردية بين سعر الصرف والعرض النقدي من جهة مع عوائد الأسهم، في حين توجد علاقة عكسية بين معدل الفائدة وعوائد الأسهم. بالمقابل لم يكن لمعدل التضخم أثر معنوي على عوائد الأسهم. أما بالنسبة لسوق دمشق للأوراق المالية، فقد توصلت الدراسة لعدم وجود علاقة معنوية بين سعر الصرف ومعدل التضخم من جهة مع عوائد الأسهم من جهة أخرى.

اختبرت دراسة Barakat et al (2016) بعنوان "Impact of macroeconomic variables on stock markets: Evidence from emerging markets" أثر عدد من متغيرات الاقتصاد الكلي (معدل الفائدة، معدل التضخم، سعر الصرف، والعرض النقدي) على عوائد أسواق الأسهم بالتطبيق على دولتين من الاقتصادات الناشئة (تونس ومصر). استخدمت الدراسة بيانات شهرية على امتداد الفترة منذ كانون الثاني 1998 حتى كانون الثاني 2014. توصلت الدراسة بما يتعلق بمصر أن كل من معدل التضخم وسعر الصرف والعرض النقدي لهم أثر إيجابي ومعنوي على مؤشر البورصة المصرية، في حين أن لمعدل الفائدة أثر سلبي ومعنوي على مؤشر السوق. بالنسبة لتونس، توصلت الدراسة لكون معدل التضخم له أثر سلبي ومعنوي على مؤشر بورصة تونس، في حين أن لسعر الصرف أثر إيجابي ومعنوي على مؤشر بورصة تونس. بالمقابل لم يكن لمعدل الفائدة والعرض النقدي أثر معنوي على مؤشر بورصة تونس.

اختبرت دراسة Ikechukwu and Omotayo (2019) بعنوان " The

" *impact of changes in oil price on stock market: Evidence from Africa* " أثر التغيرات في سعر النفط على عوائد أسواق الأسهم بالتطبيق على خمسة دول أفريقية (نيجيريا، جنوب أفريقيا، تونس، غانا ومصر). استخدمت الدراسة بيانات ربع سنوية منذ الربع الأول لعام 2010 حتى الربع الرابع لعام 2018. وظفت الدراسة نموذج انحدار باستخدام بيانات سلاسل زمنية مقطعية Panel. كما استخدمت الدراسة عدد من متغيرات الاقتصاد الكلي متغيرات ضابطة (معدل نمو الناتج الحقيقي، سعر الصرف). توصلت الدراسة لكون معدل النمو في الناتج الحقيقي له أثر إيجابي ومعنوي على عوائد أسواق الأسهم للدول المدروسة. في حين لم يكن لسعر النفط ولسعر الصرف أثر معنوي على عوائد أسواق الأسهم للدول المدروسة.

ركّز عدد من الدراسات على اختبار العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية الكلية وعوائد أسواق الأسهم بالتطبيق على دولة واحدة من الدول محل الدراسة (سورية، مصر، ليبيا، تونس، والبحرين) بدلاً من التطبيق على عينة من الدول العربية.

بالنسبة للدراسات التطبيقية التي ركزت على حالة سورية، هدفت دراسة العمار وأسعد (2016) بعنوان " *العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية الكلية ومؤشر سوق دمشق للأوراق المالية* " لاختبار العلاقة بين مجموعة من المتغيرات الاقتصادية الكلية (معدل التضخم ومعدل تغطية الصادرات للواردات وسعر الصرف الاسمي الفعال والعرض النقدي) ومؤشر سوق دمشق للأوراق المالية. استخدمت الدراسة بيانات سلاسل زمنية بتكرارات شهرية تغطي الفترة منذ كانون الثاني عام 2010 وحتى كانون الأول عام 2011. طبقت الدراسة مجموعة من الاختبارات كاختبار جذر الوحدة واختبار جوهانسن للتكامل المشترك، ونموذج تصحيح الخطأ، واختبار غرانجر للسببية، ودوال الاستجابة، وتحليل مكونات التباين. توصلت الدراسة لوجود علاقة توازنية في الأجل الطويل بين المتغيرات الاقتصادية الكلية المدروسة ومؤشر سوق دمشق للأوراق المالية. وأن لجميع المتغيرات أثر إيجابي ومعنوي على مؤشر سوق دمشق في الأجل الطويل. كما أظهرت النتائج وجود علاقة سببية باتجاه واحد بين مؤشر سعر الصرف الاسمي الفعال ومؤشر سوق دمشق للأوراق المالية، واتجاه هذه العلاقة يوحي بأن سعر الصرف الاسمي الفعال

يعتبر سبباً في تقلبات مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية. أيضاً تم التوصل لوجود علاقة سببية باتجاهين بين مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية والعرض النقدي. كما اختبرت دراسة حمدوش (2017) بعنوان "أثر التضخم على عوائد الأسهم بالتطبيق على سوق دمشق المالية" أثر التضخم على عائد مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية باستخدام بيانات شهرية خلال الفترة 2010-2013. استخدمت الدراسة الإحصاءات الوصفية ومصفوفة الارتباط الثنائي وقامت بتقدير نموذج الانحدار الخطي البسيط لاختبار أثر التضخم على مؤشر سوق دمشق. توصلت الدراسة لوجود علاقة ارتباط إيجابية ضعيفة ولكنها غير دالة إحصائياً لمعدل التضخم على عائد مؤشر السوق خلال الفترة المدروسة.

بالنسبة للدراسات التطبيقية التي ركزت على حالة مصر، هدفت دراسة Omran

and Pointon (2001) بعنوان "Does the inflation rate affect the performance of the stock market? The case of Egypt" لاختبار أثر معدل التضخم على أداء سوق البورصة المصرية. شملت فترة الدراسة الأعوام منذ 1980 حتى 1998. تم قياس أداء البورصة المصرية من خلال عدة مؤشرات (قيمة التداول، حجم التداول، عدد الصفقات، عدد الشركات المتداولة، وقيمة الإصدارات الجديدة). طبقت الدراسة نماذج الانحدار باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية. وقد توصلت الدراسة لكون معدل التضخم له أثر سلبي ومعنوي على جميع مؤشرات أداء البورصة المصرية

في الأجل الطويل. كما هدفت دراسة Zaki et al (2016) بعنوان "Macro economy, Stock Market and Oil Prices Relationships before and after the Egyption Revolution Era" لاختبار أثر عدد من متغيرات الاقتصاد الكلي (سعر النفط، معدل الفائدة، ومعدل التضخم، وسعر الصرف الحقيقي الفعال) على عوائد الأسهم في السوق المصرية. تم استخدام بيانات شهرية للفترة منذ كانون الثاني 1999 حتى حزيران 2015. طبقت الدراسة نموذج متجه الانحدار الذاتي VAR. وقد أظهرت النتائج أن لسعر النفط أثر إيجابي ومعنوي على عوائد أسهم البورصة المصرية، في حين أن لسعر الصرف أثر سلبي ومعنوي على عوائد الأسهم. بالمقابل لم يكن لمعدل الفائدة ومعدل التضخم أثر معنوي على عوائد الأسهم. أيضاً هدفت دراسة Abdelmonem (2018) بعنوان "The Impact of Treasury Bill Rate and Interest Rate on the



*Stock Market Returns in Egypt* " لاختبار أثر معدل الفائدة على عوائد الأسهم في البورصة المصرية. استخدمت الدراسة معدلين للفائدة: معدل الفائدة على أدونات الخزنة، ومعدل الفائدة على الإقراض. وقد تم استخدام بيانات شهرية على امتداد الفترة الزمنية منذ تشرين الثاني 2004 حتى تشرين الثاني 2017. طبقت الدراسة اختبار أنجل غرانجر للتكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ. توصلت الدراسة لوجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات، وأن لمعدلي لفائدة أثر سلبي على عوائد الأسهم في البورصة المصرية في الأجل الطويل. كما اختبرت دراسة عبد الجواد (2020) بعنوان "تأثير سعر الصرف ومعدل التضخم على أداء سوق الأسهم في مصر" أثر سعر الصرف ومعدل التضخم على أداء سوق الأسهم في مصر. استخدمت الدراسة بيانات شهرية خلال الفترة (2000-2020)، وقد استخدمت الدراسة نموذج الانحدار الذاتي الموزع بفترات تباطؤ لاختبار علاقة التكامل المشترك بين المتغيرات المدروسة، إلى جانب النموذج المعمم للانحدار الذاتي المشروط بعدم ثبات تباين حد الخطأ. وقد أظهرت النتائج أن لكل من سعر الصرف ومعدل التضخم أثر إيجابي على أداء البورصة المصرية في الأجل الطويل.

بالنسبة للدراسات التطبيقية التي ركزت على حالة البحرين، اختبرت دراسة

Abdelbaki (2013) بعنوان " *Causality relationship between macroeconomic variables and stock market development: Evidence from Bahrain* " العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية الكلية (نصيب الفرد من الناتج، معدلي الاستثمار والادخار، معدل الفائدة الحقيقي، القيمة المضافة لسوق الأسهم، الاستثمار الأجنبي المباشر، والعرض النقدي، ومعدل التضخم) وتطور سوق الأسهم في البحرين. طبقت الدراسة منهجية متجه الانحدار الذاتي بفترات التباطؤ الموزعة ARDL. وقد توصلت الدراسة لكون كل من القيمة المضافة لسوق الأسهم ومعدل التضخم ومعدل الاستثمار والعرض النقدي لهم أثر إيجابي ومعنوي على أداء بورصة البحرين. في حين لم يكن لنصيب الفرد من الناتج ولمعدل الفائدة الحقيقي والاستثمار الأجنبي المباشر ومعدل الادخار أثر معنوي على أداء البورصة.

بالنسبة للدراسات التطبيقية التي ركزت على حالة تونس، اختبرت دراسة Ben

*Impact of Macroeconomic and " بعنوان (2016) Yaala and Henchiri Demographic Variables on the Stock Market: Evidence from Tunisian Crisis " أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية (عجز الموازنة، العرض النقدي، معدل الفائدة، معدل التضخم، سعر الصرف الحقيقي، ومؤشر الإنتاج) على سوق الأسهم في تونس. استخدمت الدراسة بيانات شهرية على امتداد الفترة منذ كانون الثاني 2008 حتى كانون الأول 2014. طبقت الدراسة منهجية متجه الانحدار الذاتي بفترات التباطؤ الموزعة ARDL. وقد توصلت الدراسة لكون عجز الموازنة ومعدل التضخم لهم أثر سلبي ومعنوي على أسعار الأسهم في بورصة تونس، في حين أن للعرض النقدي أثر إيجابي ومعنوي على أسعار الأسهم. بالمقابل لم يكن لمعدل الفائدة ولسعر الصرف الحقيقي ومؤشر الناتج أثر معنوي على سوق الأسهم في تونس.*

## 5. البيانات وطرائق البحث

نعرض في هذا الجزء المنهجية المستخدمة من حيث اختبار أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على عوائد مؤشرات الأسواق المالية باستخدام بيانات بانيل. إذ نعرض في البدء البيانات والفترة الزمنية، ومن ثم متغيرات الدراسة وطرق قياسها، ومن ثم النماذج القياسية التي سيتم تقديرها لاختبار هذا الأثر.

### 1.5. البيانات

في هذه الدراسة سيتم استخدام بيانات بانيل غير متوازنة، وسيتم جمع بيانات بتكرارات شهرية حول متغيرات الاقتصاد الكلي وعوائد مؤشرات الأسواق المالية للدول العربية محل الدراسة.

سيتم اعتماد الفترة الزمنية منذ عام 2010 حتى عام 2020. إذ تم اختيار عام 2010 من أجل تجنّب أثر فترة الأزمة المالية العالمية لعام 2008 ونظراً لكون بعض الأسواق (سوق دمشق للأوراق المالية على سبيل التحديد) حديثة العهد نسبياً وتتوفر بيانات لها منذ عام 2010. إذ يبلغ عدد المشاهدات الكلية 528 مشاهدة (عدد السنوات  $11 \times$  (عدد الأشهر 12)  $\times$  (عدد الدول  $T=4$ )).

## 2.5. المتغيرات وطريقة قياسها

لاختبار أثر متغيرات الاقتصاد الكلي على عوائد الأسواق المالية العربية مجتمعة (بيانات بانيل)، سيتم تقدير نموذج الانحدار المتعدد الآتي:

$$SMR_{i,t} = \beta_1 + \beta_2 EG_{i,t} + \beta_3 INF_{i,t} + \beta_4 EX_{i,t} + \beta_5 OIL_{i,t} + \beta_6 CRISIS_{i,t} + e_{i,t}$$

حيث:

i: السوق المالي (i= 1, 2, 3, 4)؛ t: الزمن؛  $SMR_{i,t}$ : عائد السوق المالي؛  $INF_{i,t}$ : معدل التضخم؛  $EX_{i,t}$ : سعر الصرف الاسمي الفعال؛  $OIL_{i,t}$ : سعر النفط الخام؛  $CRISIS_{i,t}$ : متغير ضابط يعبر عن زمن الأزمة السياسية والاقتصادية؛  $e_{i,t}$ : حد الخطأ العشوائي.

يلخص الجدول (1) المتغيرات المستخدمة في اختبار أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على عوائد مؤشرات الأسواق المالية لجميع الدول محل الدراسة باستخدام بيانات بانيل.

الجدول (1): متغيرات الدراسة

مصدر البيانات	طريقة قياسه	رمز المتغير	
موقع سوق دمشق للأوراق المالية <a href="http://dse.gov.sy/user/?page=index_info">http://dse.gov.sy/user/?page=index_info</a>	العائد السنوي على مؤشر السوق وفق الآتي:	DSE	العائد على مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية
موقع <a href="https://www.investing.com/indices/">https://www.investing.com/indices/</a>	حيث: $SMR_{i,t} = \ln \frac{SMI_{i,t}}{SMI_{i,t-1}}$	BHB	العائد على مؤشر بورصة البحرين
		EGX	العائد على مؤشر البورصة المصرية
		BVMT	العائد على مؤشر بورصة تونس
	$SMR_{i,t}$ : عائد السوق المالي i في الشهر t؛ $SMI_{i,t}$ : قيمة مؤشر السوق المالي i في الشهر t؛		

أثر متغيرات الاقتصاد الكلي على عوائد الأسواق المالية لمجموعة من الدول العربية التي تواجه اضطرابات سياسية واقتصادية

	<p><math>SMI_{i,t-1}</math>: قيمة مؤشر السوق المالي <math>i</math> في الشهر السابق <math>t-1</math>؛ ln: اللوغاريتم الطبيعي.</p>		
<p>قاعدة بيانات البنك الدولي (قاعدة بيانات مؤشرات التنمية العالمية WDI) <a href="http://datatopics.worldbank.org/">http://datatopics.worldbank.org/</a> وقاعدة بيانات صندوق النقد الدولي (قاعدة بيانات آفاق الاقتصاد العالمي WEO) <a href="https://www.imf.org/">https://www.imf.org/</a></p>	<p>معدل التغير في مؤشر أسعار المستهلك</p>	INF	معدل التضخم
<p>قاعدة بيانات BRUEGEL (<a href="http://bruegel.org/">http://bruegel.org/</a>)</p>	<p>معدل التغير في الرقم القياسي لسعر الصرف الاسمي الفعال</p>	EX	سعر الصرف الاسمي الفعال
<p>قاعدة بيانات صندوق النقد الدولي (قاعدة بيانات أسعار السلع الأساسية PCP) <a href="https://www.imf.org/en/Research/commodity-prices">https://www.imf.org/en/Research/commodity-prices</a></p>	<p>معدل التغير في سعر النفط الخام</p>	OIL	سعر النفط
	<p>متغير وهمي يعبر عن زمن الأزمة، حيث يأخذ القيمة 0 للفترة السابقة للأزمة والقيمة 1 للفترة اللاحقة للأزمة.</p>	CRISIS	الأزمة

المصدر: إعداد الباحث بالاستناد إلى مراجعة الدراسات السابقة

## 3.5. الأساليب القياسية المتبعة

في هذا البحث تم استخدام طريقة المربعات الصغرى في تقدير نموذج الانحدار باستخدام بيانات بانيل. ويمكن التعبير عن الصيغة الأساسية لنموذج الانحدار باستخدام بيانات Panel بالشكل التالي (Gujarati, 2004; Asteriou, 2007):

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_j X_{it} + u_{it}$$

حيث:

Y: المتغير التابع (والذي يعبر عن عوائد الأسواق المالية)

$\beta_0$ : ثابت المعادلة

X: المتغيرات المستقلة والضابطة

u: حد الخطأ العشوائي

تعبّر j عن عدد المتغيرات المستقلة والضابطة حيث  $j=1, 2, 3, 4$  متغيرات مستقلة و 1 متغير ضابط.

كما تعبّر i عن عدد الوحدات المقطعية (دول العينة) حيث  $i=1, 2, 3, 4$  أما t فتعبّر عن الزمن حيث  $t=1, 2, \dots, 132$  (الفترة الزمنية من 2010 حتى 2020 بيانات شهرية)

بما أننا نستخدم بيانات Panel، فإنه توجد أمامنا ثلاثة نماذج محتملة يمكن تقديرها باستخدام طريقة المربعات الصغرى وهي (Gujarati, 2004; Asteriou, 2007):

- نموذج الانحدار التجميعي Pooled OLS Model: وفق هذا النموذج يتم افتراض ثبات معاملات التقدير عبر الوحدات المقطعية (بمعنى أنه يفترض أن أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على عوائد الأسهم لا يختلف من دولة إلى أخرى)، كما يفترض ثبات معاملات التقدير عبر الزمن (أي أنه يهمل أي تأثير للزمن).
- نموذج التأثيرات الثابتة Fixed Effects Model: يأخذ هذا النموذج بعين الاعتبار اختلاف معاملات التقدير عبر الوحدات المقطعية (أي

أنه يأخذ بالاعتبار التفاوت في أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على عوائد الأسهم من دولة إلى أخرى، ولكنه يفترض ثبات معاملات التقدير عبر الزمن.

• نموذج التأثيرات العشوائية Random Effects Model: يأخذ هذا النموذج بعين الاعتبار اختلاف معاملات التقدير عبر الوحدات المقطعية وعبر الزمن معاً.

ومن الجدير ذكره أنه لا بد قبل تقدير نموذج الانحدار القيام بإجراء اختبار جذر الوحدة لمتغيرات الدراسة. عندما تكون السلاسل الزمنية غير مستقرة Non-Stationary فإن ذلك سيقود إلى علاقات زائفة بين المتغيرات في نموذج الانحدار. من أجل تجنب الانحدار الزائف سنقوم باختبار جذر الوحدة لمتغيرات الدراسة وذلك للتأكد من أنها مستقرة Stationary وذلك قبل تطبيق نموذج الانحدار. من أجل اختبار جذر الوحدة للمتغيرات سيتم استخدام اختبار (Levin, Lin & Chu t (LLC) لجذر الوحدة باستخدام بيانات بانيل. وبالاستناد إلى نتائج اختبار جذر الوحدة، في حال كانت المتغيرات مستقرة عند المستوى، سيتم المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة. ومن ثم تقدير النموذج الأفضل للدراسة بالاستناد إلى ذلك.

نظراً لكون عدد المتغيرات المستقلة ليس أقل من عدد الوحدات المقطعية (4 دول) فإنه لا يمكن تقدير نموذج التأثيرات العشوائية. لذلك فإن الاختيار الأساسي هو بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة. من أجل الاختيار بين هذين النموذجين تم إجراء اختبار Redundant Fixed Effects – Likelihood Ratio حيث تنص فرضية العدم لهذا الاختبار على أن نموذج الانحدار التجميعي هو الأفضل، في حين تنص الفرضية البديلة على أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الأفضل (EViews, 2013). ومن أجل رفض الفرضية العدم للاختبارات السابقة وقبول الفرضية البديلة لا بد لقيمة الاحتمال Prob. أن تكون أصغر من مستوى الدلالة 5%.

**6. النتائج والمناقشة**

نعرض في هذا الجزء الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة، ونتائج الاختبارات ومناقشتها، حيث نعرض في البدء نتائج اختبار جذر الوحدة ومن ثم نتائج المفاضلة بين نماذج الانحدار ونتائج تقدير معادلة الانحدار باستخدام النموذج الأفضل للدراسة.

**1.6. الإحصاءات الوصفية**

يعرض الجدول (2) الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة، في حين يعرض الشكل (1) الرسومات البيانية لمتغيرات الدراسة وفقاً لكل دولة.

يظهر لنا من الشكل البياني التذبذب الكبير في عوائد الأسواق المالية لجميع الأسواق خلال الفترة المدروسة، كما يتبين لنا التذبذبات السلبية في عوائد الأسواق في الفترة (2010-2011) انعكاساً لعدم الاستقرار نتيجة الاضطرابات السياسية والاقتصادية التي واجهتها هذه الدول. وخلال الأعوام 2016-2017 تحسّن أداء مؤشرات الأسواق المالية للدول المدروسة وهو ما يعود لاستقرار النسبي في المؤشرات الاقتصادية الكلية من جهة إلى جانب الإصلاحات التي قامت بها هذه الدول من جهة أخرى.

وبالنظر لمعدلات التضخم خلال فترة عدم الاستقرار المدروسة، يتضح أن الاقتصاد السوري شهد أكبر الارتفاعات في معدلات التضخم وخصوصاً في عام 2013 حيث ارتفعت معدلات التضخم بشكل كبير، كما ارتفع أيضاً مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية بشكل مطرد، ويعود السبب لانخفاض قيمة الليرة السورية مقابل العملات الأجنبية. إذ أنه بالنظر إلى التغير في مؤشرات أسعار الصرف الاسمية الفعالة، نلاحظ أن الاقتصاد السوري عانى من انخفاضات وتخفيضات كبيرة في سعر الصرف وخصوصاً في السنوات الأولى للأزمة وهو ما انعكس في ارتفاع معدلات التضخم.

أثر متغيرات الاقتصاد الكلي على عوائد الأسواق المالية لمجموعة من الدول العربية التي تواجه اضطرابات سياسية واقتصادية

الجدول (2) الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

سعر النفط OIL	سعر الصرف NEER	معدل التضخم INF	عائد السوق SMR	
0.200184	-0.721658	0.766374	0.769421	المتوسط الحسابي Mean
0.896766	-0.171800	0.480000	0.371000	الوسيط Median
34.01934	14.01613	17.66000	41.91400	أعلى قيمة Maximum
-39.75577	-76.24849	-35.80000	-26.25100	أدنى قيمة Minimum
8.674699	4.569493	2.670459	6.219549	الانحراف المعياري Std. Dev.
340.1188	563254.8	122386.3	2044.128	قيمة مؤشر اختبار Jarque-Bera
0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	الاحتمال Probability
499	499	499	499	عدد المشاهدات Observations

حيث: SMR: عوائد السوق المالي للدول الأربعة محل الدراسة، INF: معدل التضخم ويعبر عن التغير في مؤشر أسعار المستهلك، NEER: التغير في سعر الصرف الاسمي الفعال مقابل 120 شريك تجاري، OIL: التغير في سعر النفط الخام.

المصدر: إعداد الباحث باستخدام برنامج EViews 10



الشكل البياني (1) متغيرات الدراسة لكل دولة



المصدر: إعداد الباحث باستخدام برنامج EViews 10

## 2.6. نتائج اختبار جذر الوحدة

إن اختبار جذر الوحدة لمتغيرات الدراسة يساعد في تحديد الطريقة المناسبة لتقدير نموذج الدراسة، حيث أنه من أجل استخدام طريقة المربعات الصغرى (وبالتالي المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة) لا بد من أن تكون المتغيرات مستقرة، حيث تؤدي عدم استقرارية Non-Stationary المتغيرات إلى وجود علاقات زائفة بينها في نموذج الانحدار.

يعرض الجدول (3) نتائج اختبار جذر الوحدة لمتغيرات الدراسة عند المستوى In Level باستخدام اختبار (Levin, Lin & Chut (LLC).

نلاحظ من الجدول أن جميع المتغيرات مستقرة عند المستوى في كلا المعادلتين: ثابت واتجاه Individual Intercept and Trend، وثابت فقط Individual Intercept. كنتيجة، بما أن جميع المتغيرات مستقرة عند المستوى وفق نتائج الاختبار، فإنه أصبح بالإمكان الانتقال لتطبيق نموذج الانحدار دون الحصول على نتائج انحدار زائف.

الجدول (3) نتائج اختبار جذر الوحدة باستخدام اختبار (Levin, Lin & Chu t (LLC)

اختبار LLC عند المستوى		المتغيرات
معادلة ثابت فقط	معادلة ثابت واتجاه	
-16.2320 ***	-17.9570 ***	العائد على مؤشر سوق SMR
-22.4520 ***	-27.7235 ***	معدل التضخم INF
-17.1538 ***	-19.2963 ***	سعر الصرف الاسمي الفعال NEER
-16.7752 ***	-18.6686 ***	سعر النفط الخام OIL

ملاحظات: تشير القيم داخل الجدول إلى قيم T-Statistics، أما \*، \*\*، \*\*\* تشير إلى رفض الفرضية العدم عند مستوى معنوية 10%، 5%، 1% على التوالي.

المصدر: إعداد الباحث باستخدام برنامج EViews 10

### 3.6. اختبار Likelihood Ratio للمقارنة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة

يتطلب الاختيار بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة اللجوء إلى إجراء اختبار Redundant Fixed Effects – Likelihood Ratio حيث تنص الفرضية العدم لهذا الاختبار على أن البيانات تتبع نموذج الانحدار التجميعي [3]. يعرض الجدول (4) نتائج اختبار Redundant Fixed Effects – Likelihood Ratio ووفقاً للنتائج يعتبر نموذج الانحدار التجميعي Pooled OLS Model هو النموذج المناسب وذلك نظراً لكون قيمة الاحتمال Prob. أكبر من 5% مما يدفعنا لقبول فرضية العدم.

#### الجدول (4) نتائج اختبار Likelihood Ratio لنموذج الدراسة

Redundant Fixed Effects Tests  
Equation: Untitled  
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	1.034167	(3,491)	0.3771
Cross-section Chi-square	3.143130	3	0.3701

المصدر: مخرجات برنامج EViews 10

### 3.6. نتائج نموذج الانحدار

يعرض الجدول (5) نتائج نموذج الانحدار باستخدام طريقة الانحدار التجميعي Pooled OLS Model لنموذج الدراسة. وتشير قيمة اختبار F-statistics إلى المعنوية الإحصائية لنموذج الدراسة المقدّر.

من أهم ما يمكن ملاحظته من النتائج أن لسعر الصرف أثر سلبي وذو دلالة معنوية على عوائد الأسواق العربية محل الدراسة، حيث أن الاضطرابات السياسية والاقتصادية للدول محل الدراسة أدت إلى هروب رؤوس الأموال الأجنبية مما يؤثر سلباً على الاستثمارات الأجنبية المباشرة ويؤدي إلى انخفاض قيم العملات المحلية مقابل

أثر متغيرات الاقتصاد الكلي على عوائد الأسواق المالية لمجموعة من الدول العربية التي تواجه اضطرابات سياسية واقتصادية

العملات الأجنبية. وإن انخفاض سعر الصرف بدوره أدى إلى تقلبات كبيرة في أسواق الأسهم ، مما يزيد من عدم الاستقرار المالي والتقلبات في الأسعار، إلى جانب ارتفاع أسعار السلع المستوردة، مما يقلل من القوة الشرائية للمستهلكين ويؤثر سلباً على مستوى المعيشة. وبالتالي، يمكن أن يكون لسعر الصرف تأثير سلبي على عوائد أسواق الدول العربية التي تعاني من اضطرابات سياسية واقتصادية، ويمكن أن يسهم في تعقيد المشكلات الاقتصادية والمالية التي تواجهها هذه الدول.

الجدول (5) نتائج تقدير نموذج الدراسة

معلومات تقدير النموذج	المتغيرات المستقلة
0.116064 (1.118201) [0.103796]	معدل التضخم INF
-0.180390 *** (-2.965480) [0.060830]	سعر الصرف الاسمي الفعال NEER
0.086048 *** (2.707820) [0.031778]	سعر النفط الخام OIL
-0.252452 (-0.279938) [0.901814]	الأزمة CRISIS
0.759212 (0.886730) [0.856192]	ثابت المعادلة C
	خصائص النموذج:
5.051887 ***	معنوية النموذج F-Statistics

ملاحظات: تشير القيم داخل الجدول إلى المعلمات Coefficient، وتشير القيم بين قوسين ( ) إلى قيم t-Statistics أما القيم بين [ ] فتشير إلى الخطأ المعياري. أما \*\*، \*\*\*، \* فتشير إلى مستوى معنوية 1% و5% و10% على التوالي.

المصدر: إعداد الباحث باستخدام برنامج EViews 10

كما نلاحظ أيضاً من نتائج الدراسة أن لسعر النفط العالمي أثر إيجابي وإن كان ضئيلاً على عوائد الأسواق المالية، حيث أن معظم اقتصادات الدول العربية تعتمد بشكل

كبير على النفط كأحد المصادر الأساسية للدخل القومي. تتفق هذه النتيجة مع نتائج عدد من الدراسات السابقة كدراسة (Zaki et al, 2016).

وبالتالي يمكن تلخيص نتائج البحث بأنّ لسعر الصرف أثر سلبي وذو دلالة معنوية، في حين أنّ لسعر النفط العالمي أثر إيجابي وذو دلالة معنوية على عوائد الأسواق العربية محل الدراسة.

## 7. الخلاصة والتوصيات

هدفت هذه الدراسة إلى البحث في أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية (معدل التضخم، سعر الصرف، وسعر النفط) على عوائد الأسواق المالية لمجموعة من الدول العربية التي تعرضت لاضطرابات سياسية واقتصادية (سورية، مصر، تونس، والبحرين) مع الأخذ بالاعتبار متغير ضابط يتمثل في زمن هذه الاضطرابات. استخدمت الدراسة بيانات بانيل على امتداد الفترة (2010-2020). توصلت الدراسة لوجود أثر سلبي لسعر الصرف على عوائد الأسواق المالية للدول محل الدراسة. حيث أنّ انخفاض قيم العملات المحلية للدول المدروسة خلال فترة عدم الاستقرار السياسي والاقتصادي أدّى إلى ارتفاع معدلات التضخم المحلية وبالتالي ارتفاع قيم مؤشرات الأسواق مقيّمة بالعملة المحلية. كما أنّ لسعر النفط الخام أثر إيجابي على أسواق الدول المدروسة نظراً لكون النفط يشكّل سلعة أساسية للتصدير لهذه الدول.

نظراً لكون لسعر الصرف أثر سلبي على الأسواق المالية للدول العربية محل الدراسة، توصي الدراسة بضرورة تبني سياسات نقدية تعمل على تحقيق استقرار في سعر الصرف واستهداف معدلات التضخم المحلية للحفاظ على مستوى مستقرّ من الأسعار من أجل إعادة ثقة المستثمرين في السوق المالي وتحسين عمليات التداول والاستثمار في السوق للخروج تدريجياً من الأثر السلبي للأزمات على أسواق هذه الدول.

## 8. قائمة المراجع

### المراجع العربية:

[1] التقرير السنوي لصندوق النقد العربي (2011). رابط الموقع

<https://www.amf.org.ae/ar>

[2] العمار، رضوان؛ وأسعد، علي (2016). *العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية الكلية ومؤشر سوق دمشق للأوراق المالية*. مجلة جامعة تشرين، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 38، العدد 3، ص.ص. 321-339.

[3] حمدوش، رشا (2017). *أثر التضخم على عوائد الأسهم بالتطبيق على سوق دمشق المالية*. مجلة جامعة البعث، المجلد 39، العدد 15، ص.ص. 33-60.

[4] خليل، فاطمة صالح (2015). *أثر المتغيرات النقدية في عوائد الأسهم في الأسواق الناشئة*. رسالة ماجستير، قسم المصارف والتأمين، جامعة دمشق.

[5] عبد الجواد، راضي السيد (2020). *تأثير سعر الصرف ومعدل التضخم على أداء سوق الأسهم في مصر*. مجلّة كلية السياسة والاقتصاد، العدد 8، 1-40.

المراجع الأجنبية:

- [6] International Monetary Fund (2013). Regional Economic Outlook, MENA department. May 2013.
- [7] Gujarati, Damodar N. (2004). **Basic Econometrics**. USA: McGraw-Hill.
- [8] Asteriou, D; and Hall, S G. (2007). **Applied Econometrics- A Modern Approach**. New York: Palgrave Macmillan.
- [9] Abdelbaki, H. H. (2013). *Causality relationship between macroeconomic variables and stock market development: Evidence from Bahrain*. The International Journal of Business and Finance Research, 7(1), 69-84.
- [10] Ismaiel, L., & Al-Ahmad, Z. (2014). *Studying the Relationship between Stock Prices and Exchange Rates in a Sample of Arab Countries*. International Research Journal of Finance and Economics, Issue 125, pp. 26-44.
- [11] Hasseeb, M. K. (2015). **Impact of the Real Economy on Stock Market Performance: Evidence from Arab Countries**. Master Thesis, Department of Management, School of Business, The American University in Cairo.
- [12] Barakat, M. R., Elgazzar, S. H., & Hanafy, K. M. (2016). *Impact of macroeconomic variables on stock markets: Evidence from emerging markets*. International journal of economics and finance, 8(1), 195-207.
- [13] Ikechukwu, K., & Omotayo, M. (2019). *The impact of changes in oil price on stock market: Evidence from*

---

*Africa*. International Journal of Management, Economics and Social Sciences (IJMESS), 8(3), 169-194.

- [14] Omran, M., & Pointon, J. (2001). *Does the inflation rate affect the performance of the stock market? The case of Egypt*. Emerging Markets Review, 2(3), 263-279.
- [15] Abdelmonem, L M. K. (2018). *The Impact of Treasury Bill Rate and Interest Rate on the Stock Market Returns in Egypt*. International Journal of Development and Sustainability, 7(2), pp. 604-619.
- [16] Zaki, F.; Elgammal, M.; and Hussainey, K. (2016). *Macro economy, Stock Market and Oil Prices Relationships before and after the Egyptian Revolution Era*, Working Paper.
- [17] Ben Yaala, S., & HENCHIRI, J. E. (2016). *Impact of Macroeconomic and Demographic Variables on the Stock Market: Evidence from Tunisian Crisis*. International Journal of Economics and Finance, 8(8).